

Research

Poland | Equity Research

 Research Department
research@trigon.pl
www.trigon.pl

Selena FM

Słabość rynku okazją do wzmocnień

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Selena FM z ceną docelową 40,4 PLN i zaleceniem KUPUJ. Pomimo niesprzyjających trendów popytowych na rynku materiałów budowlanych w Europie, które będą powodować presję na poziom sprzedaży oraz marżę brutto w perspektywie najbliższych 12-miesięcy, doceniamy rozwój Spółki na przestrzeni ostatnich lat i zwracamy uwagę na mocne fundamenty, które będą wspierać dalszy rozwój biznesu. Na przestrzeni ostatnich 5- i 10- lat CAGR przychodów wyniósł odpowiednio 10,7% i 6,4%. Historia Spółki oparta jest o liczne M&A i zakładamy, że strategia budowania wartości dla akcjonariuszy poprzez akwizycje będzie kontynuowana także w przyszłości. Przejęcie portugalskiego Imperialum jest zapewne jednym z pierwszych kroków w celu poszerzenia obecności geograficznej oraz produktowej w Europie. Spółka nie koncentruje się jedynie na swoim segmencie podstawowym, dostrzega także potencjał w rozwoju oferty w sposób komplementarny, czego przykładem jest wspólna inwestycja z Masterplast w obszarze wełny szklanej.

Dekoniunktura w branży budowlanej okazją do dalszych akwizycji. Spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach Spółka będzie kontynuować swoją strategię opartą o M&A. Biorąc pod uwagę niski poziom zadłużenia na koniec Q1'23 (66mln PLN) oraz potencjał do generowania powtarzalnej EBITDA rzędu 150-175mln PLN, przy utrzymaniu wskaźnika DN/EBITDA 2,5x Spółka ma potencjał do wygenerowania ok. 300-375mln PLN gotówki na potencjalne przejęcia (vs. <50mln PLN za 90% udziałów w Imperialum). Zakładamy, że kolejne akwizycje będzie koncentrować się na krajach Europy Zachodniej i Środkowej, a dopiero w kolejnym kroku Spółka zdecyduje się wyjść poza Europę. Nie wykluczamy scenariusza w którym akwizycje będą ukierunkowane na rozbudowę obecnego portfolio produktowego o wyroby komplementarne.

Spadek cen surowców oraz presja konkurencyjna mogą przełożyć się na deflację cen chemii budowlanej. Od początku roku obserwowane są spadki cen podstawowych surowców chemicznych wykorzystywanych przez Spółkę. Biorąc pod uwagę, że udział kosztów zużycia surowców w relacji do przychodów sięga ok. 50%, obecny spadek TKW zachęca podmioty konkurencyjne do agresywniejszej walki cenowej o udziały rynkowe w sytuacji ograniczonego popytu. Dane PSB nie wskazują jeszcze na deflację cen chemii budowlanej (widoczna stabilizacja), jednak naszym zdaniem taki scenariusz jest bardzo prawdopodobny w najbliższych kwartałach.

Spora przestrzeń do optymalizacji kosztów. Średnia marży brutto na sprzedaży w latach 2018-2022 była średnio o 6,6pp niższa względem spółek krajowych oraz o 9,6pp niższa względem spółek zagranicznych. W przypadku marży EBITDA różnica ta wynosiła odpowiednio 3,6pp oraz 7,2pp. Wydaje się, że poprzez realizację odpowiednich programów optymalizujących koszty Spółka ma potencjał do zwiększenia marżowości w średnim i długim terminie. W naszych prognozach przyjmujemy konserwatywne podejście do zakładanej marży EBITDA (średnio 8% w okresie prognozy), jednak zwracamy uwagę na potencjalny upside w tym obszarze dla naszej wyceny.

Polityka UE w zakresie budynków energooszczędnych nabiera tempa. W kolejnych latach spodziewane jest zwiększenie dynamiki ociepleń budynków na terenie UE realizowane m.in. ze środków w ramach krajowych KPO. W Polsce w ramach programu Czyste Powietrze złożono dotychczas ponad 662 tys. wniosków (dane z 4 sierpnia '23) na kwotę ponad 16,4mld PLN. We Włoszech od 2020r realizowany był program Superbonus, gdzie w ramach, gdzie dzięki termomodernizacji było można skorzystać z ulgi podatkowej w wysokości 110% (do lipca'22 w programie zaakceptowano 220 tys. wniosków na kwotę 44mld EUR). W Niemczech na modernizację i remonty budynków w latach 2023-2026 ma zostać przeznaczona kwota 56,3mld EUR. Uważamy, że to właśnie rynek wtórny będzie rekompensował znaczną część ubytku popytu z rynku pierwotnym, który jest efektem polityki monetarnej banków centralnych.

Wycena. Naszą cenę docelową 40,4 PLN opieramy na modelu DCF. Wycena porównawcza implikuje wartość bieżącą na akcję na poziomie 41,7 PLN, bazując tylko na krajowej grupie porównawczej jest to 32,9 PLN/akcję, natomiast uwzględniając jedynie zagraniczną grupę porównawczą 50,5 PLN/akcję. Na naszych prognozach dla lat 2024-25 spółka wyceniana jest na P/E 8,6x oraz 6,2x, a przy cenie docelowej 40,4 PLN P/E wynosi odpowiednio 13,7x i 9,9x.

mIn PLN	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 384,7	1 728,4	1 963,3	1 890,2	1 954,0	2 050,0
EBITDA	165,7	136,8	199,2	121,2	145,0	169,5
EBIT	127,2	92,7	153,6	80,5	97,6	121,3
Zysk netto	76,2	102,7	112,1	48,1	65,6	93,0
EPS (PLN)	3,34	4,50	4,91	2,11	2,87	4,07
P/E (x)	7,6	5,6	5,2	12,0	8,8	6,2
EV/EBITDA (x)	3,6	4,8	2,8	5,1	3,9	3,0
P/BV (x)	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	5,5%	2,0%	4,0%

Źródło: dane spółki, Trigon DM

Kupuj

(Inicjacja)

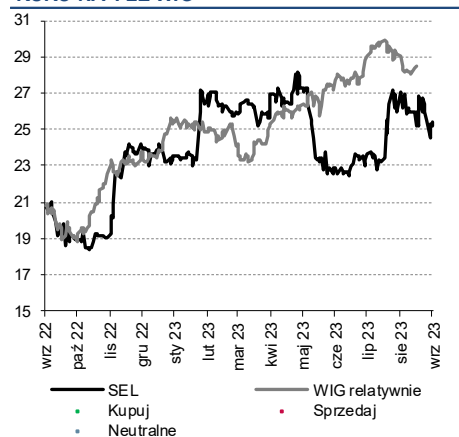
Cena docelowa: 40,4 PLN

Potencjał wzrostu: +60%

DANE SPÓŁKI

Ticker	SEL		
Sektor	Materiały budowlane		
Kurs (PLN)	25,20		
52 tyg. min/max (PLN)	18 / 28,5		
Liczba akcji (mln szt.)	22,8		
Kapitalizacja (mIn PLN)	575		
Free-float	15,6%		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0,0		
Zmiana kursu	1M	3M	1Y
	-6,7%	10,0%	21,2%

KURS NA TLE WIG



HISTORIA REKOMENDACJI

Data Wycena

AKCJONARIAT	Udział %
Syrius Investments S.a.r.l	78,0%
OFE Allianz Polska	6,4%

WAŻNE DATY

Raport za 2Q23	15.09.2023
Raport za 3Q23	17.11.2023

ANALITYK

Łukasz Rudnik l.rudnik@trigon.pl

Selena FM

Bloomberg ticker

SEL PW

Rekomendacja

Kupuj

Cena docelowa (PLN)

40,4

Kurs (PLN)

25,3

Potencjał wzrostu

60%

Poprzednia rekomendacja

-

Poprzednia cena docelowa (PLN)

-

Liczba akcji (mln)

22,8

Kapitalizacja (mln PLN)

578

EV (mln PLN)

554

Łukasz Rudnik

lukasz.rudnik@trigon.pl

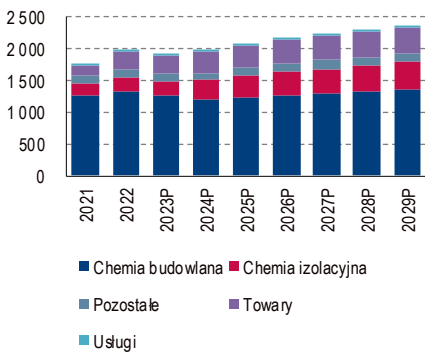
Wskaźniki rynkowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E (x)	5,6	5,2	12,0	8,8	6,2
P/E skor. (x)	6,1	5,8	11,7	8,8	6,2
P/BV (x)	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA (x)	5,2	2,8	5,1	3,9	3,0
EV/EBITDA skor. (x)	5,6	3,0	5,0	3,9	3,0
EV/Sprzedaż (x)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
FCF Yield (%)	-10,9%	26,4%	-2,5%	13,6%	14,2%
DY (%)	0,0%	0,0%	5,5%	2,0%	4,0%

Wskaźniki finansowe

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS (PLN)	4,5	4,9	2,1	2,9	4,1
EPS skor. (PLN)	4,2	4,4	2,2	2,9	4,1
DPS (PLN)	0,0	0,0	1,4	0,5	1,0
BVPS (PLN)	26,3	31,3	32,0	34,3	37,4
Liczba akcji (mln)	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
Kapitalizacja (mln PLN)	577,7	577,7	577,7	577,7	577,7
EV (mln PLN)	659,4	553,7	612,8	558,7	504,7

Prognoza przychodów



Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 728	1 963	1 890	1 954	2 050
Koszty wytworzenia	1 249	1 373	1 329	1 360	1 415
Zysk brutto ze sprzedaży	480	591	561	594	636
EBITDA	137	199	121	145	170
EBITDA skor.	127	183	123	145	170
Amortyzacja	44	46	41	47	48
EBIT	93	154	81	98	121
Zysk brutto	88	134	64	85	116
Zysk mniejszości	0	0	2	2	0
Zysk netto	103	112	48	66	93
Zysk netto skor.	95	99	49	66	93

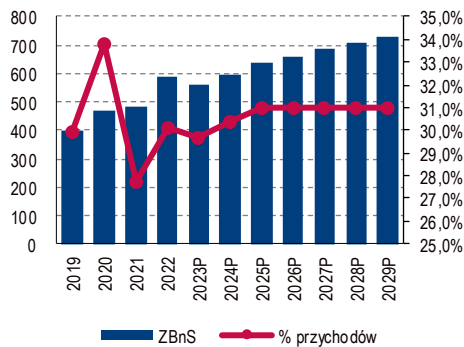
Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	-30	190	91	139	130
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-36	-38	-103	-60	-48
CAPEX	-33	-37	-106	-60	-48
Przepływy z działalności finansowej	49	-91	-55	-54	-28
Dywidenda	0	0	-32	-11	-23
FCF	-63	153	-15	79	82
Przepływy pieniężne netto	-17	61	-66	24	54

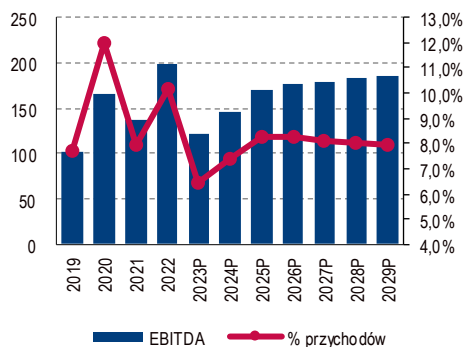
Bilans (mln PLN)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	1 109	1 171	1 201	1 221	1 301
Rzeczowe aktywa trwałe	261	288	359	371	371
Wartość firmy	0	0	0	0	0
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0
Gotówka	96	158	95	119	173
Pasywa	1 109	1 171	1 201	1 221	1 301
Kapitał własny	601	715	730	784	854
Kapitały mniejszości	1	3	5	7	7
Zobowiązania oprocentowane	178	135	130	100	100
Dług netto skor.	82	-24	35	-19	-73
Kapitał obrotowy netto	387	330	339	329	345

Prognoza ZBnS



Prognoza EBITDA



Wskaźniki operacyjne

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
wzrost sprzedaży (%)	25%	14%	-4%	3%	5%
wzrost EPS skor. (%)	35%	9%	-57%	36%	42%
marża brutto na sprzedaży (%)	27,8%	30,1%	29,7%	30,4%	31,0%
marża EBITDA skor. (%)	7,4%	9,3%	6,5%	7,4%	8,3%
marża EBIT (%)	5,4%	7,8%	4,3%	5,0%	5,9%
marża netto skor. (%)	5,5%	5,1%	2,6%	3,4%	4,5%
ROE (%)	17%	15%	7%	9%	11%
ROA (%)	9%	9%	4%	5%	7%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1,9%	1,9%	5,6%	3,1%	2,4%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0,7	0,8	2,6	1,3	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Dług netto/EBITDA (x)	0,6	-0,1	0,3	-0,1	-0,4
Cykl konwersji gotówki (dni)	72	72	69	67	64
Cykl rotacji zapasów (dni)	69	72	73	71	69
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	59	54	54	52	50
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	56	54	58	56	55

Źródło: Spółka, Trigon DM

Podsumowanie inwestycyjne

Spowolnienie na rynku materiałów budowlanych dobrym momentem budowy fundamentów pod długoterminowy wzrost. Spadek noworozpoczynanych inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji oddawanych do użytku, nie tylko w Polsce, ale także w krajach Europy Zachodniej i Środkowej wywiera coraz większą presję na producentów materiałów budowlanych. Zaostrzenie wojny cenowej, walka o udziały rynkowe mogą doprowadzić do konsolidacji rynku mniejszych podmiotów poprzez akwizycje przez firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej, z dobrą pozycją bilansową do których bez wątplenia zalicza się Grupa Selenia.

Nadszedł czas akwizycji. Spółka widząc presję rynkową po stronie wzrostu organicznego po kilku latach powróciła do realizacji strategii M&A, czego przykładem jest nabycie 90% udziałów w portugalskim Imperialum, który specjalizuje się w produkcji pap modyfikowanych APP. Tym samym Grupa będzie mogła wykorzystać synergie sprzedażowe pomiędzy Imperialum, a marką Quilosa, która obecna jest na rynku hiszpańskim w segmencie pian, klejów i uszczelniaczy. W ostatnich wywiadach Zarząd podtrzymuje, chęć dalszej ekspansji poprzez strategię M&A. W obszarze zainteresowań Spółki jest głównie region Europy Zachodniej (Beneluks, Francja, Niemcy) i Centralnej oraz obu Ameryk (USA i Brazylia). Cele akwizycyjne mają być ukierunkowane przede wszystkim na: (1) poszerzenie zasięgu globalnego, (2) wzrost mocy produkcyjnych, (3) uzupełnienie oferty i dostęp do nowych rynków.

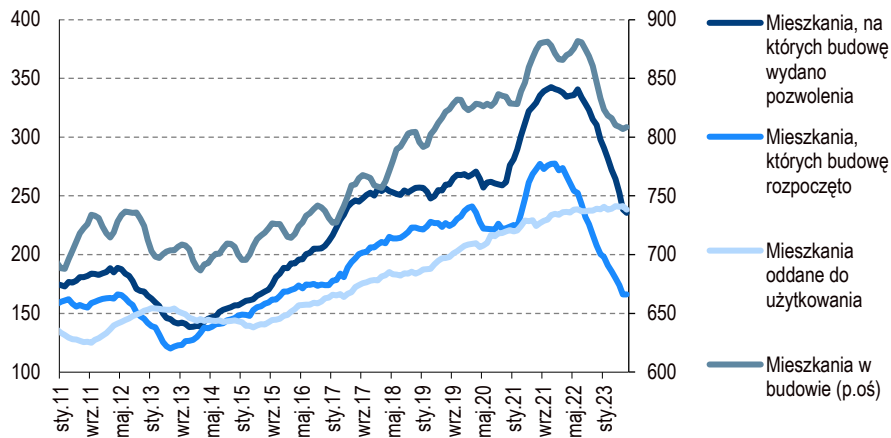
Mocny bilans daje miejsce na M&A. Na koniec I kw.'23 Spółka miała ok. 66mln PLN zadłużenia netto (uwzględniając udzielone pożyczki jako ekwiwalent gotówki) oraz 172mln PLN zysku EBITDA w ujęciu LTM, co implikowało DN/EBITDA w wysokości 0,38x. Zakładamy że w średnim terminie Spółka jest w stanie osiągać powtarzalny wynik EBITDA w przedziale 150-175mln PLN, co przy wskaźniku DN/EBITDA 2,5x daje przestrzeń do wygenerowania dodatkowych 300-375mln PLN gotówki na potencjalne cele akwizycyjne. Zarząd podkreśla, że wśród celów akwizycyjnych są podmioty o zbliżonej wielkości do Imperialum, które generują od kilkunastu do kilkudziesięciu mln EUR rocznych przychodów, mają dobrą rentowność oraz stabilną pozycję na rynku, a ich wyróżnikiem jest wiodąca marka, technologia czy inna przewaga konkurencyjna. Szczególną uwagę Zarząd kieruje na producentów materiałów budowlanych, który będą

JV z Masterplast i rozwój nowej Grupy produktowej. Budowa wspólnie z Masterplast zakładu produkcji wełny szklanej na Węgrzech za blisko 50mln EUR zapewni Spółce wejście jako producent w nowy segment rynku. Zakład będzie miał wydajność 19 tys. ton rocznie, a jego uruchomienie ma nastąpić w I pół.'25. Inwestycja ta będzie uzupełnieniem portfolio produktowego o produkty wykorzystywane w procesach termomodernizacyjnych budynków. Sprzedaż wełny z uwagi na swoją objętość realizowana jest głównie na rynkach lokalnych, zatem premia geograficzna ogranicza presję konkurencyjną. Segment ten będzie beneficjentami unijnej polityki w zakresie wymogów dotyczących efektywności energetycznej budynków oraz dotacji termomodernizacyjnych.

W krótkim terminie wyniki będą pod presją słabego popytu i konkurencji. W perspektywie najbliższych 12-miesięcy trudno oczekiwać poprawy koniunktury na rynku budowlanym w związku z wysoką inflacją (rynek remontowy) oraz wysokim kosztem pieniądza na rynku europejskim (nowe budownictwo). W tej sytuacji Zarząd oczekuje intensywnej walki o udziały rynkowe. W ostatecznym rozrachunku trudno przewidzieć czy podwyższone nakłady marketingowe rzeczywiście przełożą się na wzrost udziałów rynkowych. Na wyższe koszty marketingu mogą się również nałożyć

niższe ceny sprzedaży związane z większymi rabatami/upustami do klientów, co negatywnie wpływałoby także na marże brutto.

Investycje mieszkaniowe w Polsce (tys. szt., dane LTM)



Zródło: GUS, Trigon DM

Produkcja materiałów budowlanych w Polsce odzwierciedla także koniunkturę w Europie. Polska jest istotnym graczem w Europie w segmencie stolarki okiennej i drzwiowej. Wg szacunków na rynki eksportowe trafia >70% krajowej produkcji, co stawia nas w europejskiej czołówce. Dane GUS dotyczące tegorocznej produkcji podstawowych materiałów budowlanych, w tym okien i drzwi, wskazują na wyraźne spadki produkcji, które w zależności od grupy produktowej sięgają od -5% do -46%.

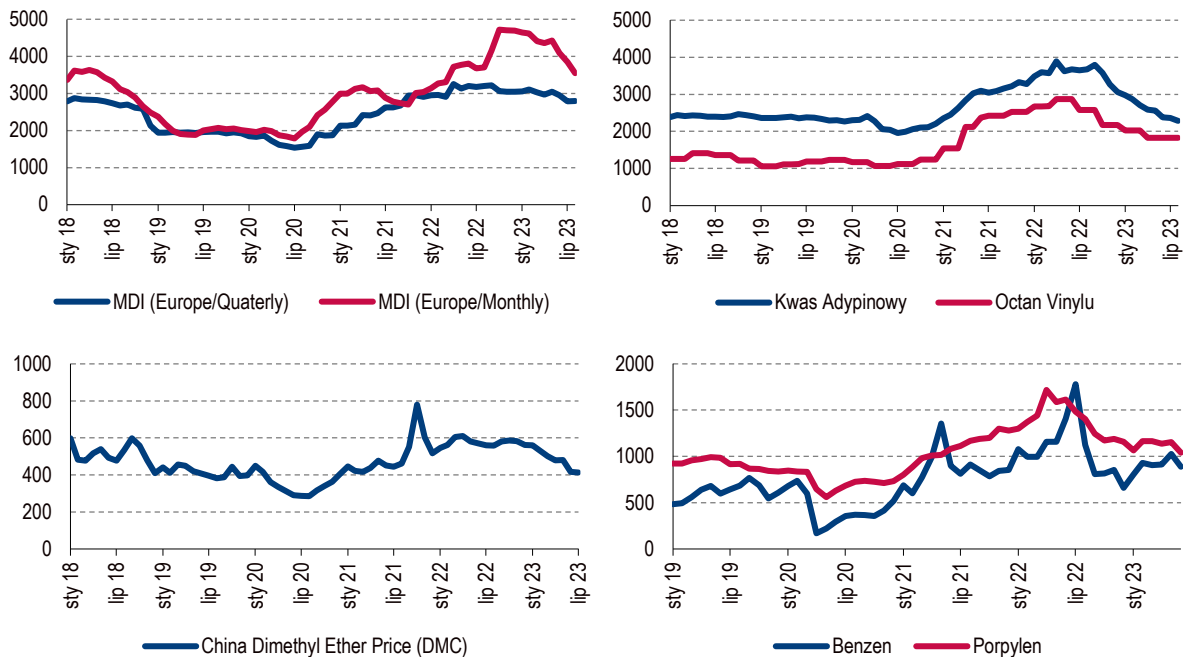
Produkcja wybranych materiałów budowlanych w Polsce

Kategoria	Jedn		sty	lut	mar	kwi	maj	cze	lip	Q1	Q2	YTD
Okna i drzwi, ościeżnice i progi z drewna	tys. szt.	2022	1 042	1 179	1 293	1 106	1 096	1 007	831	3 514	3 209	7 554
		2023	940	934	1 144	903	928	868	765	3 018	2 699	6 482
		zm r./r.	-10%	-21%	-12%	-18%	-15%	-14%	-8%	-14%	-16%	-14%
Kleje	t	2022	4 735	5 251	6 265	5 478	5 323	5 494	5 007	16 251	16 295	37 553
		2023	4 883	4 999	5 722	4 634	5 315	5 198	4 868	15 604	15 147	35 619
		zm r./r.	3%	-5%	-9%	-15%	0%	-5%	-3%	-4%	-7%	-5%
w tym, kleje poliuretanowe	t	2022	657	640	1 623	1 309	1 288	1 201	1 260	2 920	3 798	7 978
		2023	1 153	1 403	1 597	1 296	1 337	1 395	1 394	4 153	4 028	9 575
		zm r./r.	75%	119%	-2%	-1%	4%	16%	11%	42%	6%	20%
Drzwi, okna i ich ościeżnice oraz progi, z tworzyw	tys. szt.	2022	634	798	995	887	917	906	844	2 427	2 710	5 981
		2023	642	680	800	690	754	763	741	2 122	2 207	5 070
		zm r./r.	1%	-15%	-20%	-22%	-18%	-16%	-12%	-13%	-19%	-15%
Cegły budowlane, ceramiczne	dam3	2022	298	303	358	341	299	279	182	959	919	2 060
		2023	170	148	204	143	169	173	170	522	485	1 177
		zm r./r.	-43%	-51%	-43%	-58%	-43%	-38%	-7%	-46%	-47%	-43%
Dachówki ceramiczne	tys. szt.	2022	12 117	13 271	15 430	13 111	14 442	13 804	11 966	40 818	41 357	94 141
		2023	7 930	6 391	8 035	8 845	7 620	6 611	5 726	22 356	23 076	51 158
		zm r./r.	-35%	-52%	-48%	-33%	-47%	-52%	-52%	-45%	-44%	-46%
Elementy ścienne silikatowe	tys. t	2022	137	178	213	203	193	178	153	528	574	1 255
		2023	126	113	137	118	128	131	141	376	377	894
		zm r./r.	-8%	-37%	-36%	-42%	-34%	-26%	-8%	-29%	-34%	-29%
Papa	tys. m2	2022	3 257	3 794	10 308	7 031	7 736	6 251	5 430	17 359	21 018	43 807
		2023	2 484	3 287	4 560	3 870	7 420	4 296	5 334	10 331	15 586	31 251
		zm r./r.	-24%	-13%	-56%	-45%	-4%	-31%	-2%	-40%	-26%	-29%
Wyroby izolacji termicznej z wełny mineralnej	tys. t	2022	58	61	69	61	69	58	64	188	188	440
		2023	37	33	41	35	37	38	39	112	110	262
		zm r./r.	-36%	-45%	-40%	-42%	-46%	-34%	-39%	-40%	-41%	-41%
Drzwi stalowe	szt.	2022	32 867	44 973	51 382	45 562	45 330	46 732	37 203	129 222	137 624	304 049
		2023	26 751	39 624	40 365	31 680	42 080	35 232	34 036	106 740	108 992	249 768
		zm r./r.	-19%	-12%	-21%	-30%	-7%	-25%	-9%	-17%	-21%	-18%
Okna, świetliki aluminiowe	szt.	2022	9 650	10 811	13 153	11 935	13 341	12 421	11 407	33 614	37 697	82 718
		2023	8 377	10 166	11 505	9 545	9 963	10 150	9 310	30 048	29 658	69 016
		zm r./r.	-13%	-6%	-13%	-20%	-25%	-18%	-18%	-11%	-21%	-17%

Zródło: GUS, Trigon DM

Częściowa ulga po stronie kosztów surowców i materiałów. Ceny surowców chemicznych wykorzystywanych do produkcji pian, uszczelnaczy i klejów od początku br. wykazują tendencję spadkową, co wraz z rotacją magazynu surowców i materiałów w Spółce powinno przekładać się na niższe koszty produkcji. Jedynie w obszarze pap, ceny surowców (asfalty) pozostają na relatywnie wysokim poziomie względem ostatnich 12 miesięcy. Trudno przewidzieć jak duży będzie wpływ tego zjawiska na marżę brutto, ponieważ ta będzie także wynikową polityki cenowej konkurentów w obszarze produktów finalnych (upusty/rabaty). W najbliższych kwartałach zakładamy jednak nieznaczny poprawę marży brutto.

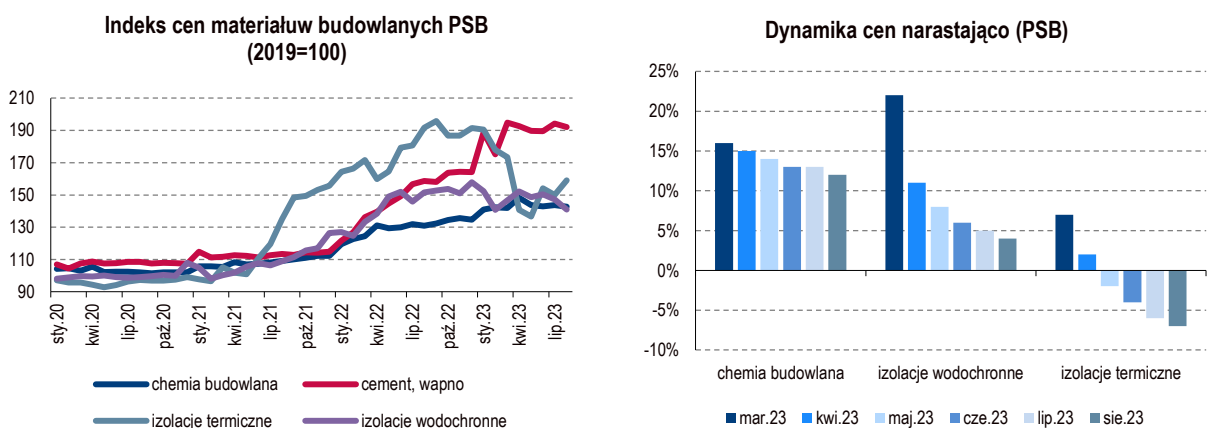
Ceny wybranych surowców produkcyjnych



Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Ceny chemii budowlanej mogą znaleźć się pod presją. Analiza dynamiki cen chemii budowlanej publikowanej przez PSB wskazują na stabilizację cen w ostatnich miesiącach, co widać także w spowalniającej inflacji cen w ujęciu narastającym. W związku z obserwowaną korektą surowców produkcyjnych, która daje przestrzeń do obniżek cen wyrobów finalnych oraz konkurencja ma przestrzeń do agresywniejszej polityki cenowej co w przyszłym roku przełoży się naszym zdaniem na obniżki średnich cen produktów (wraz ze spadkiem liczby mieszkań oddanych do użytku).

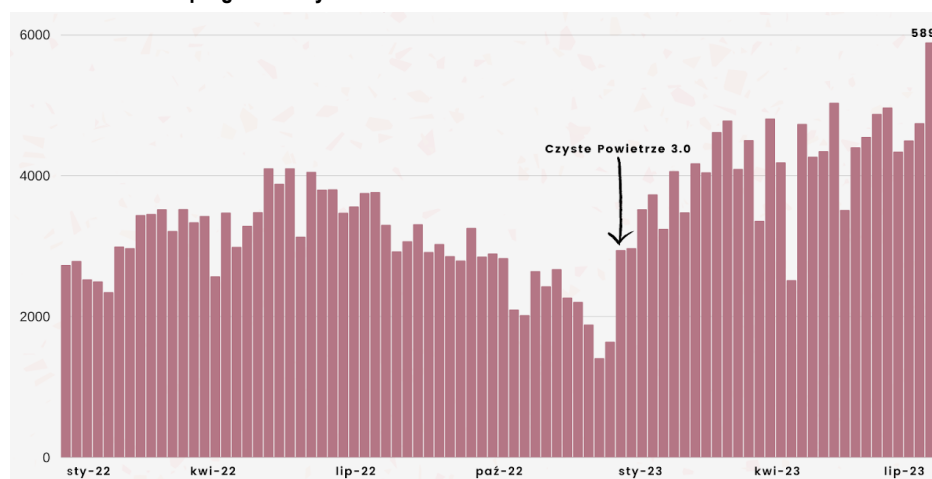
Dynamika cen materiałów budowlanych - PSB



Źródło: PSB, Trigon DM

Projekty termomodernizacyjne trwają, wyższa skala dopłat mogłaby je zdynamizować. Rynek wiąże duże nadzieje z projektami termomodernizacyjnymi w Europie w ramach Dyrektywy 2018/844/EU. KE kładzie także nacisk na budownictwo pasywne, które charakteryzują się dużo mniejszym zapotrzebowaniem na energię (lepsza izolacja = mniejsze straty ciepła), co znacząco ogranicza emisję CO2. Również wymogi dotyczące audyty energetycznego budynku napędzają ten segment rynku. W Polsce w ramach programu „Czyste Powietrze” złożono dotychczas ponad 662 tys. wniosków (dane z 4 sierpnia '23) na kwotę ponad 16,4mld PLN. We Włoszech od 2020r realizowany był program Superbonus, gdzie w ramach, gdzie dzięki termomodernizacji było można skorzystać z ulgi podatkowej w wysokości 110%. Do lipca'22 w programie zaakceptowano 220 tys. wniosków na kwotę 44mld EUR. Przykład ulgi obowiązującej we Włoszech jest skrajny (uwagi zgłosiła KE), w Polsce dopłaty wynoszą od 66-135 tys. PLN. W Niemczech na modernizacje i remonty budynków w latach 2023-2026 ma zostać przeznaczona kwota 56,3mld EUR. Wraz z uruchamianiem kolejnych programów KPO w Europie, skala dopłat termomodernizacyjnych powinna rosnąć, tym samym rynek wtórny pozwoli w znacznym stopniu zrekompenzować skurczenie popytu na rynku pierwotnym.

Liczba wniosków w programie Czyste Powietrze



Źródło: www.termomodernizacja.pl, Czyste Powietrze

Dodatkowy potencjał w projektach optymalizacyjnych. Grupa Selen na tle zarówno krajowych jak i zagranicznych producentów materiałów budowlanych generuje relatywnie niski poziom marż. Średnia marży brutto na sprzedaży w latach 2018-2022 była średnio o 6,6pp niższa względem spółek krajowych oraz o 9,6pp niższa względem spółek zagranicznych. W przypadku marży EBITDA różnica ta wynosiła odpowiednio 3,6pp oraz 7,2pp. Wydaje się, że poprzez realizację odpowiednich programów optymalizujących Spółka ma potencjał do zwiększenia marżowości w średnim i długim terminie. W naszych prognozach przyjmujemy konserwatywne podejście do zakładanej marży EBITDA (średnio 8% w okresie prognozy), jednak zwracamy uwagę na potencjalny upside w tym obszarze dla naszej wyceny.

Porównanie marży brutto i EBITDA na tle sektora

Spółka	Marża brutto					Marża EBITDA						
	2018	2019	2020	2021	2022	avg5Y	2018	2019	2020	2021	2022	avg5Y
Selena FM	29,1%	30,0%	33,8%	27,8%	30,1%	30,2%	7,7%	8,2%	12,2%	8,1%	10,4%	9,3%
Materiały budowlane - Polsk	36,2%	35,8%	36,8%	38,1%	37,0%	36,8%	13,4%	12,8%	14,9%	14,6%	13,6%	12,9%
Materiały budowlane - Świat	40,5%	40,6%	41,3%	39,5%	37,3%	39,8%	15,5%	16,5%	17,9%	17,3%	15,3%	16,5%

* Polska: Grupa Kęty, Śnieżka, Ferro, Pekabex Rawlplug

** Świat: 3M, Sika, Saint Gobain, Henkel, Kingspan, Akzo Nobel, RPM, Rockwool, Sto SE, Steico, Uzin UTZ

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Rozwój zrównoważonych produktów dzięki własnemu działowi B+R. Na przestrzeni ostatnich lat w budownictwie coraz ważniejszą kwestią staje się zrównoważony rozwój. Klienci przywiązują coraz większą wagę do śladu węglowego, odpowiedniej dokumentacji oraz certyfikacji budynków. W odpowiedzi na zapotrzebowanie rynku Spółka stara się dostosowywać swoje portfolio produktowe do wymagań klientów, w czym dużą rolę odgrywają własne centra R+D, które są w stanie elastycznie i szybko reagować na potrzeby odbiorców tworząc i testując nowe formuły i składniki w swoich produktach.

Prognoza kwartalna. Historycznie Q2'23 charakteryzował się ok. 30-35% wzrostem przychodów kw./kw. z uwagi na sezonowość branży. Widząc sporo negatywnych sygnałów, szczególnie w obszarze noworozpoczętych inwestycji zakładamy, że obroty w Q2'23 wzrosną o ok. 20% kw./kw. co oznacza porównywalny poziom przychodów względem ub.r., przy czym należy pamiętać że inflacja cen produktów wyniosła ok. 10-11% r./r. Zakładamy, że obserwowane już pod koniec roku spadki cen niektórych surowców (silikony) oraz na początku tego roku (MDI), będą się przekładać na stopniową poprawę marży także w Q2'23. Niższe ceny frachtu morskiego, spadek cen energii, załamanie rynku budownictwa mieszkaniowego w Chinach oraz słaby popyt w Europie poprawiają dostępność dodatków chemicznych w niższych cenach, dzięki strategii multisourcingu. Dodatkowo umocnienie PLN wobec USD będzie także obniżać ceny zakupu materiałów w H2'23.

Prognoza kwartalna

mIn PLN	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	Y/Y	Q/Q
Przychody	499	569	474	412	494	-1%	20%
EBITDA	38,8	79,4	44,2	9,9	35,5	-8%	257%
EBIT	27,2	67,6	33,1	0,4	25,8	-5%	6111%
Zysk netto	23,4	46,4	17,3	-5,1	18,4	-21%	-
P/E12M trailing	5,3	4,7	5,3	7,2	7,7		
EV/EBITDA 12M trailing	5,5	3,9	2,8	3,8	4,2		
zmiana przychodów r./r.	14%	15%	6%	-2%	-1%		
marża EBITDA	7,8%	14,0%	9,3%	2,4%	7,2%		
marża EBIT	5,4%	11,9%	7,0%	0,1%	5,2%		
marża netto	4,7%	8,2%	3,6%	-	3,7%		

Źródło: Spółka, Trigon DM

Wycena. Cenę docelową akcji SEL w horyzoncie 12-miesięcznym ustalamy na podstawie metody DCF na poziomie **40,4 PLN**. Wycena porównawcza implikuje wartość bieżącą SEL na **41,7 PLN na akcję**. Odnosząc wycenę jedynie do spółek krajowych wartość bieżąca jednej akcji SEL wynosi 32,9 PLN, natomiast względem spółek zagranicznych 50,5 PLN.

SEL: Podsumowanie wycen

Metoda wyceny	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	TP
DCF	35,8	40,4	100%	40,4
Porównawcza	41,7	47,1	0%	

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Prognozy finansowe

Zmiany prognoz	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm	Nowa	Stara	Zm
mIn PLN									
Przychody	1 890	b.d.	-	1 954	b.d.	-	2 050	b.d.	-
EBITDA	121	b.d.	-	145	b.d.	-	170	b.d.	-
EBIT	81	b.d.	-	98	b.d.	-	121	b.d.	-
Zysk netto	49	b.d.	-	67	b.d.	-	93	b.d.	-

Źródło: Trigon DM

Prognozy Trigon DM

Prognoza wyników w latach 2023-2032

mIn PLN	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2022-27	2027-32	2022-32
Przychody ze sprzedaży	1 326	1 385	1 728	1 963	1 890	1 954	2 050	2 135	2 205	2 275	2 345	2 410	2 475	2 540	2,3%	2,9%	2,6%
dynamika r/r	8,0%	4,4%	24,8%	13,6%	-3,7%	3,4%	4,9%	4,1%	3,3%	3,2%	3,1%	2,8%	2,7%	2,6%			
zmiana r/r	99	58	344	235	-73	64	96	85	70	70	70	65	65	65			
<i>Produkty</i>	1 231	1 273	1 588	1 670	1 606	1 620	1 695	1 760	1 815	1 870	1 925	1 975	2 025	2 075	1,7%	2,7%	2,2%
<i>Chemia budowlana</i>	0	0	1 270	1 312	1 262	1 185	1 235	1 275	1 305	1 335	1 365	1 390	1 415	1 440	-0,1%	2,0%	0,9%
<i>Chemia izolacyjna</i>	0	0	191	220	224	315	335	355	375	395	415	435	455	475	11,3%	4,8%	8,0%
<i>Pozostałe</i>	0	0	127	139	121	120	125	130	135	140	145	150	155	160	-0,6%	3,5%	1,4%
<i>Towary</i>	93	109	136	287	279	330	350	370	385	400	415	430	445	460	6,1%	3,6%	4,8%
<i>Usługi</i>	2	2	4	6	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5	-3,4%	0,0%	-1,7%
ZBnS	398	468	480	591	561	594	636	662	684	705	727	747	767	787	3,0%	2,9%	2,9%
% przychodów	30,0%	33,8%	27,8%	30,1%	29,7%	30,4%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%			
dynamika r/r	11,1%	17,7%	2,5%	23,1%	-5,1%	6,0%	6,9%	4,1%	3,3%	3,2%	3,1%	2,8%	2,7%	2,6%			
SG&A	325	343	396	453	479	497	514	534	552	570	589	607	625	643	4,0%	3,1%	3,6%
% przychodów	24,5%	24,8%	22,9%	23,1%	25,3%	25,4%	25,1%	25,0%	25,0%	25,1%	25,1%	25,2%	25,2%	25,3%			
dynamika r/r	11%	6%	16%	14%	6%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%			
<i>Koszty sprzedaży</i>	217	229	270	308	322	327	338	352	364	375	387	398	408	419			
<i>Koszty ogólnego zarządu</i>	108	114	126	145	156	170	176	182	188	195	202	209	216	224			
ZNnS	73	125	83	138	82	98	121	127	131	135	138	140	143	144			
PDO	-9	2	9	16	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
EBITDA	102	166	137	199	121	145	170	176	179	183	186	189	191	193	-2,1%	1,4%	-0,3%
% przychodów	7,7%	12,0%	7,9%	10,1%	6,4%	7,4%	8,3%	8,2%	8,1%	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%			
dynamika r/r	27%	63%	-17%	46%	-39%	20%	17%	4%	2%	2%	2%	1%	1%	1%			
D&A	38	39	44	46	41	47	48	48	48	48	48	48	48	48			
EBIT	64	127	93	154	81	98	121	127	131	135	138	140	143	144	-3,1%	1,9%	-0,6%
% przychodów	4,8%	9,2%	5,4%	7,8%	4,3%	5,0%	5,9%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	5,7%			
dynamika r/r	22%	100%	-27%	66%	-48%	21%	24%	5%	3%	3%	2%	2%	2%	1%			
Koszty finansowe netto	-7	-33	-7	-22	-17	-11	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-5			
EBT	57	95	88	134	65	86	116	122	126	130	133	135	138	139	-1,2%	2,0%	0,4%
<i>Podatek dochodowy</i>	-17	-19	14	-22	-15	-17	-23	-24	-25	-26	-27	-27	-28	-28			
Stopa podatku dochodowego	30%	20%	16%	16%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Zysk netto	39	76	103	112	49	67	93	98	101	104	106	108	110	112	-2,1%	2,0%	0,0%
% przychodów	3,0%	5,5%	5,9%	5,7%	2,6%	3,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,4%	4,4%			
dynamika r/r	48%	93%	35%	9%	-57%	38%	38%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	1%			

Źródło: Trigon DM

Przychody ze sprzedaży. W okresie prognozy zakładamy średnioroczny wzrost przychodów na poziomie 2,6%. Od Q4'23 zakładamy konsolidację sprzedaży Imperialum, która kwartalnie dokłada ok. 25mln PLN przychodów (dodatkowy wpływ na sprzedaż w przyszłym roku rzędu 75mln PLN r/r.). Najwyższy CAGR przychodów dotyczy obszaru chemii izolacyjnej (zakładamy, że w tym segmencie będą konsolidowane przychody przejętej Spółki). Relatywnie wysokiego wzrostu spodziewamy się w obszarze towarów, gdzie Spółka bazując na własnych kanałach sprzedaży może oferować klientom produkty komplementarne. W przychodach oraz w wycenie nie uwzględniamy efektów inwestycji związanej z produkcją wełny szklanej.

Marża brutto. Zakładamy docelowy wzrost marży brutto do poziomu 31%. Biorąc pod uwagę różnicę pomiędzy marżą realizowaną przez Grupę Selena, a podmioty konkurencyjne, cel ten nie wydaje się nam agresywnym założeniem, tym bardziej, że Zarząd sygnalizuje docelowy poziom marży w przedziale 33-35%.

Wycena DCF

Założenia wyceny DCF:

- 1) Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,5% w okresie szczegółowej prognozy, bazująca na 10-letnich obligacjach
- 2) Premia rynkowa 6% (zgodnie z naszą metodologią dla mniejszych spółek z sWIG80);
- 3) Beta nielewarowana 1,0x, rezydualna stopa wzrostu 1,5%;
- 4) W wycenie nie uwzględniamy przepływów związanych z JV realizowanym wspólnie z Masterplast (produkcja wełny szklanej). Zakładamy konsolidację Imperialum od Q4'23 (roczne przychody ok. 100mln PLN).

SEL: Wycena DCF

WYCENA DCF	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	1963	1890	1954	2050	2135	2205	2275	2345	2410	2475	2540
EBITDA	199	121	145	170	176	179	183	186	189	191	193
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,6%</i>
EBIT	154	81	98	121	127	131	135	138	140	143	144
<i>marża EBIT</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,7%</i>
<i>Efektywna stopa podatkowa</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>19,0%</i>
NOPLAT	124	65	79	98	103	106	109	112	114	115	117
Amortyzacja	46	41	47	48	48	48	48	48	48	48	48
CAPEX	-37	-106	-60	-48	-48	-48	-48	-48	-48	-48	-48
Zmiana w kapitale obrotowym		-9	10	-16	-14	-12	-12	-12	-11	-11	-11
FCF		-9	77	82	89	95	97	100	103	105	106
D/(E+D)		11,6%	10,9%	10,1%	9,4%	8,9%	8,4%	7,9%	7,5%	7,2%	6,8%
Beta lewarowana		1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt długu po opodatkowaniu		5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Koszt kapitału własnego		12,7%	12,7%	12,6%	12,6%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
WACC		11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Współczynnik dyskontujący		0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51	0,45	0,41	0,36	0,32
Suma DFCF		431									
Stopa rezydualna		1,5%									
Zdyskontowana wartość rezydualna		332									
Dług (gotówka) netto		-24									
Akcje własne		5									
Wyplacona dywidenda		-32									
Udziały mniejszości*		-8									
Wartość spółki na dzień (1.1.2023)		751									
Wartość spółki na dzień (14.9.2023)		818									
Ilość akcji (mln. szt)		22,8									
Wartość spółki na 1 akcje (14.9.2023)		35,8									
Cena docelowa 12M		40,4									
Obecny kurs rynkowy		25,3									
Dyskonto / (premia)		59,7%									

Analiza wrażliwości	WACC				
	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
0,0%	42,1	39,9	37,9	36,1	34,4
0,5%	43,1	40,8	38,7	36,8	35,0
1,0%	44,2	41,7	39,5	37,5	35,7
g 1,5%	45,3	42,7	40,4	38,3	36,3
2,0%	46,6	43,9	41,4	39,1	37,1
2,5%	48,1	45,1	42,5	40,1	37,9
3,0%	49,8	46,5	43,7	41,1	38,8

Źródło: Trigon DM, * w tym 10% udziałów mniejszości o wartości 5,3mln PLN bazując na cenie transakcyjnej

SEL: Analiza wrażliwości wyceny DCF

Analiza wrażliwości		WACC								
		9,9%	10,4%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
g	0,0%	47,2	44,5	42,1	39,9	37,9	36,1	34,4	32,9	31,4
	0,5%	48,4	45,6	43,1	40,8	38,7	36,8	35,0	33,4	31,9
	1,0%	49,9	46,9	44,2	41,7	39,5	37,5	35,7	34,0	32,4
	1,5%	51,4	48,2	45,3	42,7	40,4	38,3	36,3	34,6	32,9
	2,0%	53,2	49,7	46,6	43,9	41,4	39,1	37,1	35,2	33,5
	2,5%	55,3	51,5	48,1	45,1	42,5	40,1	37,9	36,0	34,2
	3,0%	57,6	53,4	49,8	46,5	43,7	41,1	38,8	36,8	34,9

Analiza wrażliwości		Marża EBIT								
		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
g	0,0%	21,3	25,5	29,6	33,8	37,9	42,1	46,3	50,4	54,6
	0,5%	21,8	26,0	30,2	34,5	38,7	42,9	47,1	51,4	55,6
	1,0%	22,3	26,6	30,9	35,2	39,5	43,8	48,1	52,4	56,7
	1,5%	22,8	27,2	31,6	36,0	40,4	44,8	49,2	53,6	58,0
	2,0%	23,4	27,9	32,4	36,9	41,4	45,9	50,4	54,9	59,3
	2,5%	24,1	28,7	33,3	37,9	42,5	47,1	51,7	56,3	60,9
	3,0%	24,8	29,5	34,3	39,0	43,7	48,4	53,1	57,8	62,5

Analiza wrażliwości		CAGR przychodów								
		0,6%	1,1%	1,6%	2,1%	2,6%	3,1%	3,6%	4,1%	4,6%
marża EBIT	4,1%	22,6	23,7	24,8	26,0	27,2	28,5	29,8	31,2	32,6
	4,6%	26,4	27,7	28,9	30,2	31,6	33,0	34,5	36,0	37,6
	5,1%	30,3	31,6	33,0	34,5	36,0	37,6	39,2	40,9	42,6
	5,6%	34,1	35,6	37,1	38,7	40,4	42,1	43,9	45,8	47,7
	6,1%	38,0	39,6	41,3	43,0	44,8	46,7	48,6	50,6	52,7
	6,6%	41,8	43,6	45,4	47,2	49,2	51,2	53,3	55,5	57,7
	7,1%	45,7	47,5	49,5	51,5	53,6	55,8	58,0	60,3	62,8

Źródło: Trigon DM

Wycena porównawcza

Grupa porównawcza. W grupie porównawczej opartej na mnożnikach za lata 2023-25 prezentujemy podmioty krajowe oraz zagraniczne działające w segmencie produkcji materiałów budowlanych. Wśród bezpośrednich konkurentów w obszarze pian, uszczelniaczy i klejów, którzy są notowani na giełdzie można wymienić firmy Sika oraz Henkel. Spółka buduje także swoją pozycję w segmencie izolacji, gdzie obecni są m.in. Rockwool, Kingspan, czy Saint Gobain. Wśród krajowych producentów materiałów budowlanych notowanych na GPW wyróżniamy: Grupę Kęty, Snieżkę, Ferro, Pekabex, Rawplug.

Zwracamy uwagę, że średnia marża brutto oraz EBITDA za 2018-2022 w Selena FM jest niższa od konkurencji krajowej odpowiednio o 6,7pp (30,2% vs 36,8%) i 3,6pp (9,3% vs 12,9%), natomiast od konkurencji zagranicznej odpowiednio o 9,6pp (30,2% vs 39,8%) oraz 7,2pp (9,3% vs 16,5%). Tym samym Spółka ma sporą przestrzeń do optymalizacji pewnych procesów w przyszłości, co mogłoby stanowić dodatkowy upside dla wyceny.

Wycena porównawcza Selena FM względem spółek porównywalnych (spółki krajowe

50%, spółki zagraniczne 50%) oparta o wskaźniki EV/EBITDA i P/E (waga po 50%) oraz bazująca na prognozach na lata 2023-2025 (równe wagi dla każdego roku) implikuje wycenę bieżącą jednej akcji Selena FM na poziomie **41,7 PLN na akcję**. Odnosząc wycenę jedynie do spółek krajowych wartość bieżąca jednej akcji SEL wynosi 32,9 PLN, natomiast względem spółek zagranicznych 50,5 PLN.

SEL: Wycena porównawcza

Spółka	Kraj	MC (mUSD)	EV/EBITDA				P/E				EV/EBIT			
			2022	2023P	2024P	2025P	2022	2023P	2024P	2025P	2022	2023P	2024P	2025P
Selena	Polska	134	2,8	4,8	3,6	2,8	5,2	11,9	8,6	6,2	3,6	7,2	5,4	3,9
Materiały budowlane - Polska			6,8	7,2	6,0	5,6	9,1	10,6	7,6	6,9	7,7	8,6	6,8	6,4
Grupa Kęty	Polska	1453	7,1	9,1	8,4	8,3	9,1	12,8	12,4	11,8	8,4	11,6	10,8	10,7
Śnieżka	Polska	213	11,9	8,8	8,1	6,6	26,4	14,9	12,0	9,4	17,9	12,1	10,6	8,3
Ferro	Polska	145	6,8	7,2	6,0	5,6	9,6	10,6	7,5	6,9	7,7	8,6	6,8	6,4
Pekabex	Polska	120	5,1	4,9	4,4	3,8	7,9	8,0	7,6	6,4	6,3	6,3	5,5	4,6
Rawlplug	Polska	106	4,4	5,5	5,0	4,5	4,3	8,2	5,4	5,0	5,2	7,9	6,7	5,9
Materiały budowlane - Świat			7,6	9,5	8,6	7,8	17,0	17,6	14,8	12,9	11,9	12,1	11,3	9,9
3M	USA	59152	7,6	8,8	8,3	7,8	9,9	12,0	11,2	10,5	9,8	11,3	10,6	9,8
Sika	Szwajcaria	40962	19,7	19,7	16,2	14,4	31,6	31,3	25,3	22,6	24,5	25,2	20,3	17,8
Saint Gobain	Francja	31212	5,0	5,2	4,8	4,5	8,4	9,3	8,8	8,1	7,2	7,2	6,6	6,0
Henkel	Niemcy	30949	10,3	9,5	8,6	7,8	17,0	17,6	15,7	14,3	12,6	12,1	10,9	9,9
Kingspan	Irlandia	13375	14,4	13,2	12,5	11,1	20,5	19,8	19,2	17,4	17,8	16,5	15,5	13,6
Akzo Nobel	Holandia	12861	14,1	11,4	9,7	8,8	18,2	18,4	14,4	12,9	20,3	15,1	12,2	10,8
RPM	USA	12614	16,1	13,6	12,6	11,6	22,7	20,8	18,8	17,1	19,2	15,9	14,7	13,5
Rockwool	Dania	5101	7,5	6,4	6,3	5,8	17,4	13,0	13,2	12,1	11,9	9,6	9,6	8,9
Sto SE	Niemcy	1013	4,4	4,2	4,1	3,6	10,4	11,5	11,5	10,4	6,5	6,7	6,4	5,5
Steico	Niemcy	433	5,8	9,7	9,1	7,7	8,4	22,6	20,0	15,4	8,0	17,9	16,9	13,5
Uzin UTZ	Niemcy	245	5,9	6,4	7,0	6,4	9,0	12,0	14,8	12,8	8,9	9,9	11,3	9,8
Wycena czastkowa			1 457	1 008	1 106	1 240	567	683	752	921	1 524	829	938	1 092
Waga roku			0%	33%	33%	33%	0%	33%	33%	33%	0%	33%	33%	33%
Wycena czastkowa			1118				785				953			
Waga wskaźnika			50%				50%				0%			
Wycena porównawcza			951,4											
Liczba akcji			22,83											
Wycena bieżąca na akcję			41,7											
TP 12M			47,1											
			mIn PLN	2022	2023P	2024P	2025P							
Przychoc			1963	1890	1954	2050								
EBITDA			199	121	145	170								
EBIT			154	81	98	121								
Z. netto			112	49	67	93								
D. netto			-24	3	-53	-107								

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Podsumowanie wyceny

Cenę docelową akcji SEL w horyzoncie 12-miesięcznym ustalamy na podstawie metody DCF na poziomie **40,4 PLN**. Wycena **porównawcza** implikuje wartość bieżącą SEL na **41,7 PLN na akcję**. Odnosząc wycenę jedynie do spółek krajowych wartość bieżąca jednej akcji SEL wynosi 32,9 PLN, natomiast względem spółek zagranicznych 50,5 PLN.

SEL: Podsumowanie wycen

Metoda wyceny	Wycena bieżąca	Wycena 12M	Waga	TP
DCF	35,8	40,4	100%	40,4
Porównawcza	41,7	47,1	0%	

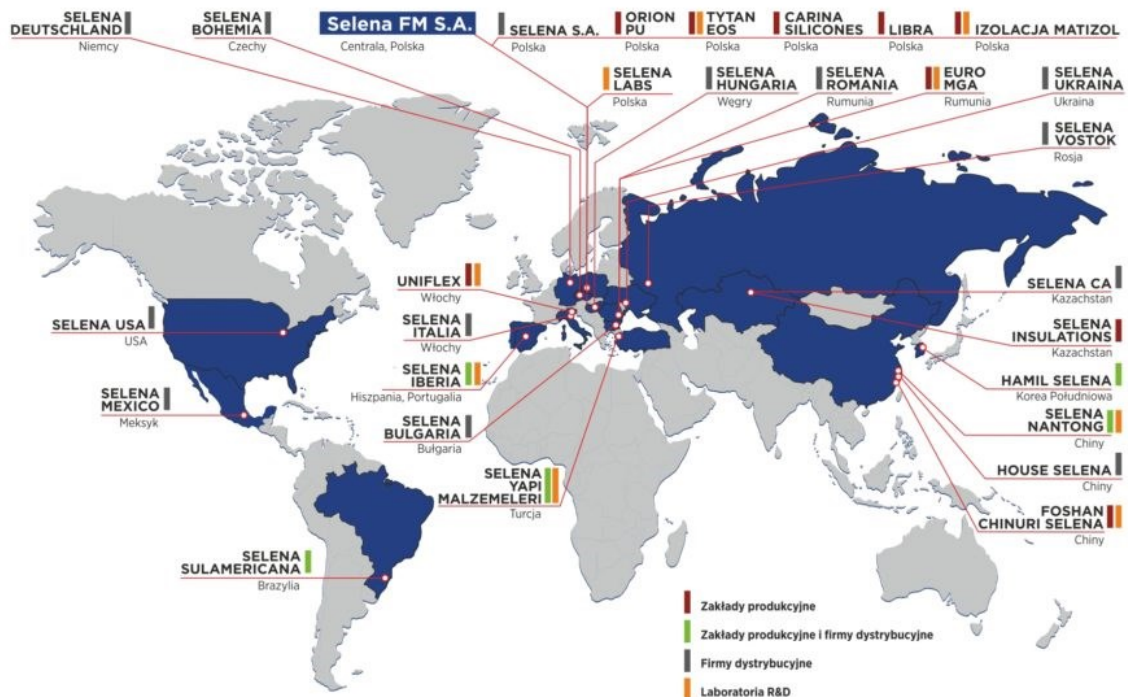
Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Model biznesowy i strategia

Grupa Selena jest międzynarodowym producentem i dystrybutorem produktów chemii budowlanej z siedzibą we Wrocławiu. W ofercie znajdują się m.in. (1) piany, (2) uszczelniacze, (3) kleje montażowe, (4) różnego rodzaju systemy, w tym systemy: podłogowe, izolacji i uszczelnień okien WINS, termoizolacji, do wykończenia ścian wewnętrznych, do płytek ceramicznych, (5) zaprawy budowlane, (6) materiały do hydroizolacji, (7) rozwiązania z zakresu pasywnej ochrony przeciwpożarowej oraz (8) akcesoria budowlane. Rynek na którym funkcjonuje Spółka to cztery główne segmenty aplikacyjne: (1) prace wykończeniowo-remontowe, (2) montaż okien i drzwi, (3) hydroizolacje, (4) ściany i fasady, w tym ETICS (system ociepleniowy). Wiodącymi markami Grupy Selena są Tytan, Quilosa, Artelit, Cool-R oraz Maitozol. Produkty dostępne są na niemal 100 rynkach.

Aktywa produkcyjne. Zakłady Grupy Selena zlokalizowane są w **Polsce** (w 2022r nastąpiło połączenie Selena Industrial Technologies [Dzierżoniów] z Izolacja Matizol [Gorlice] i Tytan EOS [Węgrów]), **Chinach** (Selena Nantong Building Materials i Foshan Chinuri-Selena Chemical /84,6%/ - uszczelniacze), **Rumunii** (Selena Euro Mga - kleje i tynki cementowe), **Turcji** (Selena Malzemeleri Yapi Sanayi - piany i uszczelniacze), **Hiszpanii** (Selena Iberia - uszczelniacze i kleje), **Kazachstanie** (Selena Insulation i Selena Production Center - systemy ociepleń i zaprawy suche), **Korei Południowej** (Hamil - Selena /30%/ - piany) oraz we **Włoszech** (Selena Italia, dawniej Uniflex - uszczelniacze). Działalność B+R prowadzona jest w Polsce, Rumunii, Turcji, Hiszpanii oraz we Włoszech.

Struktura Grupy Selena FM (prezentacja na koniec grudnia 2021r)



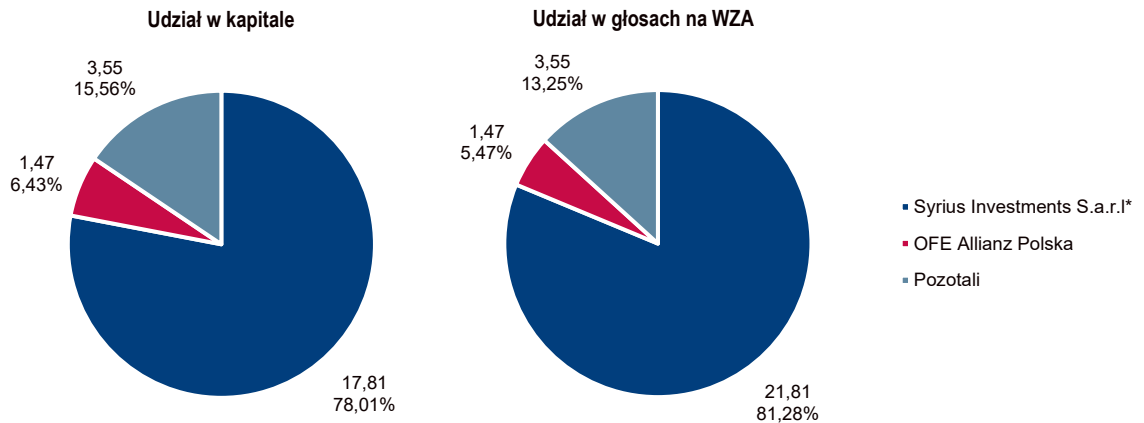
Źródło: Spółka

Klienci i dostawcy. W 2022r przychody z umów z klientami wyniosły 1,96mld PLN (+13,6% r/r). Spółka wyróżnia 7 segmentów sprawozdawczych pod względem realizowanej sprzedaży: (1) Jednostka dominująca (Selena FM), (2) Produkcja w Polsce, (3) Dystrybucja w Polsce, (4) Europa Zachodnia, (5) Europa Wschodnia i Azja, (6) Ameryki, (7) Pozostałe. Sprzedaż Spółki jest dobrze zdywersyfikowana, żaden z dostawców jak i odbiorców nie przekracza 10% w zakupach lub sprzedaży Grupy.

Inwestycje. W latach 2019-2022 Spółka przeznaczyła na inwestycje rozwojowe i modernizacyjne kwotę 130mln PLN. Na 2023r Spółka planuje inwestycje (nie licząc akwizycji) na poziomie 57mln PLN vs 37,4mln PLN w '22.

Struktura akcjonariatu. Głównym akcjonariuszem Spółki jest jej założyciel Pan Krzysztof Domarecki, który poprzez spółkę Sirius Investment, posiada 78,01% udziałów w kapitale oraz 81,28% udziałów w głosach na WZA.

Struktura akcjonariatu: liczba akcji w mln (l.w.) oraz liczba głosów na WZA (p.w.)



Źródło: Spółka, Trigon DM

Strategia. Priorytetem dla Grupy Selena na najbliższe lata jest ekspansja geograficzna zarówno pod kątem organicznym jak i poprzez akwizycje. W obszarze zainteresowań Spółki jest głównie region Europy Zachodniej i Centralnej oraz obu Ameryk (USA i Brazylia). Cele akwizycyjne mają być ukierunkowane przede wszystkim na: (1) poszerzenie zasięgu globalnego, (2) wzrost mocy produkcyjnych, (3) uzupełnienie oferty i dostęp do nowych rynków. Na rynku europejskim Spółka chciałaby mocniej zaistnieć w krajach Beneluksu, Francji czy Niemczech, gdzie dotychczas jest obecna w ograniczonym zakresie (brak własnych zakładów produkcyjnych). Od strony produktowej oprócz podstawowego biznesu (piany, kleje, uszczelniacze), Spółka rozgląda się za akwizycjami w obszarze hydroizolacji oraz termomodernizacji. Celem akwizycyjnym są podmioty o zbliżonej wielkości do Imperialum, które generują od kilkunastu do kilkudziesięciu mln EUR rocznych przychodów, mają dobrą rentowność oraz stabilną pozycję na rynku, a ich wyróżnikiem jest wiodąca marka, technologia czy inna przewaga konkurencyjna. Szczególną uwagę Zarząd kieruje na producentów materiałów budowlanych, który będą beneficjentami unijnej polityki w zakresie wymogów dotyczących efektywności energetycznej budynków oraz dotacji termomodernizacyjnych.

Joint Venture z Masterplast. W czerwcu br. Spółka poinformowała o wspólnej inwestycji z węgierskim Masterplast. Inwestycja polega na budowie zakładu produkcji wełny szklanej w węgierskim Szerencs. Wartość inwestycji wyniesie ok. 47,5mln EUR, a produkcja ma się rozpocząć w I pół.'25. W ramach inwestycji Selena FM za wkład pieniężny w wysokości 10mln EUR obejmie 50% udziałów w Pimco Kft., która jest spółką celową dla tej inwestycji. Moce produkcyjne zakładu wyniosą 19 tys. ton wełny szklanej rocznie. Inwestycja otrzyma bezzwrotną dotację państwową w wysokości 5,645mld HUF (~66mln PLN).

Nabycie udziałów w Imperialum. W ostatnich miesiącach doszło do nabycia 90,1% udziałów w zlokalizowanej w Portugalii spółce Imperialum, specjalizującej się w produkcji pap modyfikowanych APP - ataktycznym polipropylenem, które mają wysoką temperaturę mięknięcia. Wartość spółki ustalono na 13,5mln EUR (~60mln PLN), co

implikuje wartość kapitałów na poziomie 10,6mln EUR (47mln PLN). Imperialum jest liderem portugalskiego rynku hydroizolacji. W ofercie znajdują się również termoizolacje, których Spółka jest dystrybutorem (IFOAM - polistyren, Termolan - wełna mineralna, Primate - płyty PIR poliuretan, Fesco - perlit ekspandowany). Biorąc pod uwagę cenę nabycia szacujemy, że EBITDA Imperialum wynosi ok. 10-12mln PLN (zakładając 5-6 EV/EBITDA), a przychody sięgają 85-120mln PLN (zakładając 10-12% marży EBITDA).

Selena Green Investments. W 2022r oferta Grup została poszerzona o działalność związaną z odnawialnymi źródłami energii w zakresie: (1) projektowo-wykonawczym w obszarze kompleksowych rozwiązań dla dachów przemysłowych z wykorzystaniem instalacji PV oraz (2) inwestycyjno-produkcyjnym w obszarze realizacji i eksploatacji projektów biogazowych, biometanowych, fotowoltaicznych i wiatrowych. Obecna skala działalności w zakresie OZE pozostaje marginalna na tle całej Grupy Selena.

Otoczenie konkurencyjne w podziale na poszczególne kategorie grup produktowych: (1) piany, kleje, uszczelniacze - globalne przedsiębiorstwa m.in. Soudal (Belgia), Bostik (USA), Henkel (Niemcy), Sika (Szwajcaria) i Mapei (Włochy), do lokalnych konkurentów można zaliczyć firmę Atlas; (2) systemy izolacyjne - konkurencja lokalna, brak konkurenta o zasięgu globalnym; (3) systemy hydroizolacyjne - konkurencja lokalna, brak konkurenta o zasięgu globalnym.

Porównanie marż spółek z segmentu materiałów budowlanych

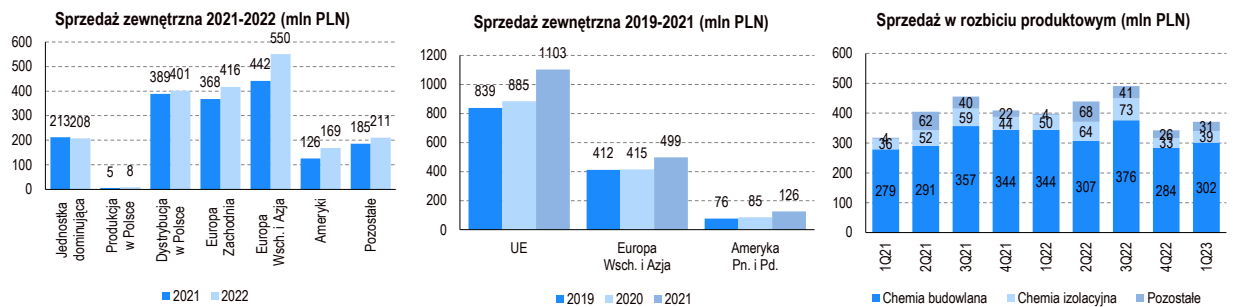
Spółka	Marża brutto						Marża EBITDA					
	2018	2019	2020	2021	2022	avg5Y	2018	2019	2020	2021	2022	avg5Y
Selena FM	29,1%	30,0%	33,8%	27,8%	30,1%	30,2%	7,7%	8,2%	12,2%	8,1%	10,4%	9,3%
Materiały budowlane - Polska	36,2%	35,8%	36,8%	38,1%	37,0%	36,8%	13,4%	12,8%	14,9%	14,6%	13,6%	12,9%
Grupa Kęty	-	-	-	-	-	-	15,6%	16,3%	18,9%	19,6%	17,6%	-
Snieżka	41,9%	42,4%	42,1%	39,7%	38,4%	40,9%	16,6%	14,9%	16,6%	13,9%	13,1%	15,0%
Ferro	50,3%	51,6%	51,5%	59,8%	56,0%	53,8%	14,1%	15,3%	16,4%	14,4%	13,2%	14,7%
Pekabex	18,5%	15,5%	17,5%	12,9%	16,8%	16,2%	9,2%	6,7%	9,3%	5,6%	7,5%	7,7%
Rawlplug	34,1%	33,8%	36,2%	40,2%	36,7%	36,2%	11,4%	10,7%	13,4%	19,5%	16,4%	14,3%
Materiały budowlane - Świat	40,5%	40,6%	41,3%	39,5%	37,3%	39,8%	15,5%	16,5%	17,9%	17,3%	15,3%	16,5%
3M	49,3%	46,9%	48,2%	47,7%	44,4%	47,3%	28,0%	28,4%	28,9%	27,5%	27,8%	28,1%
Sika	52,9%	53,6%	54,8%	51,8%	49,4%	52,5%	16,5%	16,4%	19,0%	18,9%	18,7%	17,9%
Saint Gobain	25,4%	25,7%	25,7%	25,4%	24,7%	25,4%	17,0%	14,4%	18,5%	14,9%	14,8%	15,9%
Henkel	46,5%	46,3%	46,7%	45,2%	42,3%	45,4%	20,0%	19,6%	17,9%	17,4%	13,4%	17,7%
Kingspan	27,8%	29,1%	30,3%	28,6%	26,6%	28,5%	11,9%	13,1%	14,2%	13,8%	12,0%	13,0%
Akzo Nobel	42,4%	42,7%	44,4%	40,2%	36,2%	41,2%	11,2%	14,6%	16,7%	15,1%	10,7%	13,6%
RPM	39,0%	40,1%	38,9%	37,5%	37,4%	38,6%	12,3%	14,6%	16,5%	13,3%	13,5%	14,0%
Rockwool	-	-	-	-	-	-	19,2%	19,6%	20,1%	19,5%	16,3%	18,9%
Sto SE	-	-	-	-	-	-	8,6%	10,2%	13,0%	12,2%	11,0%	11,0%
Steico	-	-	-	-	-	-	16,7%	19,3%	18,4%	23,5%	20,2%	19,6%
Uzin UTZ	-	-	-	-	-	-	9,0%	11,8%	14,0%	13,7%	10,3%	11,7%

Źródło: Bloomberg, Trigon DM

Finanse Spółki

Przychody ze sprzedaży. W ub.r. Spółka dokonała zmiany prezentacji segmentowej wyników. Produkcja w Polsce realizowana w zakładach Selena Industrial Technology niemalże w całości kierowana jest do jednostki dominującej (Selena FM), która w ramach Grupy pełni rolę centralnego dystrybutora. W 2022r. rynek Polski (Selena SA) odpowiadał za ok. 20% całkowitej sprzedaży Grupy, na kraje Europy Zachodniej przypadło 21%, udział Europy Wschodniej oraz Azji wyniósł 28%, a obu Ameryk 8,6%. W przypadku sprzedaży na rynek Europy Wschodniej i Azji, dominującą pozycję stanowi rynek azjatycki, gdzie ulokowane są również zakłady produkcyjne Grupy.

Prezentacja segmentowa sprzedaży



Źródło: Spółka, Trigon DM

W branży producentów materiałów budowlanych występuje wyraźne nasilenie sprzedaży w okresie letnim (maj-wrzesień), co związane jest z rosnącą liczbą remontów i budów przypadającą na ten okres. W rezultacie historycznie Q3 jest najważniejszym kwartałem z punktu widzenia generowanych wyników i stanowi ok. 30% sprzedaży, wobec 25% przypadających na Q2 i Q4.

Sezonowość sprzedaży

Przychody ze sprzedaży	jako % danego roku												
	1Q	2Q	3Q	4Q	Rok	H1	H2	1Q	2Q	3Q	4Q	H1	H2
2017	220	321	350	287	1179	541	638	19%	27%	30%	24%	46%	54%
2018	248	332	347	300	1228	580	648	20%	27%	28%	24%	47%	53%
2019	271	346	392	318	1326	617	709	20%	26%	30%	24%	47%	53%
2020	283	319	433	349	1385	602	783	20%	23%	31%	25%	43%	57%
2021	349	438	493	448	1728	788	941	20%	25%	29%	26%	46%	54%
2022	422	499	569	474	1963	921	1043	21%	25%	29%	24%	47%	53%
2023	412												
avg								21%	25%	30%	25%	46%	54%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Sezonowość sprzedaży znajduje także odzwierciedlenie w sezonowości generowanych wyników. Warto zwrócić uwagę, że Q4 pomimo, iż stanowi podobny udział w przychodach co Q2, charakteryzuje się niższym poziomem osiąganego zysku brutto (marży brutto), co prawdopodobnie związane jest z nasileniem się akcji promocyjnych, generujących wyższą sprzedaż przy niższej marży z uwagi na optymalizację stanów magazynowych na koniec roku.

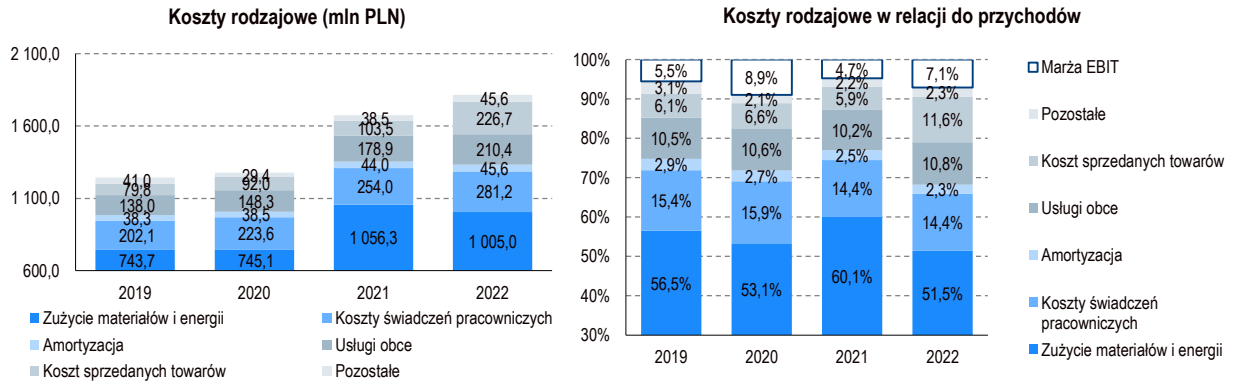
Sezonowość zysku brutto

ZBnS	jako % danego roku												
	1Q	2Q	3Q	4Q	Rok	H1	H2	1Q	2Q	3Q	4Q	H1	H2
2017	67	96	103	74	340	163	177	20%	28%	30%	22%	48%	52%
2018	72	96	103	87	358	168	190	20%	27%	29%	24%	47%	53%
2019	84	111	120	83	398	195	202	21%	28%	30%	21%	49%	51%
2020	91	112	156	109	468	203	265	19%	24%	33%	23%	43%	57%
2021	104	124	138	114	480	228	251	22%	26%	29%	24%	48%	52%
2022	135	141	185	129	591	277	314	23%	24%	31%	22%	47%	53%
2023	119												
avg								21%	25%	31%	22%	47%	53%

Źródło: Spółka, Trigon DM

Koszty rodzajowe. W 2022r suma kosztów rodzajowych wyniosła 1825mln PLN, co stanowiło ok. 93% w relacji do osiąganych przychodów, implikując 7% marżę operacyjną. Największy udział w kosztach przypadła na koszty materiałów i energii, które stanowiły 51,5% w relacji do przychodów (1005mln PLN). Kolejno znajdowały się koszty świadczeń pracowniczych - 14,4% (281mln PLN), sprzedanych towarów - 11,6% (227mln PLN) oraz usług obcych - 10,8% (210mln PLN).

Struktura kosztów rodzajowych

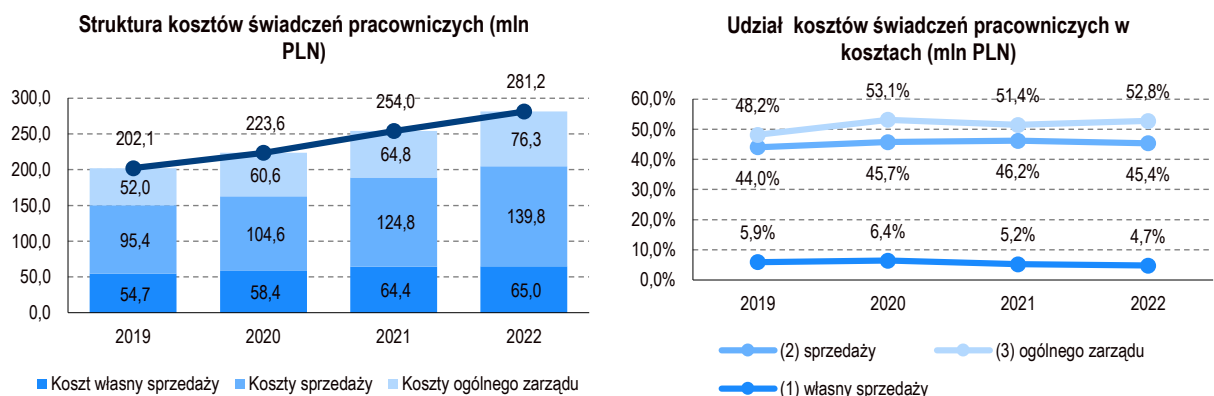


Źródło: Spółka, Trigon DM

Zużycie materiałów i energii. Do najważniejszych surowców wykorzystywanych do produkcji zaliczają się surowce chemiczne, w przypadku (1) pian i klejów są to PMDI, poliole, TCPP, DME; (2) uszczelniaczy są to: polimer silikonowy, alkohol poliwinylowy; (3) pap i izolacji: asfalty, sadze. W 2022r zużycie energii elektrycznej oraz ciepłej w Grupie Seleno wyniosło 56 GWh, co stanowiło spadek o 35% r.r. Spółki z Grupy dążą do systematycznego zmniejszania zużycia energii ze źródeł zewnętrznych m.in. Poprzez montaż paneli fotowoltaicznych na dachach zakładów produkcyjnych w Polsce

Koszty zatrudnienia. Na koniec 2022r w Grupie Seleno zatrudnionych było 1849 pracowników, w tym 1080 pracowników na rynku polskim. Koszty świadczeń pracowniczych w ub.r. wyniosły 281mln PLN (vs. 254mln PLN w '21), co implikuje średnie miesięczne koszty zatrudnienia pracownika na poziomie ok. 12,7 tys. PLN oraz średnie wynagrodzenie w wysokości 10,2 tys. PLN/msc. Koszty świadczeń pracowniczych przypisane do kosztu własnego sprzedaży (TKW) - tj. związane z procesem produkcyjnym - wynoszą 65mln PLN (23% kosztów świadczeń pracowniczych ogółem). W przypadku kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu są to wartości na poziomie odpowiednio 140mln PLN (50%) i 76mln PLN (27%). Tym samym udział kosztów świadczeń pracowniczych w (1) koszcie własnym sprzedaży sięga ok. 5%, (2) koszcie sprzedaży - 45,4%, (3) koszcie ogólnego zarządu - 52,8%.

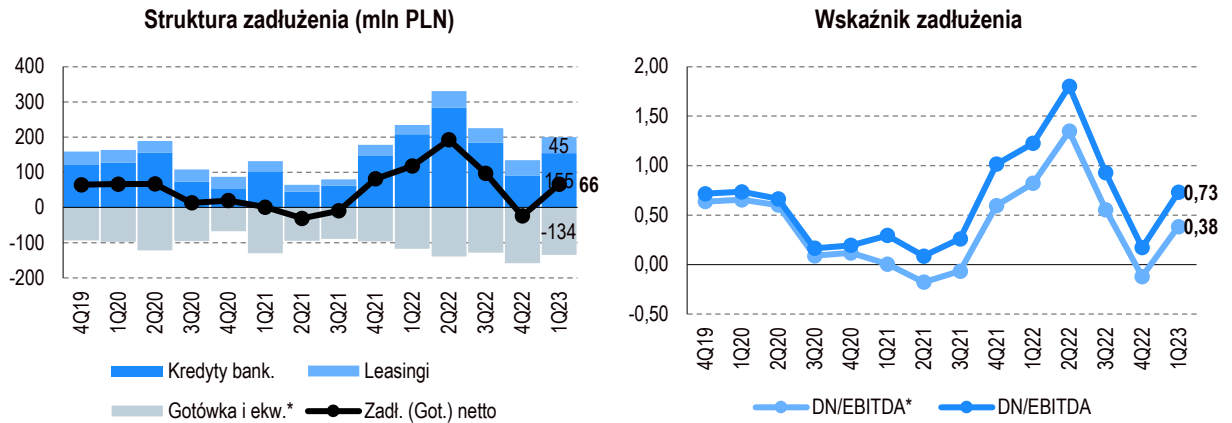
Rozbicie kosztów świadczeń pracowniczych



Źródło: Spółka, Trigon DM

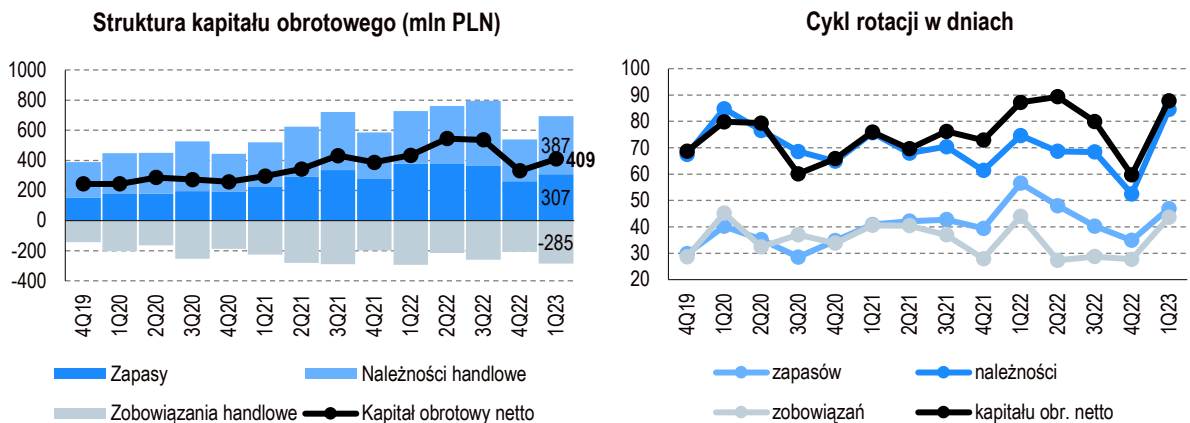
Usługi obce. Do głównych kosztów usług obcych, które w 2022r wyniosły 210mln PLN (179mln PLN w '21) zalicza się: (1) koszty transportu 100mln PLN (79mln PLN w '21), (2) koszty doradztwa - ok. 15% kosztów usług obcych za lata 2019-20, (3) koszty najmu i dzierżawy - ok. 9,5% kosztów usług obcych za lata 2019-20. Udział pozostałych kosztów usług obcych jest mocno rozdrobniony, żaden pojedynczy komponent nie przekracza 5%.

Struktura zadłużenia



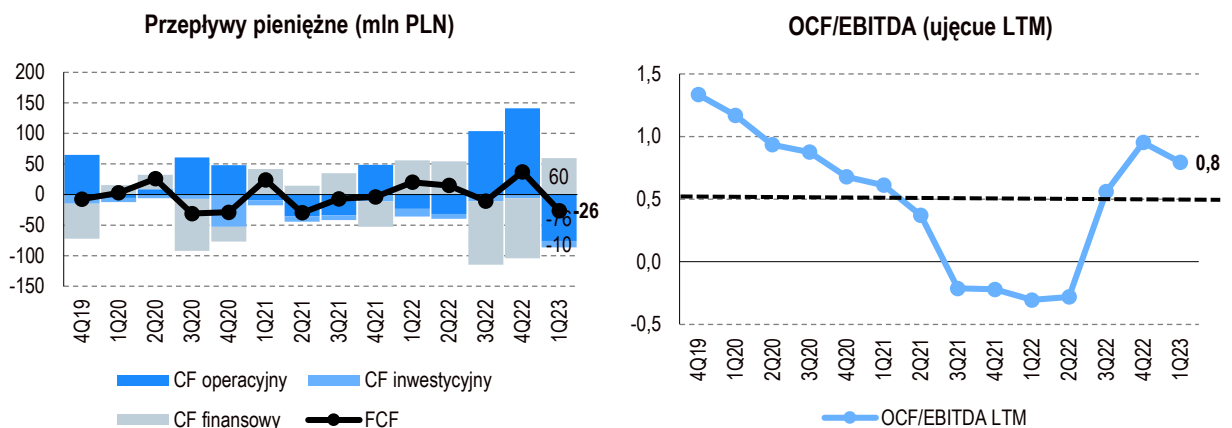
Źródło: Spółka, Trigon DM, *uwzględniając jako ekwiwalent pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe (udzielone pożyczki)

Struktura kapitału obrotowego oraz cykl rotacji



Źródło: Spółka, Trigon DM

Struktura przepływów pieniężnych



Źródło: Spółka, Trigon DM

Czynniki ryzyka

Kursy walutowe. Produkcja realizowana w Polsce odpowiada za ok. 45% całkowitej sprzedaży, podczas gdy rynek udziały przychodów z rynku polskiego sięgają <30%. Relacja kosztów zużycia surowców do realizowanych przychodów sięga ok. 50%, a zakupy realizowane są głównie w EUR oraz USD. Istotna część kosztów walutowych pokrywa się z osiąganymi przychodami, jednak przy dużych wahaniami kursów walutowych utrudniają realizację optymalnej strategii zakupowej.

Presja konkurencyjna. W obliczu słabej koniunktury rynkowej dochodziło w przeszłości do nasilenia się presji konkurencyjnej oraz cenowej ze strony niektórych podmiotów, co skutkowało spadkiem marż w sektorze. Dodatkowo agresywniejsza polityka cenowa konkurentów może prowadzić do przetasowań w zakresie udziałów rynkowych poszczególnych podmiotów.

Ceny surowców i materiałów. Rynek dostawców surowców jest mocno skonsolidowany, w związku z czym Spółka jest biorcą ceny rynkowej. Strategia multisourcingu - realizacji zakupów z różnych kierunków w zależności od relacji cen na lokalnych rynkach - pozwala Spółce w znacznym stopniu optymalizować strukturę zakupów pod względem realizowanej marży.

Sytuacja na rynku budowlanym. Sprzedaż Spółki dedykowana jest głównie pod rynek budownictwa mieszkaniowego oraz kubaturowego. Wysokie stopy procentowe powodują mniejszy wolumen nowych zakupów mieszkań oraz mniejszą realizację inwestycji kubaturowych z uwagi na utrudniony dostęp inwestorów do finansowania. Z kolei wysoka inflacja ogranicza zdolności zakupowe konsumentów, którzy odkładają w czasie remonty mieszkań.

Ryzyko nieudanych M&A. Strategia Spółki oparta jest o realizację M&A podmiotów o zbliżonym profilu działalności (piany, kleje, uszczelniacze) na rynkach, gdzie obecność Spółki jest znikoma oraz na udziałów rynkowych w obszarze komplementarnej oferty produktowej (np. wełna szklana). Istnieje ryzyko, że przejęte podmioty nie spełnią oczekiwań Zarządu w zakresie osiągniętych wyników.

Rachunek wyników (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	1 385	1 728	1 963	1 890	1 954	2 050
Koszty wytworzenia	917	1 249	1 373	1 329	1 360	1 415
Zysk brutto ze sprzedaży	468	480	591	561	594	636
Koszty sprzedaży	229	270	308	322	327	338
Koszty ogólnego zarządu	114	126	145	156	170	176
Zysk ze sprzedaży	125	83	138	82	98	121
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	9	16	-2	0	0
EBITDA	166	137	199	121	145	170
EBITDA skor.	164	127	183	123	145	170
Amortyzacja	39	44	46	41	47	48
EBIT	127	93	154	81	98	121
Wynik na działalności finansowej	-33	-7	-22	-17	-11	-5
Zysk brutto	95	88	134	65	86	116
Podatek dochodowy	-19	14	-22	-15	-17	-23
Zysk mniejszości	0	0	0	2	2	0
Zysk netto	76	103	112	49	67	93
Zysk netto skor.	75	95	99	50	67	93

marża brutto ze sprzedaży	34%	28%	30%	30%	30%	31%
marża EBITDA skor.	12%	7%	9%	6%	7%	8%
marża EBIT	9%	5%	8%	4%	5%	6%
marża netto skor.	5%	6%	5%	3%	3%	5%

zmiana przychodów r./r.	4%	25%	14%	-4%	3%	5%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	18%	2%	23%	-5%	6%	7%
zmiana EBITDA skor. r./r.	46%	-22%	44%	-33%	18%	17%
zmiana EBIT r./r.	100%	-27%	66%	-48%	21%	24%
zmiana zysku netto skor. r./r.	57%	27%	4%	-50%	35%	38%

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Przychody	448	422	499	569	474	412
Koszty wytworzenia	334	286	358	384	344	293
Zysk brutto ze sprzedaży	114	135	141	185	129	119
Koszty sprzedaży	74	69	79	81	79	79
Koszty ogólnego zarządu	34	35	35	37	38	38
Zysk ze sprzedaży	6	32	27	67	12	2
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	2	-6	0	1	21	-2
EBITDA	19	37	39	79	44	10
EBITDA skor.	17	43	39	79	23	11
Amortyzacja	11	11	12	12	11	10
EBIT	8	26	27	68	33	0
Wynik na działalności finansowej	-6	2	3	-8	-20	-5
Zysk brutto	1	29	31	60	14	-4
Podatek dochodowy	30	-4	-7	-14	3	-1
Zysk mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	32	25	23	46	17	-5
Zysk netto skor.	30	30	23	46	1	-4

marża brutto ze sprzedaży	25%	32%	28%	33%	27%	29%
marża EBITDA skor.	4%	10%	8%	14%	5%	3%
marża EBIT	2%	6%	5%	12%	7%	0%
marża netto skor.	7%	7%	5%	8%	0%	-

zmiana przychodów r./r.	28%	21%	14%	15%	6%	-2%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	4%	30%	14%	34%	14%	-12%
zmiana EBITDA skor. r./r.	-33%	49%	6%	75%	35%	-73%
zmiana EBIT r./r.	-53%	30%	-4%	85%	314%	-98%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	84%	16%	59%	-98%	-

Źródło: Spółka, Trigon DM

Bilans (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	373	368	407	478	490	490
Rzeczowe aktywa trwałe	243	261	288	359	371	371
Wartości niematerialne i prawne	0	0	0	0	0	0
Wartość firmy	0	0	0	0	0	0
Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
Inwestycje długoterminowe	6	20	28	28	28	28
Pozostałe	123	87	92	91	91	91
Aktywa obrotowe	553	740	764	726	764	845
Zapasy	193	280	262	269	261	274
Należności handlowe	252	305	276	284	275	288
Pozostałe	41	59	67	76	76	76
Gotówka	68	96	158	97	153	207
Aktywa	926	1 109	1 171	1 204	1 255	1 335
Kapitał własny	523	601	715	762	818	888
Kapitał zakładowy	1	1	1	1	1	1
Pozostałe	445	497	602	713	750	794
Zysk (strata) netto	76	103	112	49	67	93
Kapitały mniejszości	1	1	3	5	7	7
Zobowiązania długoterminowe	47	80	86	80	80	80
Zobowiązania oprocentowane	33	66	72	69	69	69
Pozostałe	14	15	14	12	12	12
Zobowiązania krótkoterminowe	355	426	367	356	350	360
Zobowiązania oprocentowane	54	112	62	31	31	31
Zobowiązania handlowe	187	198	208	214	207	217
Pozostałe	114	116	96	112	112	112
Pasywa	926	1 109	1 171	1 204	1 255	1 335
Kapitał obrotowy netto	257	387	330	339	329	345
Dług netto	20	82	-24	3	-53	-107
Dług netto skor.	20	82	-24	3	-53	-107
Dług netto/EBITDA (x)	0	1	0	0	0	-1
Dług netto/kapitał własny (x)	0	0	0	0	0	0
ROE (%)	0	0	0	0	0	0
ROA (%)	0	0	0	0	0	0
Cykl konwersji gotówki (dni)	67	72	72	69	67	64
Cykl rotacji zapasów (dni)	68	69	72	73	71	69
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	65	59	54	54	52	50
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	66	56	54	58	56	55

Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	112	-30	190	91	138	130
Zysk (strata) netto	76	103	112	49	67	93
Amortyzacja	39	44	46	41	47	48
Zmiany w kapitale obrotowym	-13	-130	57	-9	10	-16
Zmiana zapasów	-42	-87	18	-7	8	-13
Zmiana należności handlowych	-14	-53	29	-7	9	-14
Zmiana zobowiązań handlowych	43	11	10	5	-7	10
Pozostałe	11	-47	-25	11	13	5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-73	-36	-38	-103	-60	-48
CAPEX	-33	-33	-37	-106	-60	-48
Pozostałe	-40	-3	-1	3	0	0
Przepływy z działalności finansowej	-70	49	-91	-52	-23	-28
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	-71	91	-43	-35	0	0
Wpływy z emisji akcji	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	0	0	0	0	-11	-23
Pozostałe	1	-41	-47	-17	-11	-5
Przepływy pieniężne netto	-31	-17	61	-63	56	54
Środki pieniężne na początek okresu	86	55	39	100	37	93
Środki pieniężne na koniec okresu	55	39	100	37	93	147

Źródło: Spółka, Trigon DM

Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: repcja@trigon.pl



CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski, Head of Research

Consumer, E-commerce, Financials

Maciej Marcinowski, Deputy Head of Research

Strategy, Banks, Financials

Kacper Koproń

Gaming, TMT

Katarzyna Kosiorek

Biotechnology

Michał Kozak

Oil&Gas, Chemicals, Utilities

Dominik Niszczyński

TMT, E-commerce

Łukasz Rudnik

Industrials, Metals&Mining

David Sharma

Construction, Real Estate

Piotr Rychlicki

Junior Analyst

Piotr Chodyra

Junior Analyst

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński

SALES TRADING

Paweł Szczepański, Head of Sales

Michał Sopiński, Deputy Head of Sales

Paweł Czupryński

Hubert Kwiecień

Disclaimer

Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).

Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki
min/max 52 tyg. - minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację
zysk skorygowany - zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym
CF - cash flow, przepływy pieniężne
CAPEX - suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe
OCF - środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa
FCF - gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymane kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale
NWC - kapitał obrotowy netto
Cykl konwersji gotówki - okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki
DY - stopa dywidendy, relacja wypłacanej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent - Selena FM S.A.
KUPUJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%
TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%
SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.
Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.
Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.
Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.
Dokument sporządził: Łukasz Rudnik

Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.
Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.
Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model zdyskontowanych przepływów pieniężnych.
Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.
Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.
Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego www.trigon.pl.

Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumencie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumencie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumencie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązаныmi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktem interesów znajdują się na stronie www.trigon.pl.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumencie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;
- potwierdza, że zapoznana się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: www.doakcji.trigon.pl, www.trigon.pl, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;
- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu.

Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumencie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 14.09.2023r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 14.09.2023r. godz.: 17:15