



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

Śnieżka po znakomitym 2020 roku, ma za sobą dwa lata erozji wyników. Negatywnie na wynikach spółki odbił się spadek wolumenów, presja kosztowa oraz wojna w Ukrainie. Zysk netto dodatkowo był obciążony przez rosnące koszty odsetkowe. Poziom przychodów na dość stabilnym poziomie udało się utrzymać dzięki inflacji. Wyniki 4Q'22 były poniżej oczekiwań, spółka pokazała słabą marżę brutto ze sprzedaży, mimo wdrażanych w 2022 roku podwyżek cen. W 2023 rok Śnieżka wchodzi z jednej strony z celem poprawy rentowności (kolejna duża podwyżka wdrożona w 1Q'23, w tle także spadająca presja kosztowa), z drugiej przy wymagającym otoczeniu makro, które będzie wywierać dalszą presję na wolumeny (rosnące koszty niewykorzystanych mocy). Spółka ma za sobą 28% wzrost kursu od dołka z X'22. Jednocześnie EV/EBITDA'22=11,4x, a dla '23=9,8x (przy zakładanej przez nas 13% poprawie EBITDA r/r, głównie na bazie rentowności, przy ryzykach po stronie wolumenów). Uważamy, że wskaźniki w obecnym otoczeniu są wymagające, szczególnie jeśli spojrzymy na waluacje innych krajowych spółek z branży materiałów budowlanych (historycznie spółka notowana była zwykle z premią, która wynikała m.in. z wysokiej stopy dywidendy, ale ta w najbliższych dwóch latach będzie relatywnie niska). Wznowiamy wydawanie rekomendacji dotyczących spółki od zalecenia Redukuj, wyznaczając cenę docelową na poziomie 65,2 PLN.

Wyniki 4Q'22 (przychody: -3% r/r, EBITDA: -41% r/r, co stanowi odpowiednio 141 / 5 mln PLN) były poniżej oczekiwań naszych i rynku (konsensus zakładał 154 / 12 mln PLN). Sezonowo 4Q jest zwykle najniższy w roku, ale mimo wszystko za rozczarowujący uznajemy poziom marży brutto (36,4% - porównywalnie r/r, ale tak niskich poziomów marży spółka nie notowała wcześniej od wielu lat w 4Q). W 1Q'23 spółka wdrożyła kolejną podwyżkę cen (dwucyfrową, w 2022 roku ceny farb wg PSB były o 18% wyższe r/r) – powinno to pozwolić (przy obecnym spadku presji po stronie surowcowej) walczyć od odbudowę marży, ale z drugiej strony będzie powodować dalszą presję na wolumeny (zarząd spodziewa się ich dalszego spadku w 2023 roku). W 2023 roku spółka wchodzi przy ograniczonej aktywności zarówno na rynku mieszkaniowym (systematyczny spadek mieszkań w budowie, rynek może się ożywić w 2H'23, jeśli wejdą w życie zapowiadane programy wspierające popyt kredytowy) jak i przy niskich nastrojach konsumentów (wpływ na skłonność ponoszenia wydatków remontowych).

Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 817 mln PLN przychodów (+3% r/r), 120 mln PLN EBITDA oraz 46 mln PLN zysku netto. W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 880 mln PLN / 133 / 60 mln PLN. Zakładana poprawa wyników to głównie efekt poprawy rentowności (brutto ze sprzedaży z 38,4% w 2022 do 40,0% w 2023 i 40,6% w 2024). Celem zarządu w średnioterminowej perspektywie jest powrót do rentowności osiągniętych przez Covidem (w 2018-19 spółka miała średnio 42,2% marży brutto i 15,7% marży EBITDA) – zakładamy, że cele te uda się zrealizować w latach 2025-26.

Jednocześnie obecny poziom wyceny w naszej opinii jest już dość wymagający. Przy danych za 2022 rok EV/EBITDA wynosi >11x, dla naszych prognoz na lata 2023-24 jest to 9,8x i 8,5x. Historycznie spółka była notowana na podobnych średnich wyprzedzających, jednak inna była wtedy stopa wolna od ryzyka czy premia za ryzyko (spółka ma bezpośrednią ekspozycję na rynek ukraiński). Rynek dyskontuje już naszym zdaniem w bieżącej wycenie wygenerowanie przez Śnieżkę znacznej poprawy rentowności względem lat 2021-22 (zarówno poprzez poprawę marży handlowej jak i efekty kosztowe nowego centrum logistycznego). Uważamy, że jednocześnie pole do negatywnych zaskoczeń mogą stanowić wolumeny w 2023 roku (dalsze podwyżki cen przy niskich nastrojach konsumenckich). W średnim/długim terminie pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić trwała deeskalacja działań wojennych w Ukrainie czy udane wyjście spółki na kolejne (po Węgrzech) rynki Europy Centralnej i Południowej.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	821,3	794,9	791,7	817,1	880,3	944,9
Wynik brutto ze sprzed. [mln PLN]	345,6	315,3	304,2	327,2	357,3	393,2
SG&A [mln PLN]	241,1	240,0	235,4	243,4	259,9	276,5
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	104,5	75,2	68,8	83,8	97,4	116,7
PPO/PKO [mln PLN]	-2,0	0,2	0,6	-1,8	-1,8	-1,8
EBITDA [mln PLN]	136,1	111,4	106,2	120,0	133,4	151,1
EBIT [mln PLN]	102,5	75,5	69,4	82,0	95,6	114,9
Zysk brutto [mln PLN]	104,0	76,8	53,0	60,7	78,8	102,0
Zysk netto [mln PLN]	78,0	59,7	36,7	45,6	60,2	78,9
P/BV	3,0	2,9	3,0	2,7	2,5	2,2
P/E	11,3	14,7	23,9	19,2	14,6	11,1
EV/EBITDA	8,4	10,8	11,4	9,8	8,5	7,2
EV/EBIT	11,2	15,9	17,4	14,4	11,9	9,4

REDUKUJ

(WZNOWIENIE REKOMENDACJI)

WYCENA 65,2 PLN

16 MARZEC 2023, 13:40 CEST

Wycena DCF [PLN]	64,3
Wycena porównawcza [PLN]	69,0
Wycena końcowa [PLN]	65,2
Potencjał do wzrostu / spadku	-6,3%
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	69,6
Kapitalizacja [mln PLN]	878,2
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	71,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	55,2
Stopa zwrotu za 3 mc	11,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,2%
Struktura akcjonariatu:	
Stanisław Cymbor	20,1%
Jerzy Pater	20,1%
OFE Drugi Allianz	11,1%
Rafał Mikrut	10,1%
Piotr Mikrut	10,1%
OFE N-N	9,4%
Pozostali	19,1%

stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

Krzysztof Pado

pado@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
P/E	14,8	11,3	14,7	23,9	19,2	14,6	11,1
P/BV	3,3	3,0	2,9	3,0	2,7	2,5	2,2
EV/EBITDA	10,2	8,4	10,8	11,4	9,8	8,5	7,2
EV/EBIT	13,8	11,2	15,9	17,4	14,4	11,9	9,4
EV/S	1,5	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1
BVPS	21,0	23,3	24,1	23,2	25,4	28,3	32,2
EPS	4,7	6,2	4,7	2,9	3,6	4,8	6,3
DPS (w danym roku)	3,2	3,0	3,6	2,5	1,5	1,8	2,4
Payout ratio	66%	64%	58%	53%	50%	50%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	717	821	795	792	817	880	945
Polska	480	524	527	537	545	590	634
Węgry	99	162	145	137	140	149	158
Ukraina	77	76	80	68	80	86	95
Pozostałe	60	58	43	49	52	55	58
Zysk brutto ze sprzedaży	304	346	315	304	327	357	393
SG&A	219	241	240	235	243	260	277
Zysk na sprzedaży	85	105	75	69	84	97	117
Polska	124	135	134	135	148	163	182
Węgry	18	38	22	20	23	27	32
Ukraina	26	28	25	22	24	26	29
Pozostałe	21	19	9	14	15	16	18
Nieprzypisane	-103	-116	-115	-122	-126	-135	-144
PPO/PKO	-6	-2	0	1	-2	-2	-2
EBITDA	107	136	111	106	120	133	151
EBIT	79	103	75	69	82	96	115
Zysk brutto	79	104	77	53	61	79	102
Zysk netto	60	78	60	37	46	60	79
Dług netto	214	271	320	327	300	257	204

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	22%	15%	-3%	0%	3%	8%	7%
EBITDA zmiana r/r	9%	27%	-18%	-5%	13%	11%	13%
Zysk netto zmiana r/r	-3%	31%	-23%	-39%	24%	32%	31%
Marża brutto ze sprzedaży	42,4%	42,1%	39,7%	38,4%	40,0%	40,6%	41,6%
Marża EBITDA	14,9%	16,6%	14,0%	13,4%	14,7%	15,1%	16,0%
Marża netto	8,3%	9,5%	7,5%	4,6%	5,6%	6,8%	8,4%
ROE	22,4%	26,6%	19,6%	12,5%	14,3%	16,8%	19,4%
ROA	9,0%	11,0%	7,4%	4,6%	5,7%	7,3%	9,2%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	416	492	577	573	576	572	570
WNIp	79	85	83	72	68	65	63
Rzeczowe aktywa trwałe	331	402	490	496	504	503	503
Pozostałe aktywa trwałe	6	6	5	4	4	4	4
Aktywa obrotowe	246	217	226	221	221	250	287
Zapasy	108	104	136	125	121	126	129
Należności krótkoterminowe	99	98	73	76	79	85	91
Środki pieniężne	36	16	16	20	21	39	67
Pozostałe aktywa obrotowe	2	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	661	710	803	794	797	822	858
Kapitał własny	265	293	304	293	320	358	406
Udziały mniejszości	33	33	30	28	33	38	44
Zobowiązania i rezerwy	363	383	469	473	444	426	407
Rezerwy na zobowiązania	19	24	24	19	19	19	19
Oprocentowane zobowiązania	250	286	336	347	321	296	271
Zobowiązania pozostałe	94	73	109	107	104	111	117
Pasywa razem	661	710	803	794	797	822	858
Dług netto	214	271	320	327	300	257	204
Dług netto / Kapitał własny	0,8	0,9	1,1	1,1	0,9	0,7	0,5
Dług netto / EBITDA	2,0	2,0	2,9	3,1	2,5	1,9	1,4

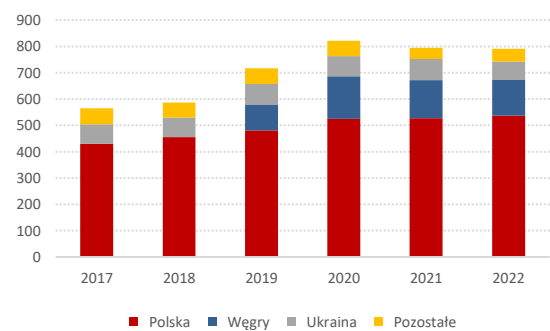
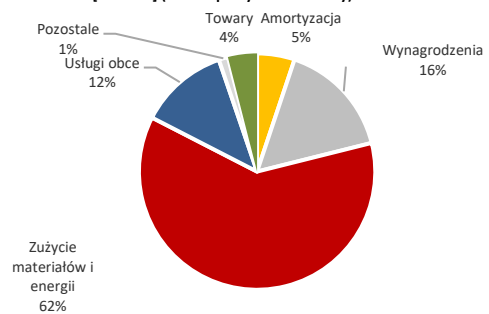
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	99	121	124	98	107	116	130
CFI	-176	-125	-109	-47	-41	-34	-34
CFF	106	-13	-16	-44	-65	-64	-68
- w tym dywidenda	40	38	45	32	18	23	30
Przepływy pieniężne netto	29	-17	-1	7	1	18	28
CAPEX / Amortyzacja	316%	377%	307%	145%	108%	90%	95%

ŚNIEŻKA

Rekomendacja	Redukuj	www:	www.sniezka.pl
Wycena końcowa [PLN]	65,2	daty najbliższych raportów:	
Potencjał do wzrostu /	-6,3%	1Q'23:	16 maj
Cena rynkowa [PLN]	69,6	2Q'23:	19 wrz
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6		
Kapitalizacja [mln PLN]	878		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	241	145	190	213	248	141
Polska	156	93	138	147	162	92
Węgry	44	28	35	37	42	24
Ukraina	27	18	9	17	27	15
Pozostałe	14	7	9	13	17	10
Zysk brutto ze sprzedaży	96	53	73	86	95	51
SG&A	65	55	54	64	63	54
Zysk na sprzedaży	31	-2	19	22	31	-3
Polska	39	15	40	37	41	17
Węgry	8	2	6	9	4	1
Ukraina	8	6	1	7	11	4
Pozostałe	-51	-53	-60	-63	-54	-54
Nieprzypisane	27	27	31	33	29	29
PPO/PKO	0	1	-1	3	1	-2
EBITDA	40	8	27	34	41	5
EBIT	31	-1	18	25	32	-5
Zysk brutto	30	1	14	19	27	-6
Zysk netto	23	0	11	9	20	-3
Dług netto	305	320	395	382	331	327

Wskaźniki	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody zmiana r/r	-4,1%	3,9%	4,0%	-5,9%	2,8%	-2,7%
EBITDA zmiana r/r	-22,7%	105,6%	-13,6%	3,3%	2,8%	-40,6%
Zysk netto zmiana r/r	-28,6%	-97,9%	-32,0%	-56,0%	-14,4%	---
Marża brutto ze sprzedaży	39,7%	36,4%	38,4%	40,1%	38,2%	36,4%
Marża EBITDA	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%
Marża netto	9,7%	0,0%	5,8%	4,2%	8,0%	-2,3%

Struktura przychodów [mln PLN]

Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)


WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2023 – 2025 dała wartość 1 akcji na poziomie 69,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 64,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów farb (67%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 65,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	64,3
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	69,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	32,0
- wycena do zagranicznych producentów farb	67%	87,5
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		65,2

Źródło: BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku zakładamy 817 mln PLN przychodów (+3%, głównie na bazie wzrostu cen, szansę na poprawę wolumenów widzimy od 2H'23). W 2025 roku zakładamy przekroczenie 0,9 mld PLN przychodów, a pod koniec naszej szczegółowej prognozy estymujemy przekroczenie 1,2 mld PLN. Źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w ostatnim czasie procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych. Zakładamy, że spółka będzie kontynuować produkcję i sprzedaż na rynku ukraińskim (w 2022 roku wypracowano 68 mln PLN przychodów, zakładamy osiągnięcie ok 100 mln PLN w 2026 roku). Przychody na rynku węgierskim spadły z 162 mln PLN w 2020 roku do 137 mln PLN (częściowo przez niekorzystne zachowanie kursu HUF). Zakładamy odbudowę do poziomu z 2020 roku w latach 2025/26.
- Marża brutto ze sprzedaży spadła do 38,4% w 2022 (najniższy poziom od 2015 roku, w rekordowych latach 2019-20 przekraczała 42%). Zakładamy, że wyniku przeprowadzonych podwyżek cen produktów oraz spadku presji surowcowej, spółka poprawi rentowności brutto ze sprzedaży do 40,0% w 2023 i 40,6% w 2024 (w 2024-25 powinny naszym zdaniem też być wyraźniej widoczne efekty nowego centrum logistycznego). Celem zarządu w średnioterminowej perspektywie jest powrót do rentowności osiąganych przez Covidem (w 2018-19 spółka miała średnio 42,2% marży brutto i 15,7% marży EBITDA) – zakładamy, że cele te uda się zrealizować w latach 2025-26. W długim terminie zakładamy ok. 16-17% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,1%).
- CAPEX spółki 2023 roku zakładamy na poziomie nieco ponad 40 mln PLN (zgodnie z założeniami zarządu). W kolejnych latach przyjmujemy poziom niższy lub równy amortyzacji (odtworzeniowy). Zwracamy uwagę, że spółka ma za sobą duży program inwestycyjny (w latach 2018-22 wydano 448 mln PLN - m.in. budowa nowego centrum logistycznego, wcześniej także zwiększenie mocy produkcyjnych w Polsce) a zdolności produkcyjne nie są w pełni wykorzystane (w 2022 roku produkcja stanowiła ok. 84% wolumenu osiągniętego w 2020 roku, a wtedy także nie stanowiło to pełnego wykorzystania mocy). W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2032 roku.
- Model nie uwzględnia akwizycji.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową uwzględniając lokalne uwarunkowania podatkowe (m.in. 19% w Polsce i 9% na Węgrzech).
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2022 roku. Opcja put na 20% udziałów w Poli-Farbe ujęta jest w długi netto (wg wyceny bilansowanej na koniec 2022 roku, czyli 44,8 mln PLN – wysokość potencjalnego kosztu nabycia będzie uzależniona od EBITDA generowanego przez Poli-Farbe).
- Wzrost FCFE w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 16 marca 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 811 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 64,3 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	817,1	880,3	944,9	1001,1	1051,7	1097,3	1137,2	1173,9	1204,1	1235,0
EBIT [mln PLN]	82,0	95,6	114,9	127,6	141,6	150,9	159,3	167,0	173,9	181,4
Stopa podatkowa	17,0%	17,0%	17,0%	17,3%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,5%	17,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,9	16,3	19,5	22,1	24,6	26,3	27,8	29,1	30,4	31,7
NOPLAT [mln PLN]	68,1	79,4	95,3	105,5	116,9	124,6	131,6	137,8	143,6	149,7
Amortyzacja [mln PLN]	38,1	37,7	36,2	36,0	35,9	36,0	36,2	36,5	36,8	37,2
CAPEX [mln PLN]	-41,1	-33,9	-34,5	-35,0	-35,5	-36,0	-36,4	-36,8	-37,1	-37,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,0	-4,2	-3,8	-6,5	-5,9	-5,7	-4,8	-4,2	-3,4	-3,7
FCF [mln PLN]	63,0	79,0	93,3	100,0	111,5	119,0	126,6	133,4	139,8	145,7
DFCF [mln PLN]	58,4	66,4	71,0	68,7	69,0	66,2	63,1	59,5	55,7	51,8
Suma DFCF [mln PLN]	629,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1432,1									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	508,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1138,6									
Dług netto 2022 [mln PLN]	327,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	811,2									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	64,3									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	3,2%	7,7%	7,3%	6,0%	5,1%	4,3%	3,6%	3,2%	2,6%	2,6%
EBIT zmiana r/r	18,1%	16,7%	20,1%	11,1%	10,9%	6,6%	5,6%	4,8%	4,2%	4,3%
FCF zmiana r/r	40,6%	25,4%	18,1%	7,1%	11,5%	6,7%	6,4%	5,4%	4,8%	4,2%
Marża EBITDA	14,7%	15,1%	16,0%	16,3%	16,9%	17,0%	17,2%	17,3%	17,5%	17,7%
Marża EBIT	10,0%	10,9%	12,2%	12,7%	13,5%	13,8%	14,0%	14,2%	14,4%	14,7%
Marża NOPLAT	8,3%	9,0%	10,1%	10,5%	11,1%	11,4%	11,6%	11,7%	11,9%	12,1%
CAPEX / Przychody	5,0%	3,9%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	108,0%	89,9%	95,2%	97,3%	98,9%	99,9%	100,4%	100,7%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,5%	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,0%	6,6%	5,8%	11,6%	11,6%	12,4%	12,0%	11,3%	11,4%	11,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Premia za ryzyko	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	59,7%	64,0%	68,4%	72,5%	76,5%	80,2%	84,3%	88,2%	91,6%	95,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	40,3%	36,0%	31,6%	27,5%	23,5%	19,8%	15,7%	11,8%	8,4%	4,7%
WACC	10,0%	10,2%	10,5%	10,8%	11,0%	11,3%	11,5%	11,8%	12,0%	12,2%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	71,0	76,4	83,3	Premia za ryzyko	5,5%	68,3	73,4	79,7	Premia za ryzyko	5,5%	79,2	73,4	68,2
	0,9	65,3	70,0	75,7		6,0%	64,1	68,6	74,1		6,0%	74,4	68,6	63,5
	1,0	60,3	64,3	69,1		6,5%	60,3	64,3	69,1		6,5%	70,0	64,3	59,3
	1,1	55,9	59,3	63,3		7,0%	56,8	60,4	64,6		7,0%	66,0	60,4	55,4
	1,2	51,8	54,8	58,3		7,5%	53,6	56,8	60,5		7,5%	62,3	56,8	51,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki globalnych producentów farb (waga 67%). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 69,0 PLN/akcję. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty geograficzne i asortymentowe, różna polityka dywidendowa).

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Decora	12,3	11,5	10,6	7,5	6,8	6,4
Ferro	7,8	6,6	6,2	5,3	4,7	4,4
Selena FM	7,0	6,6	6,5	4,1	3,7	3,1
Mediana	7,8	6,6	6,5	5,3	4,7	4,4
Śnieżka	19,2	14,6	11,2	9,8	8,5	7,3
Premia/dyskonto	146%	120%	72%	85%	82%	65%
Wycena wg wskaźnika	28,3	31,6	40,5	26,8	28,9	35,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	33,5			30,4		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	32,0					

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

Wycena porównawcza do globalnych producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Akzo Nobel	19,6	14,7	12,4	11,8	9,5	8,6
Asian Paints	55,8	49,2	41,3	36,7	32,2	27,4
H.B. Fuller	12,6	11,6	11,3	7,7	7,6	7,4
Kansai Paint	18,1	16,7	13,4	8,3	7,6	6,4
PPG Industries	19,5	16,6	15,3	13,2	11,5	10,7
RPM International	17,7	15,3	14,9	12,0	10,5	9,9
Sherwin-Williams	25,8	22,5	19,6	17,9	16,2	14,7
Mediana	19,5	16,6	14,9	12,0	10,5	9,9
Śnieżka	19,2	14,6	11,2	9,8	8,5	7,3
Premia/dyskonto	-1%	-12%	-25%	-19%	-19%	-27%
Wycena wg wskaźnika	70,5	79,1	92,5	90,8	90,7	101,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	80,7			94,3		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	87,5					

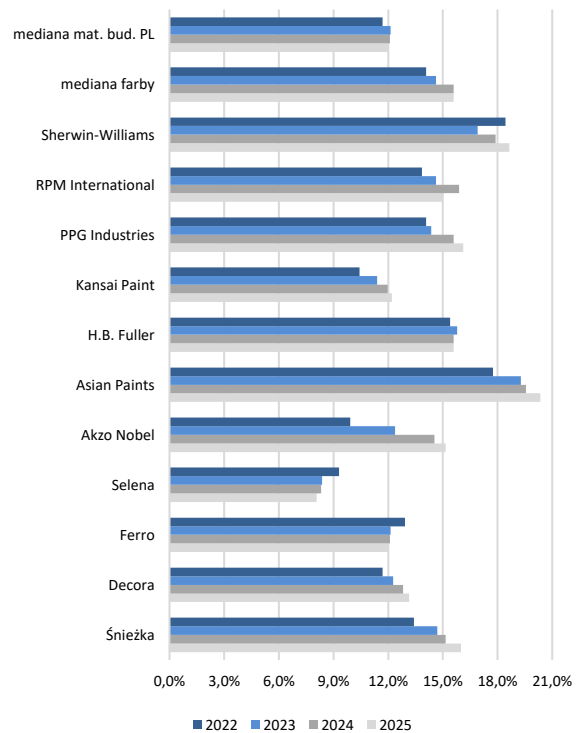
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		69,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	32,0
- wycena do globalnych producentów farb	67%	87,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA

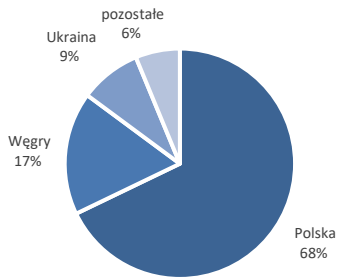


Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne, Bloomberg

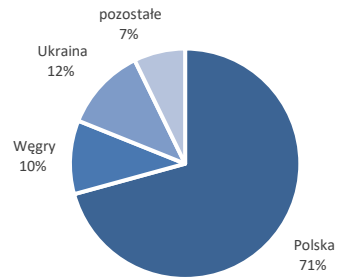
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2022 roku Śnieżka wypracowała tu 537 mln PLN przychodów, co oznaczało 68% sprzedaży skonsolidowanej. W 4Q'22 sprzedaż na rynku polskim spadła o 1% r/r (w całym 2022 wzrosła o 2% r/r). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (17% przychodów spółki w 2022, przychody r/r: -5%) oraz Ukraina (9%, przychody r/r: -15%).

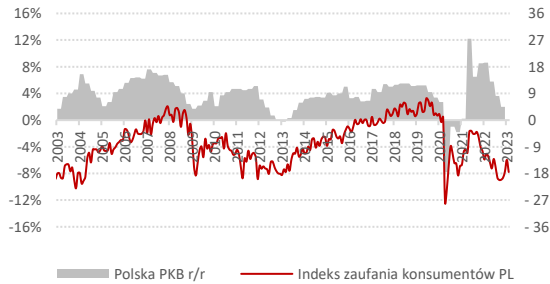
Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



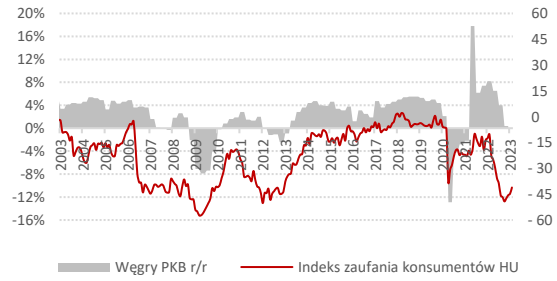
Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



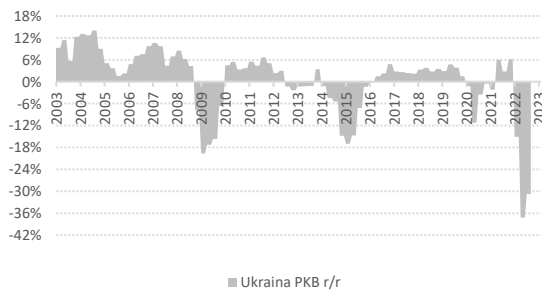
Źródło: BDM S.A., spółka
PKB Polska r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



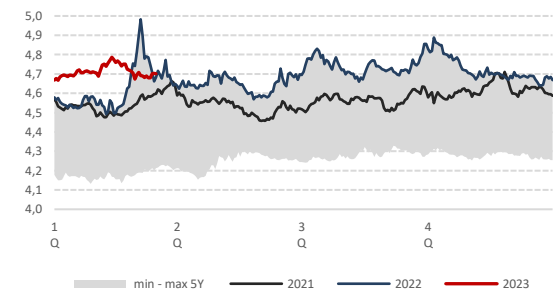
Źródło: BDM S.A., spółka
PKB Węgry r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



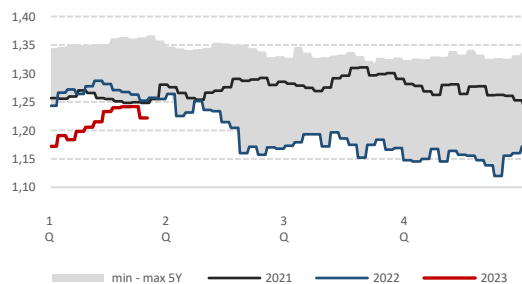
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
PKB Ukraina r/r



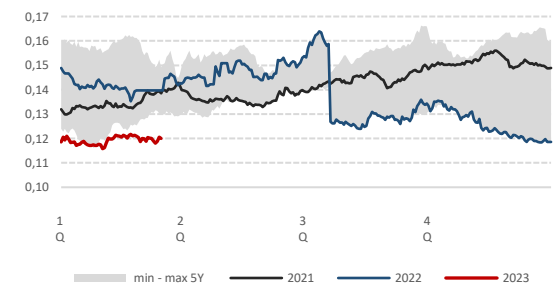
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska
EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg
100HUF/PLN



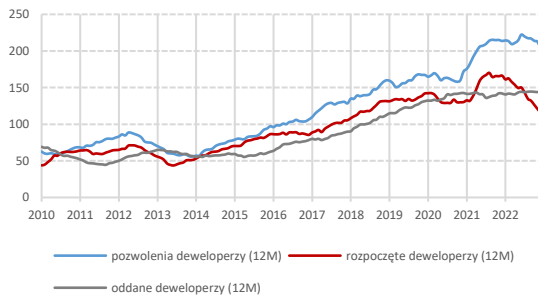
Źródło: BDM S.A., Bloomberg
UAH/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

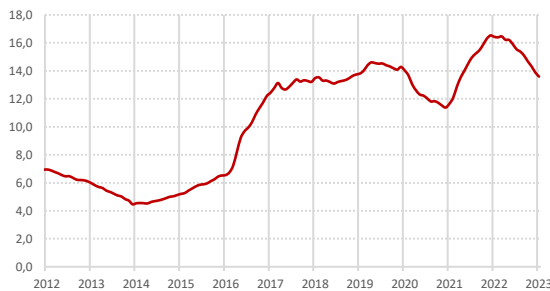
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rynek mieszkaniowy – Polska, deweloperzy [tys szt, 12M narast.]



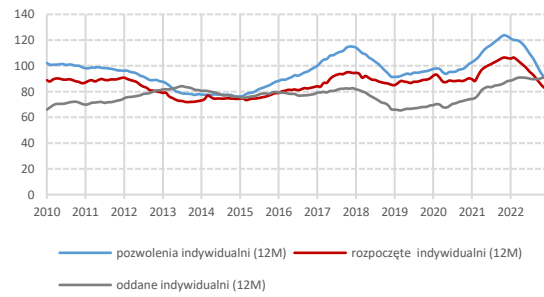
Źródło: BDM S.A., GUS

Pozwolenia na budowę bud. mieszkalnych – Węgry [tys szt, 12M narast.]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Rynek mieszkaniowy – Polska, indywidualni [tys szt, 12M narast.]

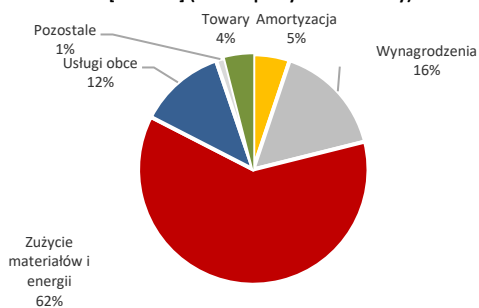


Źródło: BDM S.A., GUS

Surowce

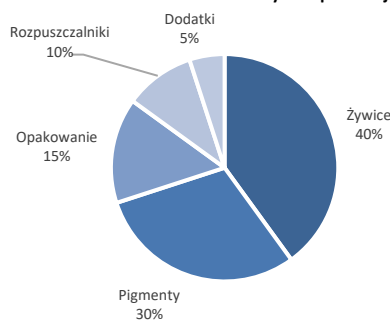
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (te z kolei stanowią około 62% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Około 15% udział w kosztach materiałowych mają opakowania (plastik lub metal), około 10% udział mają rozpuszczalniki a 5% inne dodatki. Koszty energii i gazu w przypadku produkcji farb nie są pozycjami istotnie wpływającymi na marżowość. W 2022 roku zużycie energii w grupie wyniosło ok. 11 tys MWh (spółka nie podała zużycia gazu).

Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka 2022

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb



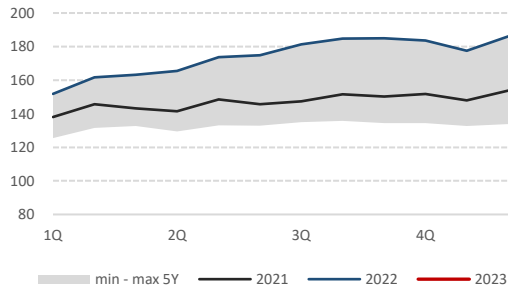
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams 2022

Ceny bieli w Europie w 3Q'22 osiągnęły swój historyczny szczyt. Od tego czasu bardzo powoli, ale systematycznie, spadają. Zwracamy uwagę, że ceny bieli są bardzo cykliczne, a wzrosty za okresu 2021-22 bardzo przypominały swoim zasięgiem wzrost z lat 2020-11 czy 2016-17, po których następowały głębokie korekcyjne spadki (poniżej długoterminowej linii wzrostowego trendu ceny). Warto podkreślić, że np. ceny w Chinach już w 4Q'22 zaliczyły mocne spadki i obecnie są o ok. 1/3 niższe niż rok temu.

Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – obecnie ceny są w większości wypadków niższe niż rok temu. Spadki w porównaniu do 2022 roku zaliczają także materiały opakowaniowe (w przypadku farb są to głównie plastikowe i stalowe puszki)

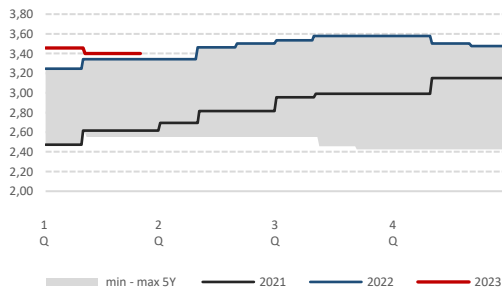
Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku, a w ostatnich miesiącach nadal, mimo spadku presji surowcowej, udaje mu się notować (wolniejsze) wzrosty. W styczniu'23 ceny były o 19% wyższe r/r. Śnieżka podwyżki cen wprowadzała systematycznie na przestrzeni ostatnich kwartałów. Zwracamy także uwagę, że popyt w ostatnich latach przesunął się w kierunku droższych jednostkowo farb.

Indeks cen farb PSB



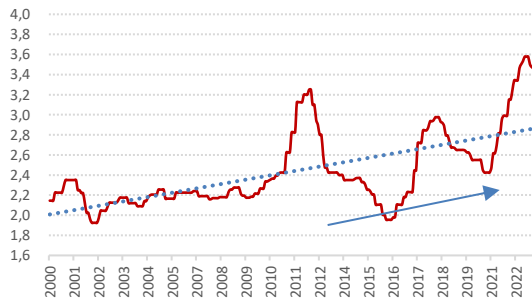
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 100 = grudzień 2010

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



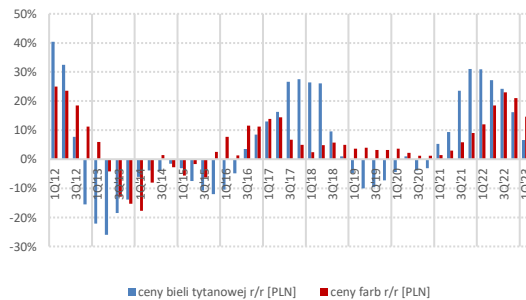
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]



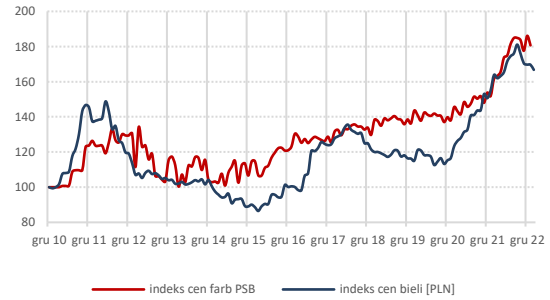
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



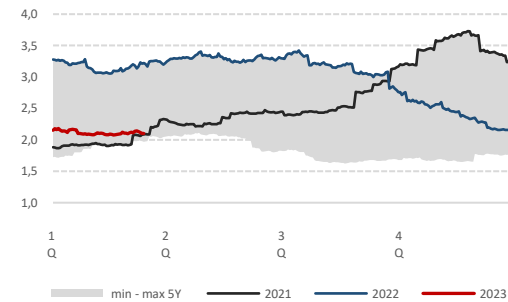
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]



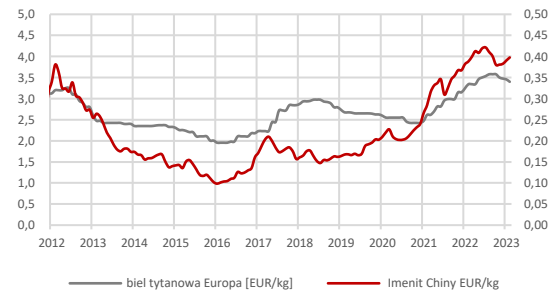
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]



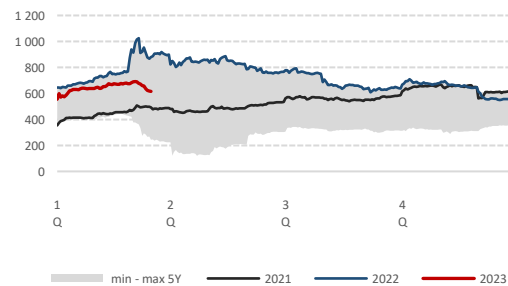
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Ceny bieli [Europa, EUR/kg] vs ceny ilmenitu [Chiny, EUR/kg]



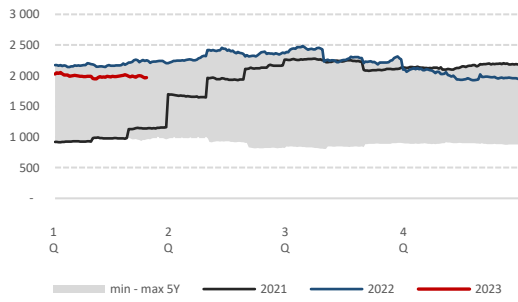
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, *bazowy surowiec do produkcji bieli

Nafta [EUR/t]

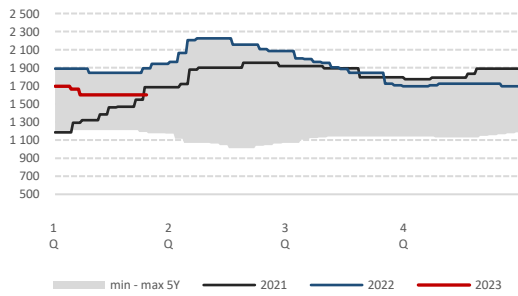


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kwas akrylowy [EUR/t]

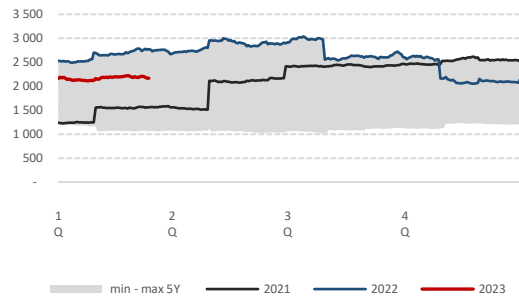


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg
Polietylen [EUR/t]

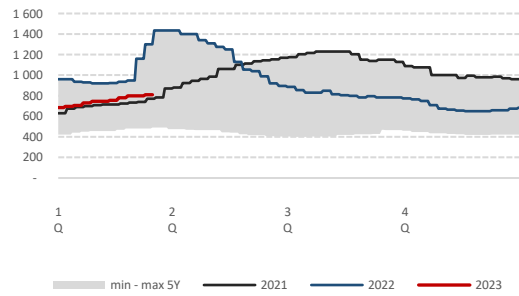


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Octan winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg
Stal [EUR/t]

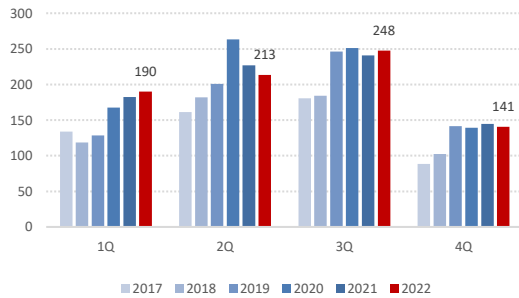
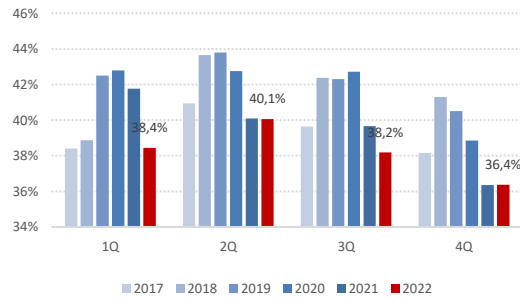


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

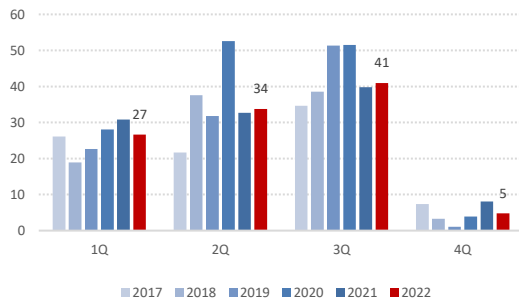
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY
Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22
Przychody	128,5	201,0	246,1	141,5	167,8	263,3	251,1	139,1	182,6	226,9	240,8	144,5	189,9	213,5	247,6	140,7
Polska	104,3	139,5	150,0	86,6	106,0	172,8	159,2	86,4	126,6	151,5	156,2	92,8	137,5	146,5	161,6	91,6
Węgry	0,5	22,2	48,8	27,8	33,0	52,0	49,6	27,4	31,0	41,8	44,2	27,5	34,6	36,6	41,9	23,7
Ukraina	13,7	22,3	26,0	15,5	16,1	22,2	24,1	14,0	15,7	20,4	26,6	17,6	8,8	17,1	27,2	15,1
pozostałe	10,0	17,0	21,3	11,5	12,7	16,3	18,2	11,2	9,3	13,2	13,9	6,6	8,9	13,3	16,9	10,3
Zysk brutto ze sprzedaży	54,6	88,0	104,1	57,3	71,8	112,6	107,3	54,0	76,3	90,9	95,5	52,5	73,0	85,5	94,6	51,2
SG&A	36,9	61,8	59,5	61,0	51,1	68,6	64,0	57,4	53,2	67,5	64,8	54,6	54,0	63,9	63,3	54,2
Wynik na sprzedaży	17,8	26,2	44,6	-3,7	20,7	43,9	43,3	-3,4	23,1	23,4	30,8	-2,0	18,9	21,6	31,2	-3,0
Polska	30,7	34,3	42,9	16,0	31,3	45,5	43,0	15,1	42,0	38,6	38,6	15,2	40,2	36,8	40,7	17,4
Węgry	0,1	5,7	7,6	4,3	6,3	14,5	13,2	4,0	4,1	7,1	8,5	2,4	6,2	8,7	4,3	0,6
Ukraina	4,5	8,6	10,7	2,0	7,0	7,3	9,1	4,8	4,9	5,6	8,1	5,9	1,4	6,5	10,7	3,8
pozostałe	3,4	5,7	10,8	1,0	4,9	4,8	6,0	3,6	2,6	2,3	2,7	1,7	2,0	2,5	4,8	4,5
koszty nieprzypisany	-20,9	-28,0	-27,3	-26,9	-28,8	-28,1	-28,0	-30,9	-30,5	-30,2	-27,0	-27,2	-30,8	-32,9	-29,2	-29,2
PPO/PKO	-0,5	-0,6	-0,5	-4,3	-0,6	0,1	-0,3	-1,2	-1,1	0,5	-0,2	0,9	-1,1	2,9	0,5	-1,7
EBITDA	22,6	31,8	51,4	1,0	28,1	52,6	51,5	3,9	30,8	32,7	39,8	8,1	26,6	33,8	41,0	4,8
EBIT	17,3	25,6	44,1	-8,0	20,1	44,0	43,0	-4,6	22,0	24,0	30,6	-1,1	17,8	24,5	31,8	-4,7
Saldo finansowe	-0,2	-0,2	-0,4	0,3	-1,1	0,3	0,4	1,3	-0,8	0,8	-0,7	1,7	-3,6	-5,8	-5,3	-1,8
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0
Zysk brutto	17,1	25,6	43,9	-7,7	19,0	44,6	43,6	-3,2	21,3	25,0	30,1	0,5	14,2	18,8	26,5	-6,5
Zysk netto	14,0	19,5	33,7	-7,8	14,2	33,6	32,6	-2,5	16,3	20,2	23,3	-0,1	11,1	8,9	19,9	-3,2
CFO	-16,0	23,6	64,5	27,1	2,4	56,8	62,7	-1,2	-8,1	48,5	67,3	16,4	-51,9	27,0	100,7	22,4
Dług netto	89,2	234,9	195,1	213,7	253,8	225,9	221,2	270,9	304,8	333,3	305,5	319,8	394,7	381,9	330,9	327,3
przychody r/r	8,5%	10,5%	33,7%	38,1%	30,5%	31,0%	2,0%	-1,7%	8,8%	-13,8%	-4,1%	3,9%	4,0%	-5,9%	2,8%	-2,7%
Polska	13,4%	-1,8%	5,9%	8,1%	1,6%	23,9%	6,1%	-0,2%	19,5%	-12,3%	-1,9%	7,4%	8,7%	-3,3%	3,5%	-1,3%
Węgry	---	---	---	---	---	133,9%	1,7%	-1,4%	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%
Ukraina	-15,0%	8,6%	3,3%	32,2%	17,7%	-0,2%	-7,3%	-9,8%	-2,0%	-8,3%	10,4%	25,6%	-44,2%	-15,9%	2,5%	-14,1%
pozostałe	-3,4%	-12,3%	23,3%	9,1%	27,6%	-4,2%	-14,5%	-2,4%	-27,2%	-18,8%	-23,8%	-41,4%	-3,7%	0,7%	22,0%	56,6%
marża brutto ze sprzedaży	42,5%	43,8%	42,3%	40,5%	42,8%	42,7%	42,7%	38,9%	41,8%	40,1%	39,7%	36,4%	38,4%	40,1%	38,2%	36,4%
SG&A/przychody	28,7%	30,8%	24,2%	43,1%	30,5%	26,1%	25,5%	41,3%	29,1%	29,8%	26,9%	37,8%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%
marża na sprzedaży	13,8%	13,0%	18,1%	-2,6%	12,3%	16,7%	17,2%	-2,4%	12,6%	10,3%	12,8%	-1,4%	10,0%	10,1%	12,6%	-2,1%
Polska	29,4%	24,6%	28,6%	18,4%	29,5%	26,3%	27,0%	17,5%	33,1%	25,5%	24,7%	16,4%	29,2%	25,1%	25,2%	19,0%
Węgry	17,4%	25,5%	15,6%	15,4%	19,2%	28,0%	26,6%	14,7%	13,4%	17,0%	19,1%	8,7%	17,8%	23,9%	10,3%	2,4%
Ukraina	32,9%	38,4%	41,3%	12,6%	43,3%	32,7%	37,8%	34,0%	31,4%	27,7%	30,3%	33,4%	15,8%	38,1%	39,2%	24,8%
pozostałe	33,8%	33,7%	50,5%	8,9%	38,4%	29,2%	32,9%	32,0%	27,5%	17,6%	19,4%	26,4%	22,4%	18,5%	28,3%	44,0%
koszty nieprzypisany	-16,3%	-14,0%	-11,1%	-19,0%	-17,2%	-10,7%	-11,1%	-22,2%	-16,7%	-13,3%	-11,2%	-18,9%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%
marża EBITDA	17,6%	15,8%	20,9%	0,7%	16,8%	20,0%	20,5%	2,8%	16,9%	14,4%	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%
marża EBIT	13,4%	12,7%	17,9%	-5,7%	12,0%	16,7%	17,1%	-3,3%	12,1%	10,6%	12,7%	-0,8%	9,4%	11,5%	12,8%	-3,3%
marża netto	10,9%	9,7%	13,7%	-5,5%	8,5%	12,8%	13,0%	-1,8%	8,9%	8,9%	9,7%	0,0%	5,8%	4,2%	8,0%	-2,3%

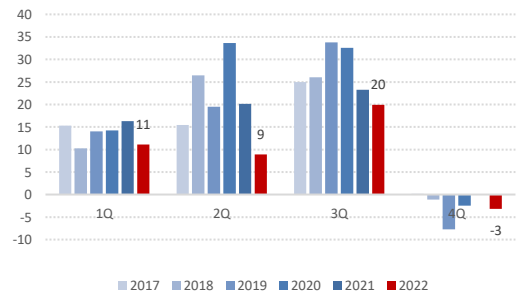
Źródło: DM BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]

Marża brutto ze sprzedaży


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


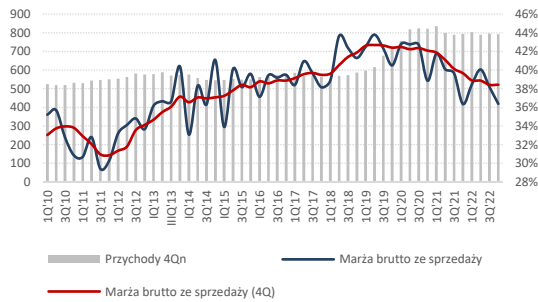
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]


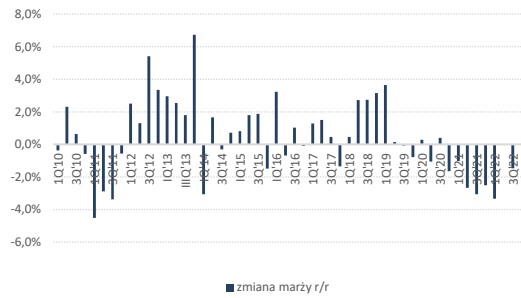
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

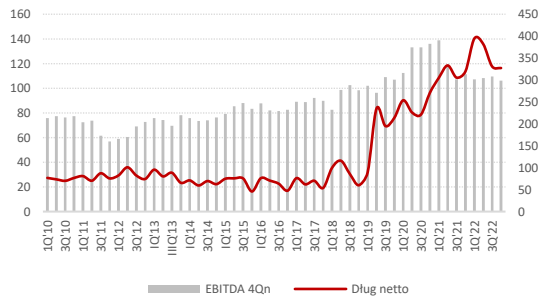


Zmiana marży brutto ze sprzedaży r/r



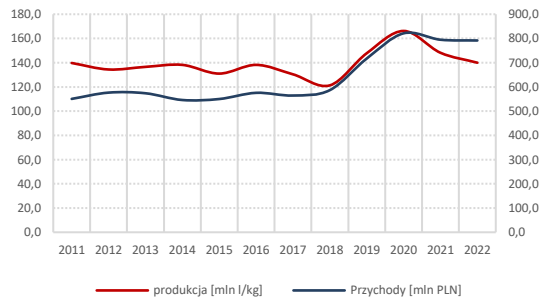
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA 4Q narastająco i dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Produkcja (wolumeny) vs przychody ze sprzedaży



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki za 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	4Q'22P kons.	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	144,5	140,7	-2,7%	144,8	-2,9%	153,9	-8,6%	794,9	791,7	-0,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,5	51,2	-2,6%	56,8	-9,9%	---	---	315,3	304,2	-3,5%
Zysk na sprzedaży	-2,0	-3,0	---	2,6	---	---	---	75,2	68,8	-8,6%
EBITDA	8,1	4,8	-40,6%	10,6	-54,9%	11,9	-59,8%	111,4	106,2	-4,7%
EBIT	-1,1	-4,7	---	1,3	---	2,1	---	75,5	69,4	-8,0%
Zysk (strata) brutto	0,5	-6,5	---	-1,9	---	---	---	76,8	53,0	-31,0%
Zysk (strata) netto	-0,1	-3,2	---	-1,2	---	-1,0	---	59,7	36,7	-38,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	36,4%	36,4%	---	39,2%	---	---	---	39,7%	38,4%	---
Marża EBITDA	5,6%	3,4%	---	7,3%	---	7,7%	---	14,0%	13,4%	---
Marża EBIT	-0,8%	-3,3%	---	0,9%	---	1,4%	---	9,5%	8,8%	---
Marża zysku netto	0,0%	-2,3%	---	-0,8%	---	-0,6%	---	7,5%	4,6%	---

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Wyniki za 4Q'22 były słabsze r/r i poniżej oczekiwań rynkowych (nasza prognoza była niższa niż konsensus, ale wyniki są także poniżej naszych założeń). Kwartał sezonowo zawsze jest najslabszy w roku.
- W całym 2022 spółka odnotowała 792 mln PLN przychodów, 106 mln PLN EBITDA oraz 37 mln PLN zysku netto (co jest wynikiem najslabszym od 2011 roku ze względu na duże obciążenie wyniku kosztami odsetkowymi).
- W samym 4Q'22 spółka miała 141 mln PLN przychodów, 4,8 mln PLN EBITDA oraz ok -3,2 mln PLN straty netto.
- Przychody w 4Q'22 - Polska: -1% r/r (przy 21% wzroście cen farb wg PSB), Węgry: -14% r/r (-5% w HUF), Ukraina -14% r/r (+3% w UAH)
- Marża brutto ze sprzedaży na poziomie 36,4% - oprócz słabej sprzedaży w tej pozycji upatrujemy głównego rozczarowania. W 2H'22 zaczęły korygować się ceny surowców używanych przez spółkę, przy nadal podnoszącym się indeksie cen farb, jednak nie pojawił się żaden pozytywny efekt z tego tytułu, zakładamy, że wyniki obciąża niskie wykorzystanie mocy.
- Dług netto po 4Q'22 na poziomie 327 mln PLN (w tym 45 mln PLN opcja na sprzedaż udziałów w Poli-Farbe przez akcjonariuszy mniejszościowych). Rok temu było to 319,8 mln PLN
- CF operacyjny w 4Q'22: +22 mln PLN (+16 mln PLN w 4Q'21). W całym roku: +98 mln PLN (+124 mln PLN w 2021).
- CAPEX w 2022 roku wyniósł 53 mln PLN (wg rachunku przepływów pieniężnych). Spółka zakłada poziom 42 mln PLN w 2023.
- Zatrudnienie średnie w 2022 roku wyniosło 1150 osób (606 w jednostce dominującej) vs 1361 w 2021. Około 2/3 redukcji zatrudnienia dotyczyły spółek zależnych (133 z 211 osób).

- Spółka nie podała w raporcie rocznym dokładnych wolumenów. Podano tylko ogólną informację o wytwarzaniu obecnie 140 mln kg produktów rocznie w zakładach spółki (w 2021 było to 148 mln l/kg, w 2020 166 mln l/kg). Szacujemy, że ceny farb w Polsce w 2022 roku były średnio 19% wyższe r/r i 24% wyższe w stosunku do 2020 roku (na bazie danych PSB).

Podsumowanie konferencji wynikowej po 4Q'22 (15 marca 2023)

- **Wyniki**

Zarząd jest zadowolony z wyników, biorąc pod uwagę wymagające otoczenie, spółka zwiększyła udziały rynkowe w 2022 roku (zarówno na rynku polskim i węgierskim, także na rynku ukraińskim lokalizacja na zachodzie kraju jest korzystna)

- **Perspektywy**

Możliwe w 2023 roku są dalsze spadki wolumenu, powrót do wzrostu możliwy jest w latach 2024/25. Obecne zdolności produkcyjne i logistyczne są w stanie obsłużyć spółkę przez wiele lat – zdaniem zarządu spółka byłaby w stanie produkować 2x więcej zarówno w Polsce jak i Węgrzech, a centrum logistyczne wykorzystane jest obecnie w 1/3 (nadwyżkę powierzchni spółka podnajmuje). Spółka ma bardzo szerokie portfolio (zarówno premium jak i niższa oraz średnia półka), co pozwala odpowiednio pozycjonować się w zależności od cyklu koniunktury.

W styczniu'23 wprowadzono kolejne podwyżki cen (przełożyło się to na wcześniej zakupy na magazyn u odbiorców). Celem spółki jest powrót w średnim terminie od marż notowanych przed Covidem (wyniki z 2020 nie są do powtórzenia przez kilka lat)

- **Koszty**

Ceny surowców obecnie się ustabilizowały, widać delikatne obniżki, nie ma problemów z ich dostępnością. Zarząd nie spodziewa się jednak większych obniżek cen (presja kosztów energii, wynagrodzeń). Koszty energii i gazu nie stanowią istotnej pozycji kosztowej (w 2023 spółka kupuje energię na rynku spot). Zatrudnienie jest obecnie dostosowane do produkcji (nie należy oczekiwać dalszej redukcji)

- **Węgry**

Sytuacja popytowa jest trudniejsza niż w Polsce (wyższa inflacja). W 2Q'22 sprzedano zakład produkcji styropianu (generował istotne przychody, ale słaby wynik). Opcja sprzedaży udziałów przez akcjonariusza mniejszościowego może być wykonana w dowolnym momencie (cena jest uzależniona od EBITDA z dwóch ostatnich lat), nie ma obecnie sygnałów, by miało dość do jej wykonania

- **Ukraina**

Spółka jest pozytywnie zaskoczona popytem także na początku 2023. Sprzedaż obecnie nadal tylko za przedpłaty. Spółka jest jedynym producentem w zach. Ukrainie, co stanowi obecnie przewagę logistyczną.

- **Przejęcia**

Zarząd interesuje się nadal firmami w regionie (CEE), w tym momencie brak jednak rozmów (m.in. dlatego, że Węgry są absorbujące, zarząd obawia się też luki kompetencyjnej w potencjalnie przejmowanych podmiotach)

- **Centrum Logistyczne**

35 tys m2 powierzchni magazynowej (44 tys powierzchnia ogółem, 40 tys miejsc paletowych, możliwa wysyłka 2 tys palet/dzień). Wcześniej spółka działała na trzech osobnych lokalizacjach (20 tys miejsc paletowych). W 2022 wdrożona została pełna automatyka (również automatyczne wózki widłowe). Produkcja obecnie prowadzona jest bez sezonowości (wcześniej były ograniczenia logistyczne) – mniejsze zatrudnienie, korzyści z tańszych surowców po sezonie. Nieużywana część magazynu jest podnajmowana podmiotom zewnętrznym.

- **CAPEX/dywidenda**

CAPEX w 2022 dotyczył głównie finalizacji centrum logistycznego (automatyzacja). CAPEX nie powinien przekraczać amortyzacji w kolejnych latach, spółka jest bardzo doinwestowana. Cel inwestycyjny to obecnie energetyka (PV ma pokrywać 30% zapotrzebowania). Zarząd podtrzymuje politykę rekomendowania 50% zysku netto do momentu zejścia DN/EBITDA do poziomu 1x.

Prognozy na kolejne okresy
Prognozy wyników wg segmentów kwartalnie [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	182,6	226,9	240,8	144,5	189,9	213,5	247,6	140,7	192,6	219,4	255,9	149,3	208,8	237,7	273,9	159,8
Polska	126,6	151,5	156,2	92,8	137,5	146,5	161,6	91,6	137,5	146,5	164,8	96,1	149,9	159,7	177,2	103,3
Węgry	31,0	41,8	44,2	27,5	34,6	36,6	41,9	23,7	31,1	38,4	44,0	26,1	33,5	41,3	46,7	27,6
Ukraina	15,7	20,4	26,6	17,6	8,8	17,1	27,2	15,1	14,1	20,6	29,3	16,2	15,1	22,1	31,4	17,5
pozostałe	9,3	13,2	13,9	6,6	8,9	13,3	16,9	10,3	9,8	14,0	17,8	10,8	10,3	14,7	18,6	11,4
Zysk brutto ze sprzedaży	76,3	90,9	95,5	52,5	73,0	85,5	94,6	51,2	76,0	89,9	103,3	58,1	83,9	98,7	111,7	63,0
SG&A	53,2	67,5	64,8	54,6	54,0	63,9	63,3	54,2	54,8	65,7	65,4	57,5	58,9	70,5	69,4	61,0
Wynik na sprzedaży	23,1	23,4	30,8	-2,0	18,9	21,6	31,2	-3,0	21,2	24,2	37,8	0,6	25,0	28,2	42,3	2,0
Polska	42,0	38,6	38,6	15,2	40,2	36,8	40,7	17,4	42,1	39,1	45,6	20,8	46,6	43,5	49,7	23,0
Węgry	4,1	7,1	8,5	2,4	6,2	8,7	4,3	0,6	6,6	9,3	5,6	1,5	7,6	10,5	6,7	2,1
Ukraina	4,9	5,6	8,1	5,9	1,4	6,5	10,7	3,8	1,6	6,8	11,5	4,3	2,0	7,4	12,2	4,7
pozostałe	2,6	2,3	2,7	1,7	2,0	2,5	4,8	4,5	2,1	2,7	5,3	4,9	2,5	3,1	5,7	5,2
koszty nieprzypisane	-30,5	-30,2	-27,0	-27,2	-30,8	-32,9	-29,2	-29,2	-31,3	-33,8	-30,2	-31,0	-33,7	-36,3	-32,1	-32,9
PPO/PKO	-1,1	0,5	-0,2	0,9	-1,1	2,9	0,5	-1,7	-0,6	0,0	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,6
EBITDA	30,8	32,7	39,8	8,1	26,6	33,8	41,0	4,8	30,1	33,7	46,7	9,5	33,9	37,7	51,1	10,7
EBIT	22,0	24,0	30,6	-1,1	17,8	24,5	31,8	-4,7	20,6	24,2	37,2	0,0	24,4	28,2	41,7	1,4
Saldo finansowe	-0,8	0,8	-0,7	1,7	-3,6	-5,8	-5,3	-1,8	-5,7	-6,0	-5,3	-4,5	-4,5	-4,7	-4,3	-3,6
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Zysk brutto	21,3	25,0	30,1	0,5	14,2	18,8	26,5	-6,5	14,9	18,3	32,1	-4,5	19,9	23,6	37,5	-2,2
Zysk netto	16,3	20,2	23,3	-0,1	11,1	8,9	19,9	-3,2	11,4	13,1	24,5	-3,4	15,3	16,9	28,6	-0,6
CFO	-8,1	48,5	67,3	16,4	-51,9	27,0	100,7	22,4	-25,4	33,0	82,7	17,0	-24,6	40,1	87,8	12,4
Dług netto	304,8	333,3	305,5	319,8	394,7	381,9	330,9	327,3	367,9	350,4	300,9	300,1	338,7	312,8	261,5	257,2
przychody r/r	8,8%	-13,8%	-4,1%	3,9%	4,0%	-5,9%	2,8%	-2,7%	1,4%	2,8%	3,3%	6,1%	8,4%	8,3%	7,1%	7,1%
Polska	19,5%	-12,3%	-1,9%	7,4%	8,7%	-3,3%	3,5%	-1,3%	0,0%	0,0%	2,0%	5,0%	9,0%	9,0%	7,5%	7,5%
Węgry	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%	-10,0%	5,0%	5,0%	10,0%	7,5%	7,5%	6,0%	6,0%
Ukraina	-2,0%	-8,3%	10,4%	25,6%	-44,2%	-15,9%	2,5%	-14,1%	60,0%	20,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
pozostałe	-27,2%	-18,8%	-23,8%	-41,4%	-3,7%	0,7%	22,0%	56,6%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
marża brutto ze sprzedaży	41,8%	40,1%	39,7%	36,4%	38,4%	40,1%	38,2%	36,4%	39,5%	41,0%	40,4%	38,9%	40,2%	41,5%	40,8%	39,4%
SG&A/przychody	29,1%	29,8%	26,9%	37,8%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%	28,2%	29,7%	25,3%	38,2%
marża na sprzedaży	12,6%	10,3%	12,8%	-1,4%	10,0%	10,1%	12,6%	-2,1%	11,0%	11,0%	14,8%	0,4%	12,0%	11,8%	15,4%	1,3%
Polska	33,1%	25,5%	24,7%	16,4%	29,2%	25,1%	25,2%	19,0%	30,6%	26,7%	27,6%	21,7%	31,1%	27,2%	28,0%	22,3%
Węgry	13,4%	17,0%	19,1%	8,7%	17,8%	23,9%	10,3%	2,4%	21,1%	24,3%	12,7%	5,8%	22,6%	25,4%	14,3%	7,6%
Ukraina	31,4%	27,7%	30,3%	33,4%	15,8%	38,1%	39,2%	24,8%	11,3%	33,3%	39,4%	26,7%	13,5%	33,7%	38,9%	26,9%
pozostałe	27,5%	17,6%	19,4%	26,4%	22,4%	18,5%	28,3%	44,0%	21,8%	19,2%	29,9%	45,5%	23,7%	21,0%	30,8%	45,4%
koszty nieprzypisane	-16,7%	-13,3%	-11,2%	-18,9%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%	-16,1%	-15,3%	-11,7%	-20,6%
marża EBITDA	16,9%	14,4%	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%	15,6%	15,4%	18,3%	6,4%	16,2%	15,8%	18,6%	6,7%
marża EBIT	12,1%	10,6%	12,7%	-0,8%	9,4%	11,5%	12,8%	-3,3%	10,7%	11,0%	14,5%	0,0%	11,7%	11,8%	15,2%	0,9%
marża netto	8,9%	8,9%	9,7%	0,0%	5,8%	4,2%	8,0%	-2,3%	5,9%	6,0%	9,6%	-2,2%	7,3%	7,1%	10,4%	-0,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wstępnie w 1Q'23 oczekujemy nieznacznego wzrostu przychodów r/r. Zwracamy uwagę na niską bazę w Ukrainie (pół 1Q'22 było sparaliżowane przez wybuch wojny). Z drugiej strony oczekujemy utrzymania się negatywnych tendencja na rynku węgierskim. Rynek polski mógł mieć dobry początek roku przed wdrożenie podwyżki cen (budowa zapasów przez odbiorców), jego druga połowa mogła być słabsza. Zakładamy poprawę rentowności brutto ze sprzedaży, baza z 1Q'22 jest niska (efekt wcześniejszych podwyżek cen z 2H'22 i spadku presji kosztowej na surowcach – zwracamy uwagę, że obecnie spółka, dzięki „odblokowaniu” logistyki ma możliwość produkcji bez sezonowości, co umożliwi negocjowanie zakupów surowców w okresach niższego popytu).
- Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 817 mln PLN przychodów (+3% r/r), 120 mln PLN EBITDA oraz 46 mln PLN zysku netto.
- W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 880 mln PLN / 133 / 60 mln PLN.
- Zakładana poprawa wyników to głównie efekt poprawy rentowności (brutto ze sprzedaży z 38,4% w 2022 do 40,0% w 2023 i 40,6% w 2024).
- Celem zarządu w średnioterminowej perspektywie jest powrót do rentowności osiągniętych przez Covidem (w 2018-19 spółka miała średnio 42,2% marży brutto i 15,7% marży EBITDA) – zakładamy, że cele te uda się zrealizować w latach 2025-26 (m.in. także dzięki wyraźnym już wtedy efektom działania nowego centrum logistycznego). W długim terminie zakładamy ok. 16-17% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,1%).
- W latach 2018-22 spółka wydała na inwestycje blisko 450 mln PLN (90 mln PLN średniorocznie), realizując program wzrostu mocy produkcyjnych oraz likwidując wąskie gardła w logistyce. Za 108 mln PLN zakupiono także udziały w Poli-Farbe (plus opcja put wyceniana jest na 45 mln PLN). Ukończenie programu inwestycyjnego zbiegło jednak się z wyraźnym spadkiem wolumenów (w 2020 roku spółka mogła realizować potencjalnie nawet jeszcze większą sprzedaż, ale problemem były m.in. logistyka). W ocenie zarządu spółka jest obecnie zabezpieczona na wiele lat do przodu a realizowany CAPEX nie powinien przekraczać amortyzacji (co uwzględniamy w prognozach).
- W naszych założeniach przyjmujemy także wypłatę dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto do momentu zejścia wskaźnika dług netto/EBITDA <1,0 (od tego momentu zakładamy 70-100%). Zakładamy DPS na poziomie 1,45 PLN w 2023 i 1,81 PLN w 2024 roku.

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2023			2024			2025		
	BDM	konsensus	odchylenie	BDM	konsensus	odchylenie	BDM	konsensus	odchylenie
Przychody	817,1	812,5	0,6%	880,3	855,5	2,9%	944,9	950,0	-0,5%
EBITDA	120,0	120,0	0,0%	133,4	129,5	3,0%	151,1	158,0	-4,4%
EBIT	82,0	80,9	1,4%	95,6	90,0	6,3%	114,9	119,0	-3,5%
Zysk (strata) netto	45,6	47,3	-3,4%	60,2	57,8	4,1%	78,9	86,1	-8,3%
Dług netto	300,1	258,0	16,3%	257,2	235,5	9,2%	204,1	204,0	0,0%
Marża EBITDA	14,7%	14,8%		15,1%	15,1%		16,0%	16,6%	
Marża EBIT	10,0%	10,0%		10,9%	10,5%		12,2%	12,5%	
Marża zysku netto	5,6%	5,8%		6,8%	6,8%		8,4%	9,1%	

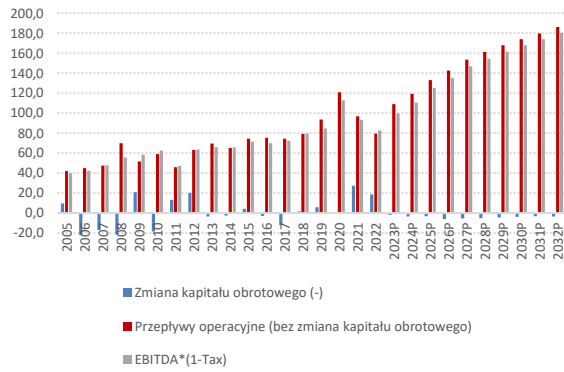
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Prognozy wyników wg segmentów rocznie [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody	586,8	717,1	821,3	794,9	791,7	817,1	880,3	944,9	1 001,1	1 051,7	1 097,3	1 137	1 174	1 204	1 235
Polska	455,8	480,5	524,5	527,1	537,2	545,0	590,2	634,4	669,3	699,4	727,4	752,9	775,5	794,9	814,7
Węgry	0,0	99,4	162,1	144,5	136,8	139,6	149,0	158,0	167,5	175,8	183,6	190,6	196,9	202,3	207,9
Ukraina	73,5	77,4	76,4	80,3	68,2	80,1	86,1	94,7	104,2	114,6	123,2	129,4	135,9	139,9	144,1
pozostałe	57,5	59,8	58,4	42,9	49,4	52,4	55,0	57,7	60,0	61,8	63,1	64,3	65,6	66,9	68,3
Zysk brutto ze sprzedaży	245,7	304,1	345,6	315,3	304,2	327,2	357,3	393,2	421,0	447,2	467,0	484,1	499,3	511,9	525,1
SG&A	162,7	219,2	241,1	240,0	235,4	243,4	259,9	276,5	290,4	302,4	312,8	321,3	328,8	334,3	340,0
Wynik na sprzedaży	83,0	84,9	104,5	75,2	68,8	83,8	97,4	116,7	130,6	144,7	154,2	162,7	170,5	177,5	185,1
Polska	120,4	123,8	134,9	134,3	135,1	147,7	162,7	181,6	195,9	209,5	219,5	228,3	236,1	242,8	249,9
Węgry	0,0	17,6	38,1	22,1	19,8	23,0	26,8	31,5	35,1	38,5	41,0	43,3	45,2	46,9	48,8
Ukraina	24,8	25,7	28,1	24,5	22,3	24,3	26,4	29,3	31,5	33,7	35,4	36,9	38,3	39,5	40,7
pozostałe	18,2	20,9	19,2	9,3	13,8	15,1	16,4	18,1	19,4	20,6	21,5	22,2	22,9	23,5	24,1
koszty nieprzypisane	-80,4	-103,2	-115,8	-115,0	-122,2	-126,3	-135,0	-143,8	-151,2	-157,7	-163,3	-167,9	-172,0	-175,2	-178,3
PPO/PKO	-3,3	-5,9	-2,0	0,2	0,6	-1,8	-1,8	-1,8	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7
EBITDA	98,4	106,8	136,1	111,4	106,2	120,0	133,4	151,1	163,6	177,5	186,9	195,6	203,5	210,7	218,6
EBIT	79,6	79,0	102,5	75,5	69,4	82,0	95,6	114,9	127,6	141,6	150,9	159,3	167,0	173,9	181,4
Saldo finansowe	-1,4	-0,4	0,9	1,0	-16,5	-21,5	-17,1	-13,1	-10,5	-9,0	-7,4	-5,8	-3,9	-2,3	-0,8
Jednostki stowarzyszone	0,2	0,4	0,5	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Zysk brutto	78,4	79,0	104,0	76,8	53,0	60,7	78,8	102,0	117,3	132,8	143,7	153,8	163,3	171,9	180,9
Zysk netto	61,6	59,5	78,0	59,7	36,7	45,6	60,2	78,9	90,8	103,0	111,5	119,4	126,8	133,6	140,7
CFO	80,7	99,2	120,7	124,1	98,2	107,3	115,8	129,9	136,6	148,2	155,9	163,5	170,3	176,7	182,7
Dług netto	60,0	213,7	270,9	319,8	327,3	300,1	257,2	204,1	151,5	110,4	69,0	24,6	-22,6	-34,2	-46,2
przychody r/r	3,9%	22,2%	14,5%	-3,2%	-0,4%	3,2%	7,7%	7,3%	6,0%	5,1%	4,3%	3,6%	3,2%	2,6%	2,6%
Polska	5,9%	5,4%	9,2%	0,5%	1,9%	1,5%	8,3%	7,5%	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,5%
Węgry	---	---	63,0%	-10,8%	-5,4%	2,1%	6,7%	6,0%	6,1%	5,0%	4,4%	3,9%	3,3%	2,8%	2,8%
Ukraina	-0,3%	5,4%	-1,4%	5,1%	-15,0%	17,4%	7,5%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%
pozostałe	-5,0%	3,9%	-2,2%	-26,5%	15,2%	5,9%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
marża brutto ze sprzedaży	41,9%	42,4%	42,1%	39,7%	38,4%	40,0%	40,6%	41,6%	42,1%	42,5%	42,6%	42,6%	42,5%	42,5%	42,5%
SG&A/przychody	27,7%	30,6%	29,4%	30,2%	29,7%	29,8%	29,5%	29,3%	29,0%	28,8%	28,5%	28,3%	28,0%	27,8%	27,5%
marża na sprzedaży	14,1%	11,8%	12,7%	9,5%	8,7%	10,3%	11,1%	12,3%	13,0%	13,8%	14,1%	14,3%	14,5%	14,7%	15,0%
Polska	26,4%	25,8%	25,7%	25,5%	25,1%	27,1%	27,6%	28,6%	29,3%	30,0%	30,2%	30,3%	30,4%	30,5%	30,7%
Węgry	---	17,7%	23,5%	15,3%	14,4%	16,5%	18,0%	19,9%	20,9%	21,9%	22,4%	22,7%	23,0%	23,2%	23,5%
Ukraina	33,8%	33,2%	36,8%	30,5%	32,7%	30,3%	30,7%	30,9%	30,2%	29,4%	28,7%	28,5%	28,2%	28,2%	28,2%
pozostałe	31,6%	34,9%	32,9%	21,7%	27,9%	28,8%	29,9%	31,4%	32,4%	33,4%	34,1%	34,6%	34,9%	35,1%	35,3%
koszty nieprzypisane	-13,7%	-14,4%	-14,1%	-14,5%	-15,4%	-15,5%	-15,3%	-15,2%	-15,1%	-15,0%	-14,9%	-14,8%	-14,7%	-14,5%	-14,4%
marża EBITDA	16,8%	14,9%	16,6%	14,0%	13,4%	14,7%	15,1%	16,0%	16,3%	16,9%	17,0%	17,2%	17,3%	17,5%	17,7%
marża EBIT	13,6%	11,0%	12,5%	9,5%	8,8%	10,0%	10,9%	12,2%	12,7%	13,5%	13,8%	14,0%	14,2%	14,4%	14,7%
marża netto	10,5%	8,3%	9,5%	7,5%	4,6%	5,6%	6,8%	8,4%	9,1%	9,8%	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%

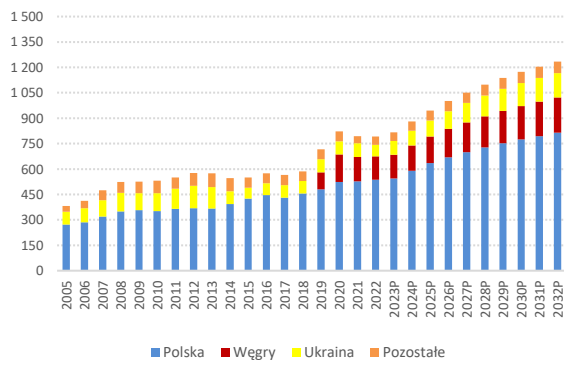
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przeptywy operacyjne [mln PLN]



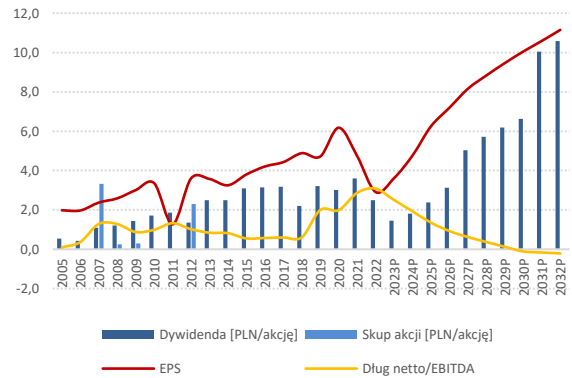
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



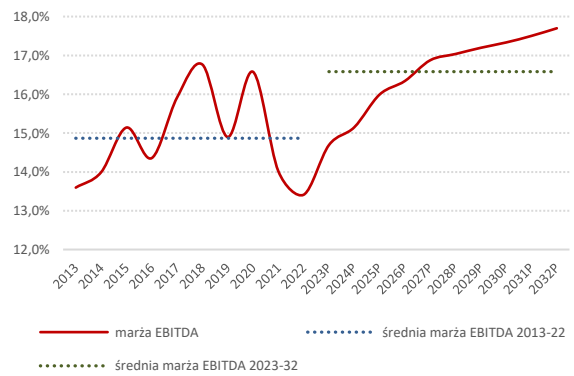
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Bilans [mln PLN]	577	573	576	572	570	569	569	569	569	569	570	570
Aktywa trwałe	83	72	68	65	63	61	59	58	57	56	54	53
Wartości niematerialne i prawne	83	72	68	65	63	61	59	58	57	56	54	53
Rzeczowe aktywa trwałe	490	496	504	503	503	504	505	507	508	509	511	512
Nieruchomości inwestycyjne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Aktywa obrotowe	226	221	221	250	287	327	349	373	392	410	393	376
Zapasy	136	125	121	126	129	136	141	149	155	159	162	166
Należności krótkoterminowe	73	76	79	85	91	97	102	106	110	113	116	119
Inwestycje krótkoterminowe	16	20	21	39	67	95	106	117	127	138	115	91
- w tym środki pieniężne*	16	20	21	39	67	94	106	117	126	138	115	91
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	803	794	797	822	858	896	918	942	961	980	963	946
Kapitał (fundusz) własny	304	293	320	358	406	458	497	537	578	621	628	635
Kapitał mniejszości	30	28	33	38	44	50	57	64	72	80	88	97
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	469	473	444	426	407	388	364	341	311	279	247	215
Rezerwy na zobowiązania	24	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Zobowiązania długoterminowe	253	230	205	180	155	130	100	70	35	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	253	230	205	180	155	130	100	70	35	0	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	191	223	219	226	233	239	244	252	257	260	228	196
- w tym zobowiązania oprocentowane	83	117	116	116	116	116	116	116	116	116	81	45
Inne	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasywa razem	803	794	797	822	858	896	918	942	961	980	963	946
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody netto ze sprzedaży	795	792	817	880	945	1 001	1 052	1 097	1 137	1 174	1 204	1 235
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	315	304	327	357	393	421	447	467	484	499	512	525
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	240	235	243	260	277	290	302	313	321	329	334	340
Zysk (strata) na sprzedaży	75	69	84	97	117	131	145	154	163	170	178	185
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	1	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
EBITDA	111	106	120	133	151	164	177	187	196	203	211	219
EBIT	75	69	82	96	115	128	142	151	159	167	174	181
Saldo działalności finansowej	1	-17	-21	-17	-13	-11	-9	-7	-6	-4	-2	-1
Zysk (strata) brutto	77	53	61	79	102	117	133	144	154	163	172	181
Zysk (strata) netto mniejszości	5	5	5	5	6	6	7	7	8	8	8	9
Zysk (strata) netto**	60	37	46	60	79	91	103	111	119	127	134	141
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przepływy z działalności operacyjnej	124	98	107	116	130	137	148	156	163	170	177	183
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-109	-47	-41	-34	-34	-34	-34	-35	-35	-35	-36	-36
Przepływy z działalności finansowej	-16	-44	-65	-64	-68	-75	-103	-110	-119	-123	-164	-170
Przepływy pieniężne netto	-1	7	1	18	28	28	11	11	9	12	-23	-24
Środki pieniężne na początek okresu	16	16	20	21	39	67	94	106	117	126	138	115
Środki pieniężne na koniec okresu	16	20	21	39	67	94	106	117	126	138	115	91
Wskaźniki	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody zmiana r/r	-3%	0%	3%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	-18%	-5%	13%	11%	13%	8%	8%	5%	5%	4%	4%	4%
Zysk netto zmiana r/r	-23%	-39%	24%	32%	31%	15%	13%	8%	7%	6%	5%	5%
Marża brutto na sprzedaży	39,7%	38,4%	40,0%	40,6%	41,6%	42,1%	42,5%	42,6%	42,6%	42,5%	42,5%	42,5%
Marża EBITDA	14,0%	13,4%	14,7%	15,1%	16,0%	16,3%	16,9%	17,0%	17,2%	17,3%	17,5%	17,7%
Marża EBIT	9,5%	8,8%	10,0%	10,9%	12,2%	12,7%	13,5%	13,8%	14,0%	14,2%	14,4%	14,7%
Marża netto	7,5%	4,6%	5,6%	6,8%	8,4%	9,1%	9,8%	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%
SG&A / przychody	30,2%	29,7%	29,8%	29,5%	29,3%	29,0%	28,8%	28,5%	28,3%	28,0%	27,8%	27,5%
ROE	19,6%	12,5%	14,3%	16,8%	19,4%	19,8%	20,7%	20,8%	20,7%	20,4%	21,3%	22,2%
ROA	7,4%	4,6%	5,7%	7,3%	9,2%	10,1%	11,2%	11,8%	12,4%	12,9%	13,9%	14,9%
Dług	336	347	321	296	271	246	216	186	151	116	81	45
D / (D+E)	52,5%	54,2%	50,1%	45,3%	40,0%	35,0%	30,3%	25,7%	20,7%	15,7%	11,4%	6,6%
D / E	110,5%	118,5%	100,2%	82,8%	66,7%	53,7%	43,5%	34,7%	26,1%	18,6%	12,8%	7,0%
Dług / kapitał własny	110,5%	118,5%	100,2%	82,8%	66,7%	53,7%	43,5%	34,7%	26,1%	18,6%	12,8%	7,0%
Dług netto	320	327	300	257	204	152	110	69	25	-23	-34	-46
Dług netto / kapitał własny	1,05	1,12	0,94	0,72	0,50	0,33	0,22	0,13	0,04	-0,04	-0,05	-0,07
Dług netto / EBITDA	2,9	3,1	2,5	1,9	1,4	0,9	0,6	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,2
EV	1 198	1 206	1 178	1 135	1 082	1 030	989	947	903	856	844	832
Dług / EV	28,0%	28,8%	27,2%	26,1%	25,0%	23,9%	21,9%	19,6%	16,7%	13,5%	9,6%	5,4%
CAPEX / Przychody	13,9%	6,7%	5,0%	3,9%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	307,2%	144,9%	108,0%	89,9%	95,2%	97,3%	98,9%	99,9%	100,4%	100,7%	100,8%	100,8%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	-0,2%	0,2%	0,5%	0,4%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	109,7%	45,8%	8,0%	6,6%	5,8%	11,6%	11,6%	12,4%	12,0%	11,3%	11,4%	11,9%
P/E*	14,7	23,9	19,2	14,6	11,1	9,7	8,5	7,9	7,4	6,9	6,6	6,2
P/BV*	2,9	3,0	2,7	2,5	2,2	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA*	10,8	11,4	9,8	8,5	7,2	6,3	5,6	5,1	4,6	4,2	4,0	3,8
EV/EBIT*	15,9	17,4	14,4	11,9	9,4	8,1	7,0	6,3	5,7	5,1	4,9	4,6
EV/S*	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
DPS	3,6	2,5	1,5	1,8	2,4	3,1	5,0	5,7	6,2	6,6	10,1	10,6
Payout ratio	58,3%	52,8%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 69,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)
Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 32

 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)
Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)
Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl
WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl
Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl
Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl
Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851

 e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl
Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	65,2	Wznowienie rekomendacji	---	16.03.2023	13:40 CEST	69,6	55 928
trzymaj	86,8	akumuluj	72,3	03.06.2019	09:55 CEST	89,0	57 855
akumuluj	72,3	redukuj	62,0	01.08.2018	14:45 CEST	67,0	59 581
redukuj	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuj	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45,1	akumuluj	45,1	17.11.2010		40,70	46 456
akumuluj	45,1	kupuj	41,2	14.05.2010		40,51	41 656
kupuj	41,2	-	-	27.10.2009		33,05	39 147

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'23*:

liczba		%		liczba		%	
Kupuj	5	63%	0	0%			
Akumuluj	2	25%	0	0%			
Trzymaj	0	0%	0	0%			
Redukuj	1	13%	0	0%			
Sprzedaj	0	0%	0	0%			

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

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

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-03-16

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-03-16 (13:40 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-03-23 (00:01 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2023-03-16:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.