

## Selena FM

**#Prognoza 3Q24.** Wyniki 2Q24 były zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie ZBnS, pozytywnie zaskoczyła nas z kolei wyższa o 1,5pp MBnS (35,5% vs zakładane 34%), efekt wzrostu ZBnS został w 2/3 skonsumowany wyższymi kosztami SG&A. W prognozie na 3Q24 zakładamy utrzymanie ok. 5% dynamiki przychodów r/r, co przełoży się na 515mln PLN sprzedaży (w tym ok. 22mln PLN przychodów w Imperialum), 3Q jest sezonowo najlepszym kwartałem w roku. MBnS zakładamy na poziomie 35% (-1,5pp r/r i +0,5pp kw/kw), spadek marży w ujęciu rocznym będzie naszym zdaniem związany z większą presją cenową u konkurencji, co było stopniowo widoczne pod koniec 2Q24. Dodatkowo zwracamy uwagę na ceny surowców, w samym 3Q24 były one niższe kw/kw, jednak w tym okresie do produkcji używano surowce zakupione w poprzednim kwartale (2Q24), gdzie ceny były wyższe niż obecnie oraz porównywalne względem 1Q24, stąd wynika zakładany przez nas zbliżony poziom MBnS kw/kw. Dodatkowo spodziewamy się utrzymania korzystnego mixu produktowego – sprzedaż wyżej marżowych pianoklejów). Patrząc po danych o wydanych pozwoleń na budowę/oddanych powierzchniach oczekujemy, że relatywnie dobrze powinni się zachowywać rynek hiszpański, portugalski, włoski oraz polski ([LINK](#)). Pomimo, że większości krajów zostały już przyznane środki z KPO, programy termomodernizacyjne nie są jeszcze uruchamiane, na co naszym zdaniem mógł mieć wpływ tegoroczny kalendarz wyborczy (czerwcowe wybory do Parlamentu Europejskiego). Spodziewamy się istotnego zwiększenia zapotrzebowania na chemie budowlaną w 2025r (~10% r/r), czemu powinna także sprzyjać unijna dyrektywa EPBD.

**#Ceny surowców i marże.** Ceny benzenu (BNG: POLIBERO; półprodukt do produkcji MDI) oraz propylenu (BNG: POLIPRNW; półprodukt do produkcji polioli) wyniosły w 3Q24 odpowiednio 932 EUR/t (-160 EUR/t kw/kw, -120 EUR/t vs. 1Q24, obecny spot 835 EUR/t) oraz 900 EUR/t (-80 EUR/t kw/kw, -110 EUR/t vs 1Q24, obecny spot 850 USD/t). Ceny MDI po spadku na przełomie paź/lis'23 zachowują się stabilnie (2125 EUR/t). Pod kątem outlooku cenowego na MDI w kolejnych okresach warto obserwować wyniki Huntsman (5.11) i Coversto (29.10).

**#Implikacje wzrostu cen frachtu morskiego.** Zwracamy uwagę na ceny frachtu morskiego, które na przełomie lipca/sierpnia zanotowały peak (8300 USD/40ft) i od tego czasu znajdują się w trendzie spadkowym (obecnie 3600 USD/40ft). W Grupie Selena sam koszt import surowców/półproduktów/produktów z Chin jest relatywnie niewielki, zakupy surowców realizowane są w oparciu o arbitraż cenowy na poszczególnych rynkach, jednak może wywołać wpływ na sytuację rynkową zarówno po stronie klientów (kanał DIY), którzy sprowadzają z Chin prostsze, mniej marżowe wyroby gotowe sprzedawane pod markami własnymi oraz konkurentów, którzy importują z Chin surowce produkcyjne. Skala zawirowań jest jednak trudna do oszacowania.

**#JV z Masterplast.** Inwestycja w zakład produkcji wełny szklanej (47,5mln EUR) przebiega zgodnie z planem. Do końca br. planowane jest zamknięcie części mechanicznej instalacji, której montaż rozpoczął się na początku lipca. Rozruch linii nastąpi na początku 2025r, spodziewamy się że instalacja osiągnie docelowe parametry techniczno-jakościowe w 2Q25.

**#Wycena.** Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ i podnosimy cenę docelową do 50,6 PLN/akcję (poprzednio 49 PLN/akcję). Nasza prognoza skumulowanego zysku EBITDA/netto na lata 2024-2026 nie uległa istotnej zmianie.

mIn PLN	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	y/y	q/q
Przychody	569	474	412	453	492	422	400	474	516	5%	9%
EBITDA	79.4	44.2	9.9	38.6	80.7	19.3	38.1	54.8	74.8	-7%	36%
EBIT	67.6	33.1	0.4	28.7	70.5	8.4	27.5	43.8	63.7	-10%	45%
Zysk netto	46.4	17.3	-5.1	11.9	54.9	-11.6	19.1	25.1	47.1	-14%	88%
P/E 12M trailing	6.1	6.9	9.4	8.1	11.5	18.1	12.2	18.1	11.4		
EV/EBITDA 12M trailing	5.0	3.8	4.9	3.8	4.8	6.2	5.4	6.2	5.4		
zmiana przychodów r./r.	15%	6%	-2%	-9%	-14%	-11%	-3%	5%	5%		
marża EBITDA	14.0%	9.3%	2.4%	8.5%	16.4%	4.6%	9.5%	11.6%	14.5%		
marża EBIT	11.9%	7.0%	0.1%	6.4%	14.3%	2.0%	6.9%	9.2%	12.3%		
marża netto	8.2%	3.6%	-	2.6%	11.2%	-	4.8%	5.3%	9.1%		

## Kupuj

(Poprzednia: Kupuj; 46,2 PLN)

**Cena docelowa: 50.6 PLN**

**Cena bieżąca: 33.8 PLN**

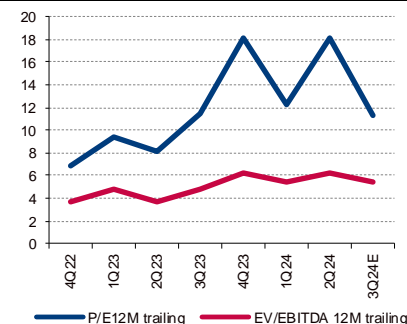
**Potencjał wzrostu: 50%**

Wyniki za 3Q24

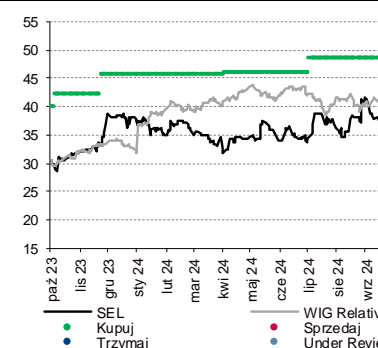
**22.11.2024**

DANE SPÓŁKI	HISTORIA REKOMENDACJI	Data	Wycena
Ticker	SEL	Kupuj	19.07.2024 49.0
Sektor	Materiały budowlane	Buy	19.04.2024 46.4
Kurs (PLN)	33.8	Buy	11.12.2023 46.2
52 tyg. min/max (PLN)	28 / 42.4	Buy	23.10.2023 42.5
Liczba akcji (mIn szt.)	26.8	Buy	14.09.2023 40.4
Kapitalizacja (mIn PLN)	907		
S&P Global ESG Scores	-		
Śr. obroty 3M (mIn PLN)	0.12		
Zmiana kursu	1M 3M 1Y		
	-18.4% -1.7% 11.2%		

P/E 12M vs EV/EBITDA 12M



WYKRES SEL NA TLE WIG



mIn PLN	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	1,728	1,963	1,778	1,827	1,984	2,080
EBITDA	136.8	199.2	148.5	174.0	186.7	197.3
EBIT	92.7	153.6	108.1	130.1	141.0	150.8
Zysk netto	102.7	112.1	50.1	83.4	94.2	109.6
EPS (PLN)	4.50	4.9	2.2	3.7	4.1	4.8
DPS (PLN)	0.0	0.0	1.3	1.4	1.2	1.2
P/E (x)	7.5	8.1	18.1	10.9	9.6	8.3
EV/EBITDA (x)	6.2	3.8	6.2	5.5	5.0	4.4
P/BV (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
DY (%)	0.0%	0.0%	3.9%	4.2%	3.6%	3.6%

Wycena	Obecna		Poprzednia		Zmiana
Wycena DCF	50.6	100%	49.0	100%	3%
Wycena porównawcza	48.0	0%	59.0	0%	-19%

Zmiany prognoz mln PLN	2023P			2024P			2025P		
	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	1827	1821	0%	1984	1991	0%	2080	2087	0%
EBITDA	174	172	1%	187	187	0%	197	198	0%
EBIT	130	129	1%	141	142	-1%	151	152	-1%
Zysk netto	83	80	4%	94	94	0%	110	111	-1%
P/E (x)	10.9	11.3		9.6	9.6		8.3	8.2	
EV/EBITDA (x)	5.5	6.3		5.0	5.7		4.4	5.1	
P/BV (x)	1.1			1.0			0.9		
DY (%)	4.2%			3.6%			3.6%		

Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	8.1	18.1	10.9	9.6	8.3
P/E skor. (x)	7.8	21.7	9.3	8.2	7.0
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	3.8	6.2	5.5	5.0	4.4
EV/EBITDA skor. (x)	4.1	7.1	5.5	5.0	4.4
EV/Sprzedaż (x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
FCF Yield (%)	17.3%	2.4%	4.5%	7.0%	10.1%
DY (%)	0.0%	3.9%	4.2%	3.6%	3.6%

Wskaźniki finansowe	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (PLN)	4.9	2.2	3.7	4.1	4.8
EPS skor. (PLN)	4.4	1.6	3.6	4.1	4.8
DPS (PLN)	0.0	1.3	1.4	1.2	1.2
BVPS (PLN)	31.3	30.6	32.8	35.7	39.3

Wskaźniki operacyjne	2022	2023	2024E	2025E	2026E
marża brutto na sprzedaży (%)	30.1%	30.9%	32.8%	32.1%	32.0%
marża EBITDA skor. (%)	9.3%	7.3%	9.5%	9.4%	9.5%
marża EBIT (%)	7.8%	6.1%	7.1%	7.1%	7.2%
marża netto skor. (%)	5.1%	2.0%	4.6%	4.8%	5.3%

ROE (%)	17.0%	7.1%	11.5%	12.1%	12.8%
ROA (%)	9.8%	4.1%	6.2%	6.6%	7.4%
CAPEX/Sprzedaż (%)	1.9%	3.3%	4.3%	3.0%	2.6%
CAPEX/Amortyzacja (x)	0.8	1.4	1.8	1.3	1.2
Dług netto/kapitał własny (x)	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1
Dług netto/EBITDA (x)	-0.1	1.0	1.0	0.8	0.5

Cykl konwersji gotówki (dni)	67	62	64	64	64
Cykl rotacji zapasów (dni)	50	48	38	38	38
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	54	59	62	62	62
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	38	44	35	35	35

Rachunek wyników (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przychody</b>	<b>1,728</b>	<b>1,963</b>	<b>1,778</b>	<b>1,827</b>	<b>1,984</b>	<b>2,080</b>
Koszty wytworzenia	1,249	1,373	1,228	1,228	1,346	1,414
<b>Zysk brutto</b>	<b>480</b>	<b>591</b>	<b>550</b>	<b>599</b>	<b>638</b>	<b>666</b>
Koszty sprzedaży	270	308	307	315	340	354
Koszty ogólnego zarządu	126	145	153	155	157	161
Zysk netto na sprzedaży	83	138	90	130	141	151
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	9	16	18	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>137</b>	<b>199</b>	<b>149</b>	<b>174</b>	<b>187</b>	<b>197</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>127</b>	<b>183</b>	<b>130</b>	<b>174</b>	<b>187</b>	<b>197</b>
Amortyzacja	44	46	40	44	46	47
<b>EBIT</b>	<b>93</b>	<b>154</b>	<b>108</b>	<b>130</b>	<b>141</b>	<b>151</b>
Wynik na działalności finansowej	-7	-22	-50	-24	-21	-17
<b>Zysk brutto</b>	<b>88</b>	<b>134</b>	<b>55</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>138</b>
Podatek dochodowy	14	-22	-5	-23	-24	-28
Zysk mniejszości	0	0	0	1	2	1
<b>Zysk netto</b>	<b>103</b>	<b>112</b>	<b>50</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>110</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>95</b>	<b>99</b>	<b>36</b>	<b>83</b>	<b>94</b>	<b>110</b>

Bilans (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>368</b>	<b>407</b>	<b>597</b>	<b>647</b>	<b>662</b>	<b>670</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>740</b>	<b>764</b>	<b>689</b>	<b>744</b>	<b>800</b>	<b>835</b>
Zapasy	280	262	203	250	272	285
Należności handlowe	305	276	298	308	335	351
Gotówka	96	158	86	91	99	104
<b>Aktywa</b>	<b>1,109</b>	<b>1,171</b>	<b>1,286</b>	<b>1,391</b>	<b>1,462</b>	<b>1,505</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>601</b>	<b>715</b>	<b>698</b>	<b>749</b>	<b>815</b>	<b>898</b>
Kapitały mniejszości	1	3	3	4	6	7
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>80</b>	<b>86</b>	<b>107</b>	<b>161</b>	<b>151</b>	<b>124</b>
Zobowiązania oprocentowane	66	72	87	140	130	103
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>426</b>	<b>367</b>	<b>478</b>	<b>478</b>	<b>489</b>	<b>476</b>
Zobowiązania oprocentowane	112	62	149	133	124	98
Zobowiązania handlowe	198	208	224	232	252	264
<b>Pasywa</b>	<b>1,109</b>	<b>1,171</b>	<b>1,286</b>	<b>1,391</b>	<b>1,462</b>	<b>1,505</b>

Rachunek przepływów (mln PLN)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-30</b>	<b>190</b>	<b>84</b>	<b>128</b>	<b>134</b>	<b>157</b>
Zysk (strata) netto	-130	57	54	-49	-29	-17
Amortyzacja	44	46	40	44	46	47
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-36</b>	<b>-38</b>	<b>-117</b>	<b>-96</b>	<b>-60</b>	<b>-55</b>
CAPEX	-33	-37	-58	-79	-60	-55
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>49</b>	<b>-91</b>	<b>7</b>	<b>-24</b>	<b>-66</b>	<b>-97</b>
Dywidenda	0	0	-30	-32	-27	-27
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-17</b>	<b>61</b>	<b>-26</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
Środki pieniężne na początek okresu	113	96	158	132	85	93
Środki pieniężne na koniec okresu	96	158	132	140	93	97

## Wycena

### #DCF

Wycena DCF (mln PLN)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
Przychody	1778	1827	1984	2080	2150	2220	2280	2336	2393	2450	2502
Y/Y	-9%	3%	9%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	149	174	187	197	204	210	214	217	220	224	226
marża EBITDA	8.4%	9.5%	9.4%	9.5%	9.5%	9.4%	9.4%	9.3%	9.2%	9.1%	9.0%
EBIT	108	130	141	151	156	162	166	169	172	175	177
marża EBIT	6.1%	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%	7.1%	7.1%
NOPLAT	88	105	114	122	127	131	134	137	139	142	143
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
D&A	40	44	46	47	47	48	48	48	48	49	49
CAPEX		-79	-60	-55	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-49
Zmiana kapitału obrotowego		-49	-29	-17	-13	-13	-11	-10	-10	-10	-9
FCF		21	71	97	112	116	122	125	128	130	134
D/(E+D)		26.7%	23.8%	18.3%	16.9%	15.8%	14.8%	13.9%	13.1%	12.4%	11.8%
Beta lewarowana		1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
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		13.3%	13.0%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.2%	12.2%	12.2%
WACC		11.2%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Współczynnik dyskontujący		0.90	0.81	0.73	0.65	0.59	0.53	0.47	0.42	0.38	0.34
<b>Skumulowany DFCF</b>		<b>560</b>									
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym		1.5%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>		<b>468</b>									
<b>EV</b>		<b>1028</b>									
Dług nett (-)		61									
Dywidenda wypłacona (-)		32									
Udziały mniejszości (-)		8									
<b>Equity Value (1.1.2024)</b>		<b>927</b>									
<b>Equity Value (22.10.2024)</b>		<b>1026</b>									
Liczba akcji (mln)		22.8									
<b>Equity Value na akcje (22.10.2024)</b>		<b>44.9</b>									
<b>12M Target Price (PLN)</b>		<b>50.6</b>									
Obecna cena rynkowa		41.3									
<b>Potencjał wzrostu / (spadku)</b>		<b>22.5%</b>									

Źródło: Trigon DM

### Założenia do modelu DCF:

- premia rynkowa 6%
- rfr 5,5%
- beta nielewarowana 1x
- stopa wzrostu w okresie rezydualnym 1,5%

### #Wycena porównawcza

Company	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
Selena	10.8	9.6	8.2	6.2	5.7	5.1	8.3	7.5	6.6
<b>Median</b>	<b>14.2</b>	<b>12.0</b>	<b>11.0</b>	<b>8.0</b>	<b>7.4</b>	<b>6.8</b>	<b>11.3</b>	<b>9.9</b>	<b>8.9</b>
premium / (discount)	-24%	-20%	-25%	-22%	-24%	-25%	-26%	-24%	-25%
<b>Materiały budowlane - Polska</b>	<b>11.2</b>	<b>8.9</b>	<b>7.8</b>	<b>6.7</b>	<b>5.9</b>	<b>5.3</b>	<b>9.8</b>	<b>8.2</b>	<b>7.2</b>
Grupa Kęty	13.0	11.0	10.2	9.5	8.0	7.5	12.1	10.0	9.2
Snieżka	10.7	9.7	8.7	6.8	6.0	5.4	8.9	7.8	6.9
Ferro	9.5	7.9	6.8	6.5	5.7	5.1	7.7	6.7	6.0
Pekabex	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Rawlplug	11.8	8.1	6.6	6.7	5.8	5.2	10.6	8.7	7.5
<b>Materiały budowlane - zagranic</b>	<b>17.1</b>	<b>15.1</b>	<b>14.2</b>	<b>9.3</b>	<b>8.9</b>	<b>8.3</b>	<b>12.9</b>	<b>11.7</b>	<b>10.5</b>
3M	18.4	17.1	16.2	11.8	11.5	10.7	15.5	14.4	13.4
Sika	32.1	28.6	25.0	19.7	17.7	15.7	25.6	22.7	19.8
Saint-Gobain	13.4	12.4	11.4	7.3	6.7	6.2	10.0	9.0	8.1
Henkel	16.2	15.1	14.2	9.3	8.6	8.0	11.7	10.7	9.8
Kingspan	23.0	20.4	18.2	14.7	13.0	11.4	19.0	16.6	14.5
Akzo Nobel	15.9	14.1	12.5	9.9	9.0	8.3	13.1	11.7	10.5
RPM	24.5	23.1	21.2	16.0	14.8	13.8	18.9	17.4	16.0
Rockwool	17.7	17.4	16.7	9.3	8.9	8.4	12.9	12.7	11.8
Sto SE	17.1	13.4	11.6	5.1	4.2	3.8	9.6	7.1	6.1
Steico	11.5	14.2	11.4	5.9	6.3	5.2	9.6	10.4	9.3
Uzin UTZ	10.5	9.8	9.3	5.3	4.9	4.7	8.0	7.1	6.8
<b>Wycena cząstkowa roku</b>	<b>1,183</b>	<b>1,132</b>	<b>1,203</b>	<b>1,215</b>	<b>1,230</b>	<b>1,242</b>	<b>1,294</b>	<b>1,246</b>	<b>1,239</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena cząstkowa wskaźnika</b>	<b>1,173</b>	<b>1,229</b>	<b>1,260</b>						
Waga w wskaźnika	50%	50%	0%						

<b>Wycena bieżąca (mln PLN)</b>	<b>1,201</b>
Liczba akcji	26.8
Wycena bieżąca na akcję	43.8
<b>Wycena końcowa (PLN/akcje)</b>	<b>48</b>

Źródło: Trigon DM, Bloomberg

## Czynniki ryzyka

**(1) 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.

**(2) 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.

**(3) Ceny surowców i materiałów.** Rynek dostawców surowców jest mocno skonsolidowany, w związku z czym Spółką 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.

**(4) 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;

**(5) 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.

## 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 nadużyc na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyc na rynku) oraz uchylającej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektyw 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:

kapitałizacja - 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 wypływów 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

Cykł 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 wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – SELENA FM S.A.

KUPIUJ - w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

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 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

SOTP - metoda sumy części wycenia wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

- zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejścia lub restrukturyzacji.
- wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (risk-adjusted net present value)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

- zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu, szczególnie dla spółek innowacyjnych.
- wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

- zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych
- wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

- zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend
- wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

- zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny
- wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

- zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki
- wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

- zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych
- wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

- zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progno wartości przedsiębiorstwa
- wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

Jako podstawy wyceny lub metodok 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 zmienił. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

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](http://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 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.

Postępując 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.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczyl bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

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

Na datę sporządzenia Dokumentu:

- pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją; pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązaniymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów
- Dom Maklerski nie posiada akcji Emitenta
- Dom Maklerski nie pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcji animatora emitenta.
- 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
- z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług
- 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; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta, co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu
- członkowie władz Emitentów 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 Emitentów, 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 w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał dywidendy od 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. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

- 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
- nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

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.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

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.

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 zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.trigon.pl](http://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, porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: 2024-10-22 08:50

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 2024-10-22 08:50