



Dom Maklerski BDM S.A.

## ŚNIEŻKA

### RAPORT ANALITYCZNY

Śnieżka pozytywnie zaskoczyła wynikami za 1Q'23. EBITDA wyniosła 37,5 mln PLN (+41% r/r, +25% vs nasze oczekiwania, +32% vs konsensus). Spółka w 2023 weszła z celem poprawy rentowności i w 1Q'23 marży brutto ze sprzedaży wzrosła aż o +4 pp (zakładaliśmy +1 pp). Otoczenie makro pozostaje wymagające i przekłada się na presję na wolumeny, co skłania zarząd do wskazywania ostrożnego outlooku na 2023 rok. Jednocześnie jednak presja po stronie kosztowej spada z perspektywą dalszej poprawy (na co wskazały po 1Q'23 m.in. Akzo czy PPG). W ostatnich tygodniach pozytywnie dla spółki układa się dodatkowo kurs EUR/PLN. Także spadająca dynamika inflacji (plus ogłaszane programy wyborcze) mogą wpłynąć na poprawę nastrojów wśród konsumentów w Polsce. Podwyższamy nasze założenie prognoz w modelu. Przekłada się to na wzrost ceny docelowej do 72,2 PLN (z 65,2 PLN) oraz podniesienie zalecenia do Trzymaj (z Redukuj).

Wyniki 1Q'23 (przychody: +6% r/r, EBITDA: +41% r/r - rekordowy wartościowo wynik w historii 1Q), były powyżej oczekiwań naszych i rynku. Jednocześnie otoczenie makro pozostaje wymagające i przekłada się na presję na wolumeny (przychody spółki w 1Q'23 wzrosły o 8% na rynku polskim, przy 19% wzroście cen farb). Zarząd na konferencji wynikowej podkreślał niepewność dotyczącą kondycji konsumenta w najbliższych miesiącach oraz zaznaczał, że wyniki 1Q'23 nie są wystarczającą próbką, by prognozować cały 2023 roku. W 1Q'23 spółka wdrożyła kolejną podwyżkę cen, co mogło mieć wpływ na wzmoczone zakupy odbiorców przed jej wejściem w życie.

Jednocześnie wskazujemy, że nastroje konsumentów zaczęły odbijać się od dna zarówno w Polsce i Węgrzech. Dynamika inflacji zaczęła opadać, a kampania wyborcza w Polsce skupia się głównie na wsparciu siły nabywczej konsumentów. Równocześnie spada presja kosztowa w branży (na co wskazały Akzo i PPG po 1Q'23), a spółce sprzyja umocnienie PLN w 2Q'23 (zakupy surowców). W naszej opinii rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na dłuższe opieranie się ewentualnej presji na ceny.

Podnosimy nasze założenie względem poprzedniej rekomendacji (głównie na poziomie rentowności, w mniejszym stopniu po stronie przychodowej). Zakładamy obecnie, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 827 mln PLN przychodów (+4% r/r), 134 mln PLN EBITDA oraz 55 mln PLN zysku netto. W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 884 mln PLN / 143 / 68 mln PLN. 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 cel na marży EBITDA zostanie zrealizowany w 2023 roku (zwracamy uwagę, że od 2022 roku spółkę wspiera nowe centrum logistyczne).

Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'23=9,0x, '24=8,1x), nawet po podniesieniu naszych założeń (obecnie 13% i 8% powyżej konsensusu EBITDA'23-24 wg Bloomberg) pozostają wysokie na tle krajowych spółek z branży materiałów budowlanych (co jest zgodne historycznym wzorcem). Jednocześnie spółka handlowana jest z istotnym dyskontem do zagranicznych producentów farb (także zgodne z przeszłością). 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	826,8	884,3	952,1
Wynik brutto ze sprzed. [mln PLN]	345,6	315,3	304,2	343,4	370,3	401,1
SG&A [mln PLN]	241,1	240,0	235,4	248,6	263,7	281,4
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	104,5	75,2	68,8	94,8	106,6	119,6
PPO/PKO [mln PLN]	-2,0	0,2	0,6	-0,7	-1,8	-1,8
EBITDA [mln PLN]	136,1	111,4	106,2	133,8	143,0	155,0
EBIT [mln PLN]	102,5	75,5	69,4	94,0	104,8	117,8
Zysk brutto [mln PLN]	104,0	76,8	53,0	72,6	88,3	105,5
Zysk netto [mln PLN]	78,0	59,7	36,7	54,7	67,8	81,7
P/BV	3,1	3,0	3,1	2,8	2,5	2,2
P/E	11,7	15,3	25,0	16,7	13,5	11,2
EV/EBITDA	8,7	11,1	11,7	9,0	8,1	7,1
EV/EBIT	11,6	16,4	17,9	12,9	11,1	9,4

## TRZYMAJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: REDUKUJ)

**WYCENA 72,2 PLN**

18 MAJ 2023, 08:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	69,5
Wycena porównawcza [PLN]	82,9
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>72,2</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>-0,6%</b>
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	72,6
Kapitalizacja [mln PLN]	916,1
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	72,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	59,8
Stopa zwrotu za 3 mc	4,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	16,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	4,3%
Struktura akcjonariatu:	
Stanisław Cymbor	20,1%
Jerzy Pater	20,1%
OFE Allianz	14,4%
Rafał Mikrut	10,1%
Piotr Mikrut	10,1%
OFE N-N	9,4%
Pozostali	15,8%

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 całości lub części 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	15,4	11,7	15,3	25,0	16,7	13,5	11,2
P/BV	3,5	3,1	3,0	3,1	2,8	2,5	2,2
EV/EBITDA	10,6	8,7	11,1	11,7	9,0	8,1	7,1
EV/EBIT	14,3	11,6	16,4	17,9	12,9	11,1	9,4
EV/S	1,6	1,4	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2
BVPS	21,0	23,3	24,1	23,2	25,6	28,8	32,5
EPS	4,7	6,2	4,7	2,9	4,3	5,4	6,5
DPS (w danym roku)	2,6	2,6	3,6	2,5	2,0	2,2	2,7
Payout ratio	53%	55%	58%	53%	69%	50%	50%

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>717</b>	<b>821</b>	<b>795</b>	<b>792</b>	<b>827</b>	<b>884</b>	<b>952</b>
Polska	480	524	527	537	565	600	645
Węgry	99	162	145	137	125	136	146
Ukraina	77	76	80	68	85	93	102
Pozostałe	60	58	43	49	52	56	59
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>304</b>	<b>346</b>	<b>315</b>	<b>304</b>	<b>343</b>	<b>370</b>	<b>401</b>
SG&A	219	241	240	235	249	264	281
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>95</b>	<b>107</b>	<b>120</b>
Polska	124	135	134	135	159	173	188
Węgry	18	38	22	20	22	26	29
Ukraina	26	28	25	22	29	31	33
Pozostałe	21	19	9	14	15	16	17
Nieprzypisane	-103	-116	-115	-122	-131	-139	-148
PPO/PKO	-6	-2	0	1	-1	-2	-2
<b>EBITDA</b>	<b>107</b>	<b>136</b>	<b>111</b>	<b>106</b>	<b>134</b>	<b>143</b>	<b>155</b>
EBIT	79	103	75	69	94	105	118
Zysk brutto	79	104	77	53	73	88	105
<b>Zysk netto</b>	<b>60</b>	<b>78</b>	<b>60</b>	<b>37</b>	<b>55</b>	<b>68</b>	<b>82</b>
<b>Dług netto</b>	<b>214</b>	<b>271</b>	<b>320</b>	<b>327</b>	<b>293</b>	<b>245</b>	<b>191</b>

Wskaźniki	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	22%	15%	-3%	0%	4%	7%	8%
EBITDA zmiana r/r	9%	27%	-18%	-5%	26%	7%	8%
Zysk netto zmiana r/r	-3%	31%	-23%	-39%	49%	24%	20%
Marża brutto ze sprzedaży	42,4%	42,1%	39,7%	38,4%	41,5%	41,9%	42,1%
Marża EBITDA	14,9%	16,6%	14,0%	13,4%	16,2%	16,2%	16,3%
Marża netto	8,3%	9,5%	7,5%	4,6%	6,6%	7,7%	8,6%
ROE	22,4%	26,6%	19,6%	12,5%	17,0%	18,7%	19,9%
ROA	9,0%	11,0%	7,4%	4,6%	6,9%	8,2%	9,5%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>416</b>	<b>492</b>	<b>577</b>	<b>573</b>	<b>574</b>	<b>570</b>	<b>566</b>
WNIp	79	85	83	72	67	64	61
Rzeczowe aktywa trwałe	331	402	490	496	502	502	501
Pozostałe aktywa trwałe	6	6	5	4	4	4	4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>246</b>	<b>217</b>	<b>226</b>	<b>221</b>	<b>224</b>	<b>254</b>	<b>294</b>
Zapasy	108	104	136	125	116	117	122
Należności krótkoterminowe	99	98	73	76	80	85	92
Środki pieniężne	36	16	16	20	28	51	80
Pozostałe aktywa obrotowe	2	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>661</b>	<b>710</b>	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>798</b>	<b>824</b>	<b>860</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>265</b>	<b>293</b>	<b>304</b>	<b>293</b>	<b>322</b>	<b>363</b>	<b>411</b>
Udziały mniejszości	33	33	30	28	33	39	45
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>363</b>	<b>383</b>	<b>469</b>	<b>473</b>	<b>442</b>	<b>422</b>	<b>404</b>
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	102	107	114
<b>Pasywa razem</b>	<b>661</b>	<b>710</b>	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>798</b>	<b>824</b>	<b>860</b>
<b>Dług netto</b>	<b>214</b>	<b>271</b>	<b>320</b>	<b>327</b>	<b>293</b>	<b>245</b>	<b>191</b>
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	2,2	1,7	1,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
CFO	99	121	124	98	122	125	133
CFI	-176	-125	-109	-47	-41	-34	-33
CFF	106	-13	-16	-44	-73	-68	-71
- w tym dywidenda	33	33	45	32	25	27	34
Przepływy pieniężne netto	29	-17	-1	7	8	23	29
CAPEX / Amortyzacja	316%	377%	307%	145%	104%	89%	90%

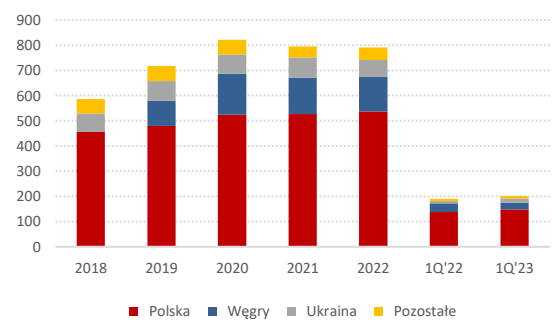
**ŚNIEŻKA**

Rekomendacja	Trzymaj	www:	<a href="http://www.sniezka.pl">www.sniezka.pl</a>
Wycena końcowa [PLN]	72,2	daty najbliższych raportów:	
Potencjał do wzrostu /	-0,6%	2Q'23:	19 wrz
Cena rynkowa [PLN]	72,6	3Q'23:	20 lis
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6		
Kapitalizacja [mln PLN]	916		

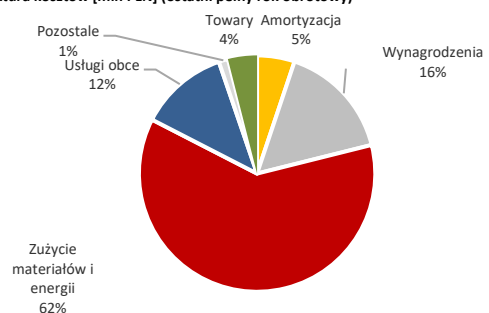
Wyniki Q [mln PLN]	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
<b>Przychody</b>	<b>145</b>	<b>190</b>	<b>213</b>	<b>248</b>	<b>141</b>	<b>201</b>
Polska	93	138	147	162	92	148
Węgry	28	35	37	42	24	27
Ukraina	18	9	17	27	15	17
Pozostałe	7	9	13	17	10	9
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>51</b>	<b>85</b>
SG&A	55	54	64	63	54	58
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-2</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>-3</b>	<b>27</b>
Polska	15	40	37	41	17	49
Węgry	2	6	9	4	1	5
Ukraina	6	1	7	11	4	5
Pozostałe	-53	-60	-63	-54	-54	-66
Nieprzypisane	27	31	33	29	29	34
PPO/PKO	1	-1	3	1	-2	0
<b>EBITDA</b>	<b>8</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>5</b>	<b>37</b>
EBIT	-1	18	25	32	-5	28
Zysk brutto	1	14	19	27	-6	21
<b>Zysk netto</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>20</b>	<b>-3</b>	<b>16</b>
<b>Dług netto</b>	<b>320</b>	<b>395</b>	<b>382</b>	<b>331</b>	<b>327</b>	<b>361</b>

Wskaźniki	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23
Przychody zmiana r/r	3,9%	4,0%	-5,9%	2,8%	-2,7%	6,1%
EBITDA zmiana r/r	105,6%	-13,6%	3,3%	2,8%	-40,6%	40,6%
Zysk netto zmiana r/r	-97,9%	-32,0%	-56,0%	-14,4%	5964,2%	47,0%
Marża brutto ze sprzedaży	36,4%	38,4%	40,1%	38,2%	36,4%	42,2%
Marża EBITDA	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%	18,6%
Marża netto	0,0%	5,8%	4,2%	8,0%	-2,3%	8,1%

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 82,9 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 69,5 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 72,2 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
<b>Wycena DCF</b>	<b>80%</b>	<b>69,5</b>
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>	<b>20%</b>	<b>82,9</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	49,9
- wycena do zagranicznych producentów farb	67%	99,4
<b>Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]</b>		<b>72,2</b>

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 827 mln PLN przychodów (+4%, 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 2025 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 roku 2027.
- 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 41,5% w 2023 i 41,9% 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 roku 2023 na poziomie EBITDA i w 2025-26 na poziomie brutto ze sprzedaży. W długim terminie zakładamy ok. 17-18% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,0%).
- CAPEX spółki 2023 roku zakładamy na poziomie nieco ponad 40 mln PLN. 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 FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 18 maja 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 877 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 69,5 PLN.

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	826,8	884,3	952,1	1009,0	1060,3	1106,5	1146,8	1183,9	1214,4	1245,6
EBIT [mln PLN]	94,0	104,8	117,8	129,1	141,2	153,8	166,0	177,5	184,7	192,6
Stopa podatkowa	17,7%	17,0%	17,0%	17,5%	17,6%	17,6%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%
Podatek od EBIT [mln PLN]	16,6	17,8	20,0	22,6	24,8	27,1	29,3	31,4	32,7	34,1
NOPLAT [mln PLN]	77,4	87,0	97,8	106,5	116,4	126,8	136,7	146,1	152,1	158,5
Amortyzacja [mln PLN]	39,7	38,2	37,1	36,9	36,8	36,8	36,8	36,9	37,1	37,2
CAPEX [mln PLN]	-41,1	-33,9	-33,3	-36,4	-36,5	-36,6	-36,7	-36,9	-37,1	-37,3
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]	0,8	-3,0	-3,9	-6,4	-5,8	-5,4	-4,7	-4,1	-3,4	-3,6
FCF [mln PLN]	76,8	88,3	97,6	100,5	110,9	121,5	132,2	142,0	148,6	154,8
DFCF [mln PLN]	72,4	75,5	75,5	70,2	69,8	68,7	67,0	64,4	60,2	55,9
Suma DFCF [mln PLN]	679,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1523,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	550,0									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1229,6									
Dług netto 2022 [mln PLN]	327,3									
Dywidenda 2023 [mln PLN]	25,2									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>877,0</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>69,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	4,4%	6,9%	7,7%	6,0%	5,1%	4,4%	3,6%	3,2%	2,6%	2,6%
EBIT zmiana r/r	35,5%	11,4%	12,4%	9,5%	9,4%	8,9%	7,9%	6,9%	4,1%	4,2%
FCF zmiana r/r	71,4%	15,0%	10,6%	3,0%	10,3%	9,6%	8,7%	7,5%	4,7%	4,2%
Marża EBITDA	16,2%	16,2%	16,3%	16,5%	16,8%	17,2%	17,7%	18,1%	18,3%	18,4%
Marża EBIT	11,4%	11,9%	12,4%	12,8%	13,3%	13,9%	14,5%	15,0%	15,2%	15,5%
Marża NOPLAT	9,4%	9,8%	10,3%	10,6%	11,0%	11,5%	11,9%	12,3%	12,5%	12,7%
CAPEX / Przychody	5,0%	3,8%	3,5%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	103,6%	88,7%	89,8%	98,7%	99,2%	99,5%	99,6%	100,0%	100,2%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,3%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-2,2%	5,2%	5,8%	11,3%	11,3%	11,7%	11,6%	11,0%	11,1%	11,5%

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	59,8%	64,1%	68,5%	72,6%	76,5%	80,3%	84,4%	88,4%	91,7%	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	40,2%	35,9%	31,5%	27,4%	23,5%	19,7%	15,6%	11,6%	8,3%	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	76,6	82,5	89,9	5,5%	73,7	79,2	86,0	5,5%	85,4	79,2	73,6
	0,9	70,6	75,6	81,8	6,0%	69,3	74,1	80,0	6,0%	80,3	74,1	68,6
	1,0	65,2	69,5	74,7	6,5%	65,2	69,5	74,7	6,5%	75,6	69,5	64,1
	1,1	60,4	64,1	68,6	7,0%	61,5	65,3	69,9	7,0%	71,3	65,3	60,0
	1,2	56,1	59,3	63,1	7,5%	58,1	61,5	65,5	7,5%	67,4	61,5	56,3

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 82,9 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	9,8	10,3	9,7	6,6	6,1	6,0
Ferro	10,2	8,9	8,4	7,0	6,2	5,9
Selena FM	8,1	7,2	7,0	3,8	3,5	3,1
<b>Mediana</b>	<b>9,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>
Śnieżka	16,7	13,5	11,2	9,0	8,1	7,1
Premia/dyskonto	70%	51%	34%	37%	32%	21%
Wycena wg wskaźnika	42,6	48,1	54,1	46,7	50,1	57,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	48,3			51,5		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>49,9</b>					

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	20,9	16,2	14,3	12,3	10,3	9,3
Asian Paints	52,2	46,4	39,9	34,3	29,8	26,7
H.B. Fuller	12,5	11,7	11,4	7,7	7,3	7,1
Kansai Paint	21,6	20,5	20,0	9,7	9,2	9,0
PPG Industries	19,4	17,6	16,3	13,2	11,8	10,9
RPM International	17,6	15,9	14,3	11,8	10,4	9,4
Sherwin-Williams	25,7	22,7	20,2	17,9	16,3	14,9
<b>Mediana</b>	<b>20,9</b>	<b>17,6</b>	<b>16,3</b>	<b>12,3</b>	<b>10,4</b>	<b>9,4</b>
Śnieżka	16,7	13,5	11,2	9,0	8,1	7,1
Premia/dyskonto	-20%	-23%	-31%	-26%	-22%	-24%
Wycena wg wskaźnika	90,4	94,4	105,6	107,1	98,1	100,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	96,8			101,9		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>99,4</b>					

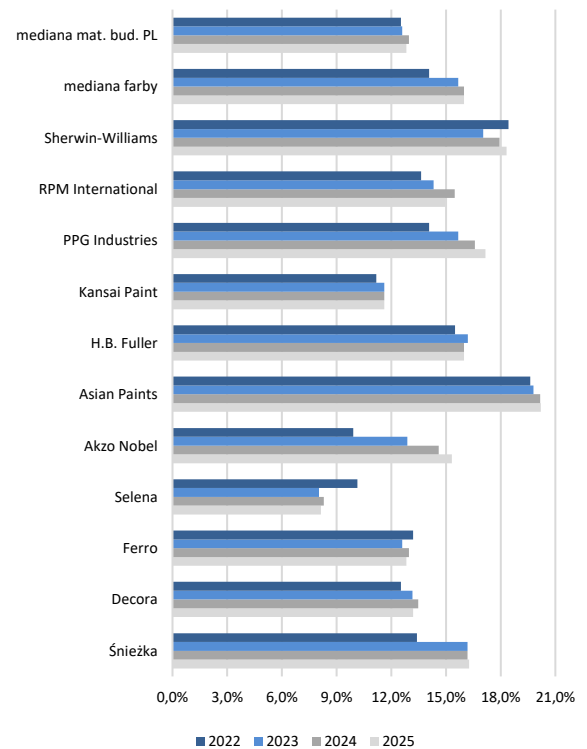
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>82,9</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	49,9
- wycena do globalnych producentów farb	67%	99,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Porównanie rentowności EBITDA

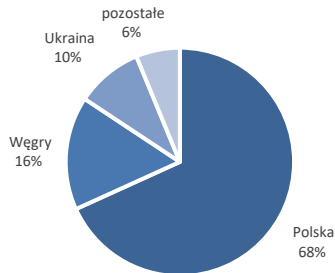


Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne, Bloomberg

## 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 1Q'23 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 8% 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%, w 1Q'23: -22%) oraz Ukraina (9%, przychody r/r: -15% w 1Q'23: +89%).

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

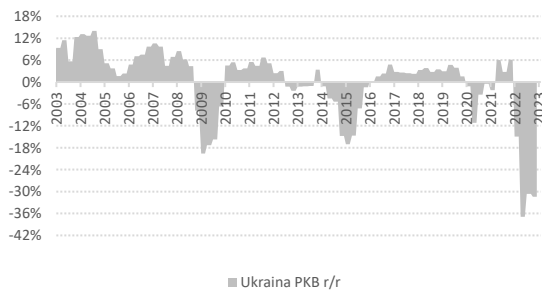
PKB Polska r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



■ Polska PKB r/r — Indeks zaufania konsumentów PL

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

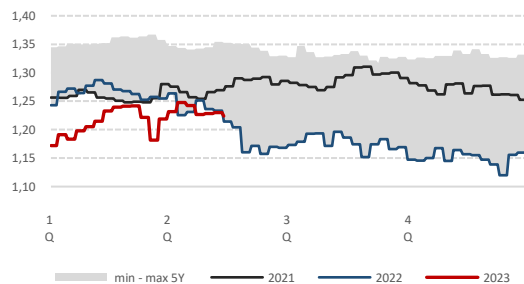
PKB Ukraina r/r



■ Ukraina PKB r/r

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

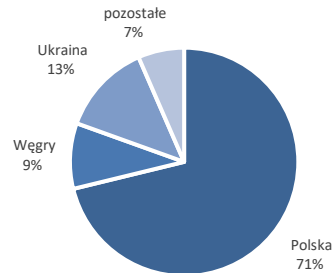
100HUF/PLN



■ min - max 5Y — 2021 — 2022 — 2023

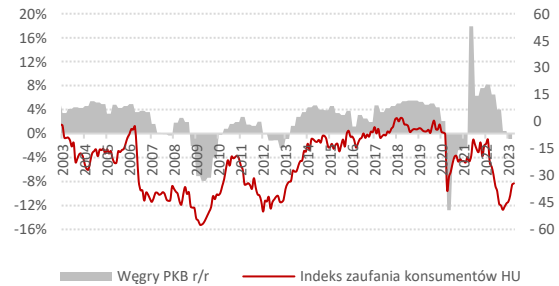
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka

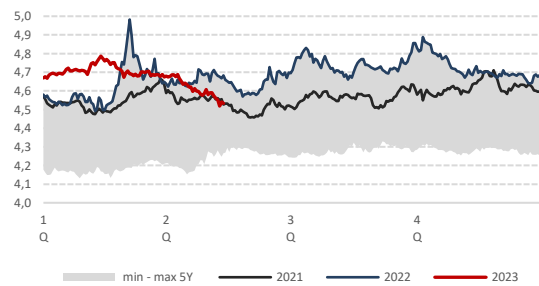
PKB Węgry r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



■ Węgry PKB r/r — Indeks zaufania konsumentów HU

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

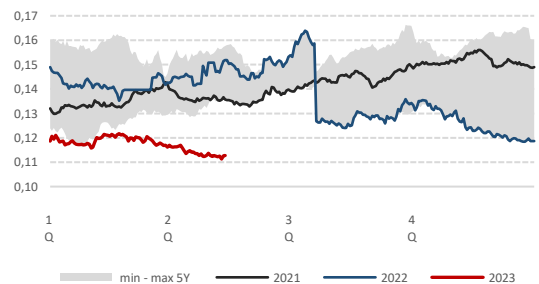
EUR/PLN



■ min - max 5Y — 2021 — 2022 — 2023

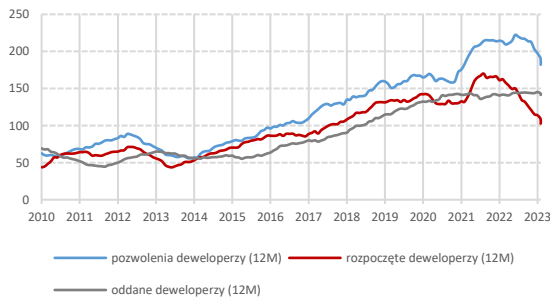
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN

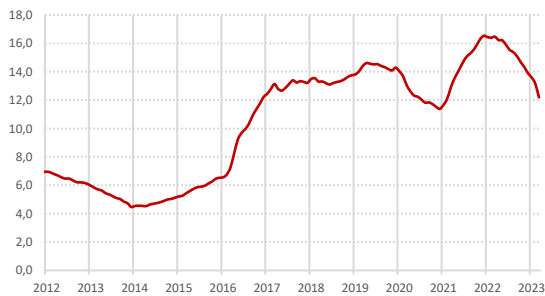


■ min - max 5Y — 2021 — 2022 — 2023

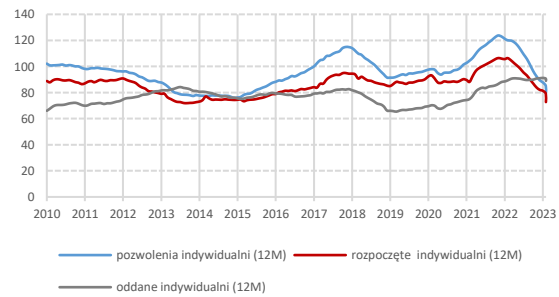
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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


Źródło: BDM S.A., GUS

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


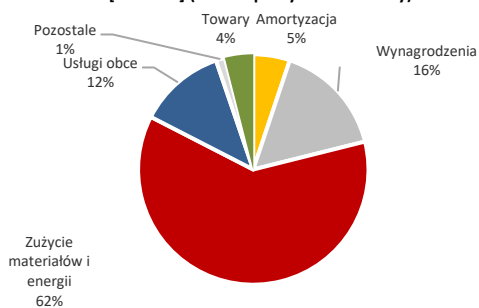
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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


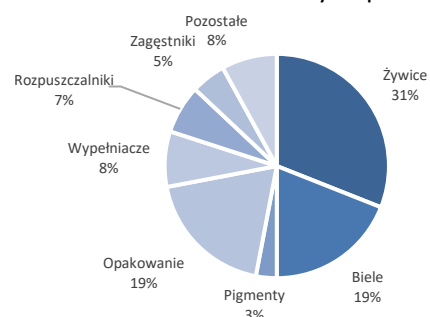
Źródło: BDM S.A., GUS

**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., Śnieżka 2022

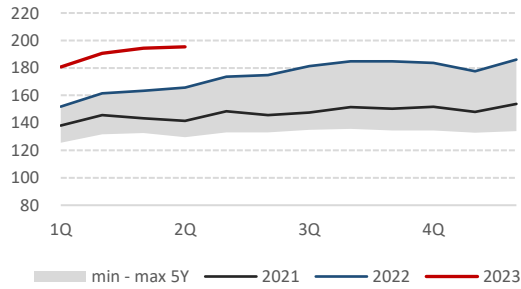
Ceny bieli w Europie w 3Q'22 osiągnęły swój historyczny szczyt. Od tego czasu bardzo powoli, ale systematycznie, spadają. Zwracamy uwagę, że ceny bieli są bardzo cykliczne, a wzrosty za okresu 2021-22 bardzo przypominały swoim zasięgiem wzrost z lat 2020-11 czy 2016-17, po których następowały głębokie 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)



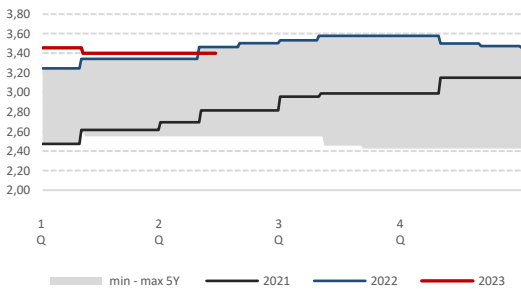
Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku, a w ostatnich miesiącach nadal, mimo spadku presji surowcowej, udaje mu się notować (wolniejsze) wzrosty. W 1Q'23 ceny średnio były o 19% wyższe r/r, a w kwietniu było to 18% r/r (w tym czasie ponad połowa kategorii materiałów budowlanych wykazuje już wzrosty <10% r/r, w tym część nawet spadki). 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**



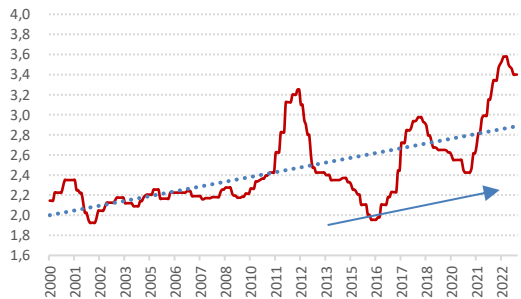
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 100 = grudzień 2010

**Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]**



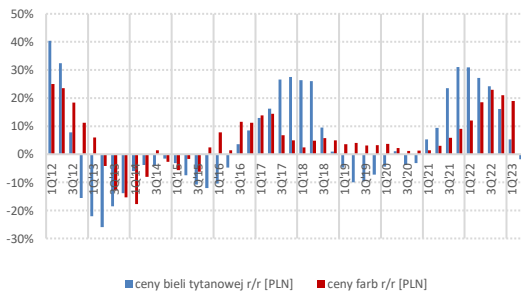
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

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



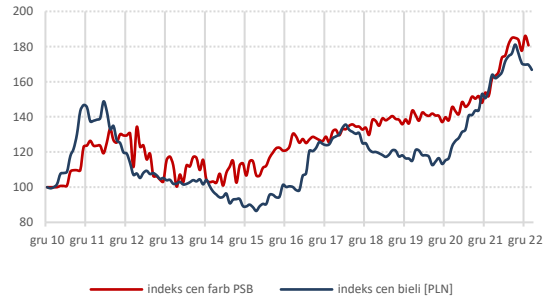
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

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



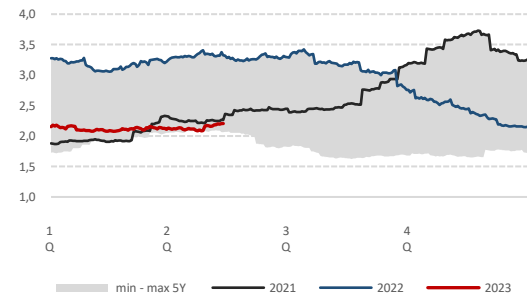
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

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



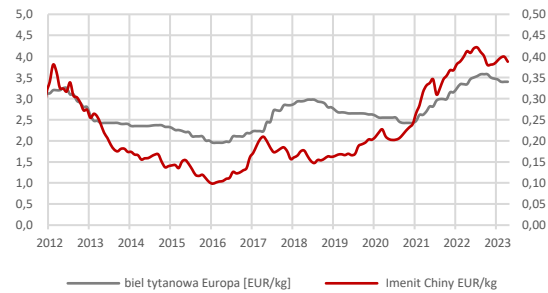
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

**Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]**



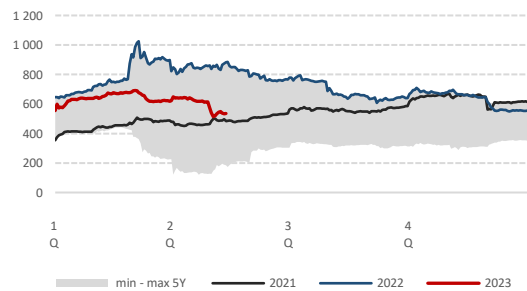
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



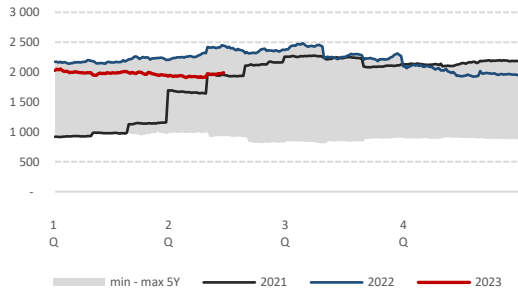
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, \*bazowy surowiec do produkcji bieli

**Nafta [EUR/t]**



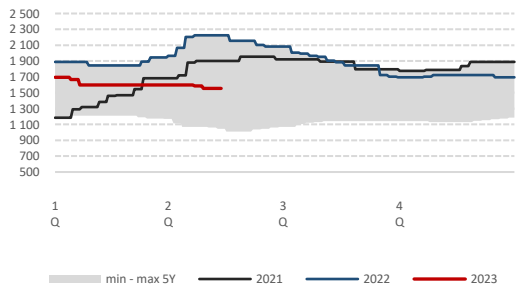
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Kwas akrylowy [EUR/t]**



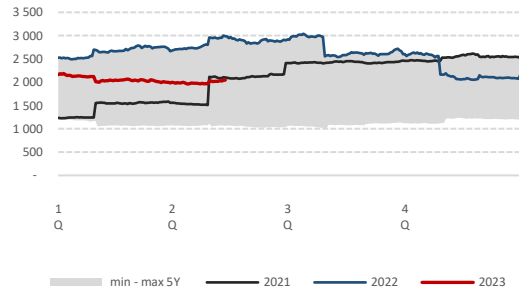
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Polietylen [EUR/t]**



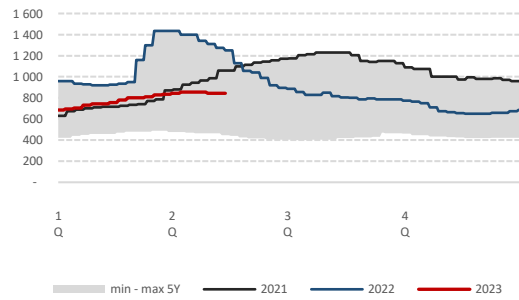
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Octan winylu [EUR/t]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Stal [EUR/t]**

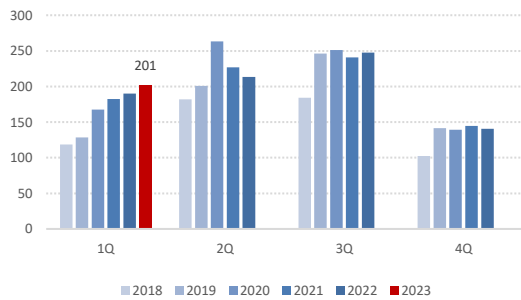
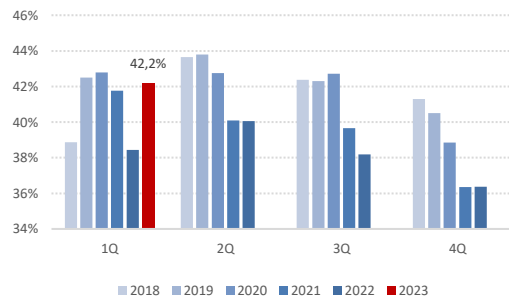


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

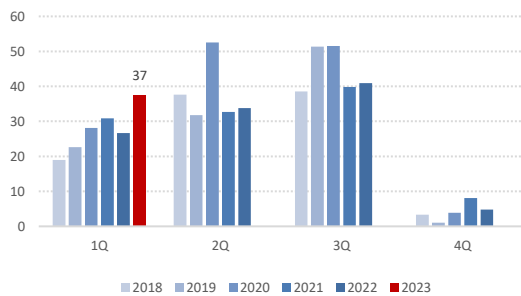
**WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY**
**Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]**

	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	1Q'23
<b>Przychody</b>	<b>128,5</b>	<b>201,0</b>	<b>246,1</b>	<b>141,5</b>	<b>167,8</b>	<b>263,3</b>	<b>251,1</b>	<b>139,1</b>	<b>182,6</b>	<b>226,9</b>	<b>240,8</b>	<b>144,5</b>	<b>189,9</b>	<b>213,5</b>	<b>247,6</b>	<b>140,7</b>	<b>201,4</b>
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	148,2
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	27,1
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	16,6
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	9,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>54,6</b>	<b>88,0</b>	<b>104,1</b>	<b>57,3</b>	<b>71,8</b>	<b>112,6</b>	<b>107,3</b>	<b>54,0</b>	<b>76,3</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>52,5</b>	<b>73,0</b>	<b>85,5</b>	<b>94,6</b>	<b>51,2</b>	<b>84,9</b>
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	57,9
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>17,8</b>	<b>26,2</b>	<b>44,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>20,7</b>	<b>43,9</b>	<b>43,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>23,1</b>	<b>23,4</b>	<b>30,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>18,9</b>	<b>21,6</b>	<b>31,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>27,1</b>
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	48,9
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	5,1
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	5,3
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	1,4
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	-33,6
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	0,5
<b>EBITDA</b>	<b>22,6</b>	<b>31,8</b>	<b>51,4</b>	<b>1,0</b>	<b>28,1</b>	<b>52,6</b>	<b>51,5</b>	<b>3,9</b>	<b>30,8</b>	<b>32,7</b>	<b>39,8</b>	<b>8,1</b>	<b>26,6</b>	<b>33,8</b>	<b>41,0</b>	<b>4,8</b>	<b>37,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>17,3</b>	<b>25,6</b>	<b>44,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>20,1</b>	<b>44,0</b>	<b>43,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>30,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>17,8</b>	<b>24,5</b>	<b>31,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>27,5</b>
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	-6,2
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	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	21,3
<b>Zysk netto</b>	<b>14,0</b>	<b>19,5</b>	<b>33,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>14,2</b>	<b>33,6</b>	<b>32,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>16,3</b>	<b>20,2</b>	<b>23,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>19,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>16,3</b>
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	-18,0
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	361,5
<b>przychody r/r</b>	<b>8,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>38,1%</b>	<b>30,5%</b>	<b>31,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>6,1%</b>
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%	7,8%
Węgry	---	---	---	---	---	133,9%	1,7%	-1,4%	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%	-21,8%
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%	89,3%
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%	6,0%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>42,5%</b>	<b>43,8%</b>	<b>42,3%</b>	<b>40,5%</b>	<b>42,8%</b>	<b>42,7%</b>	<b>42,7%</b>	<b>38,9%</b>	<b>41,8%</b>	<b>40,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>36,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>40,1%</b>	<b>38,2%</b>	<b>36,4%</b>	<b>42,2%</b>
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%	28,7%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>18,1%</b>	<b>-2,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>13,4%</b>
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%	33,0%
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%	19,0%
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%	31,6%
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%	14,9%
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%	-16,7%
<b>marża EBITDA</b>	<b>17,6%</b>	<b>15,8%</b>	<b>20,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>16,8%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,5%</b>	<b>2,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>18,6%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,7%</b>	<b>17,9%</b>	<b>-5,7%</b>	<b>12,0%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>12,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>13,7%</b>
<b>marża netto</b>	<b>10,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>8,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>8,1%</b>

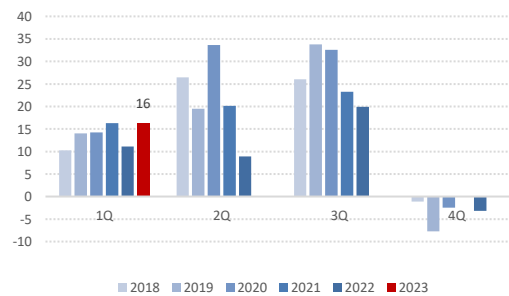
Źródło: DM BDM S.A., spółka

**Przychody [mln PLN]**

**Marża brutto ze sprzedaży**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

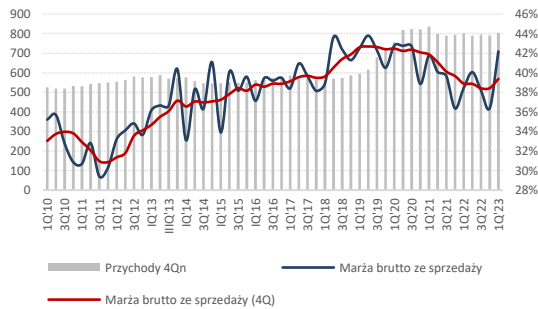
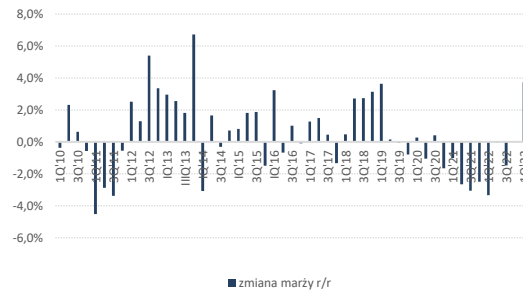
**EBITDA [mln PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

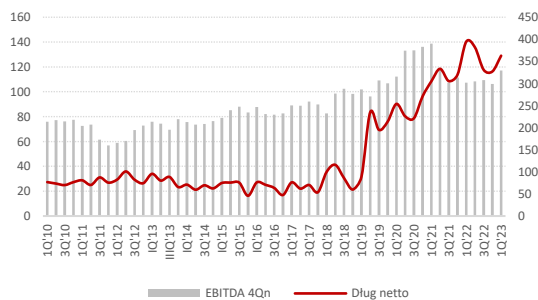
**Zysk netto [mln PLN]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

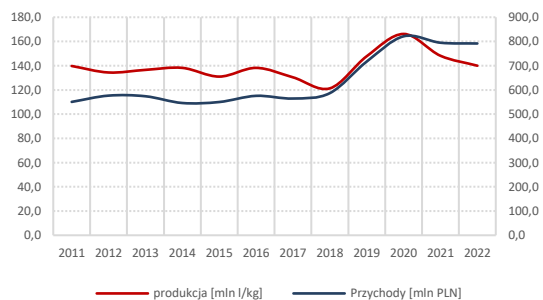
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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 (wolumen) vs przychody ze sprzedaży**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wyniki za 1Q'23 [mln PLN]**

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.	1Q'23P kons.	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	189,9	201,4	6,1%	192,6	4,6%	188,6	6,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	73,0	84,9	16,4%	76,0	11,8%	---	---
Zysk na sprzedaży	18,9	27,1	43,0%	21,2	27,7%	---	---
EBITDA	26,6	37,5	40,6%	30,1	24,5%	28,4	32,0%
EBIT	17,8	27,5	54,5%	20,6	33,7%	18,9	45,7%
Zysk (strata) brutto	14,2	21,3	50,3%	14,9	43,1%	---	---
Zysk (strata) netto	11,1	16,3	47,0%	11,4	43,1%	11,1	46,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,4%	42,2%		39,5%		---	
Marża EBITDA	14,0%	18,6%		15,6%		15,1%	
Marża EBIT	9,4%	13,7%		10,7%		10,0%	
Marża zysku netto	5,8%	8,1%		5,9%		5,9%	

Źródło: DM BDM S.A., spółka

- Wyniki 1Q'23 były wyraźnie powyżej naszych założeń oraz konsensusu.
- Przychody wzrosły o 6% r/r (5% powyżej naszych oczekiwań). Sprzedaż na rynku polskim z 8% dynamiką (wg PSB ceny w 1Q'23 rosły średnio o 19% r/r, co wskazuje na spadek wolumenu, ale jest on niższy niż zakładaliśmy). Pogłębienie spadku na rynku węgierskim (-22% r/r, w HUF: -19% r/r, zwracamy uwagę, że w 2Q'22 spółka sprzedała fabrykę styropianu), z kolei na rynku ukraińskim (+89% r/r, w UAH: +122%) sprzedaż była nawet wyższa niż w 1Q'21 (1Q'22 to niska baza związana z wybuchem wojny).
- Bardzo dobrze wypadła marża brutto ze sprzedaży (42,2% vs 38,4% rok temu). Spodziewaliśmy się mniejszej poprawy r/r, prawdopodobnie spółka zaczęła już odczuwać spadek presji kosztowej (przy wprowadzeniu podwyżek cen własnych produktów).
- Koszty SG&A były o 3,9 mln PLN wyższe r/r.
- Geograficznie - bardzo dobra marża na rynku polskim i ukraińskim, słabo na tym tle natomiast na rynku węgierskim (ale lepiej r/r).
- Marża EBITDA na bardzo wysokim poziomie: 18,6% (zakładaliśmy 15,6%, konsensus: 15,1%). Rekordowa w historii 1Q EBITDA (37,5 mln PLN vs 26,6 mln PLN nasze prognozy).
- Saldo finansowe: -6,2 mln PLN, Stopa podatku: 19,2%.
- Dług netto na poziomie 363 mln PLN (razem z 44,9 mln PLN z tytułu opcji zakupu spółki węgierskiej). CF operacyjny: -19 mln PLN (zwraca uwagę spadek zapasów r/r), CAPEX: 10 mln PLN (wg rachunku przepływów).

**Podsumowanie konferencji wynikowej po 1Q'23 (17 maja 2023)****• Wyniki**

Zarząd jest zadowolony z wyników, biorąc pod uwagę wymagające otoczenie. Poprawa możliwa dzięki „zwinności” modelu biznesowego (szerokie portfolio rozpoznawalnych marek, zoptymalizowana logistyka). W 2022 roku udziały rynkowe spółki kształtowały się na poziomie: 25% Polska, 22% Węgry, 10% Ukraina.

**• Perspektywy**

1Q'23 jest niewystarczający by prognozować wyniki całego roku. W 2023 roku otoczenie makro będzie nadal wymagające, inflacja przekłada się na spadek siły nabywczej oraz presję na wolumeny. Rosnące nadal są koszty wynagrodzeń i logistyki. Spółka ma bardzo szerokie portfolio (zarówno premium jak i niższa oraz średnia półka), co pozwala odpowiednio pozycjonować się w zależności od kondycji konsumentów (jednocześnie w prezentacji spółka wskazała na dalszą migrację klientów kierunku produktów premium). Bieżący optymizm spółki jest umiarkowany. Spółka chce chronić marże oraz dostosować się do kondycji konsumentów. Celem jest powrót do marż sprzed pandemii

**• Polska**

Zatowarowanie klientów przed sezonem w poprzednich latach było niższe, dodatkowo na początku 1Q'23 wyższy popyt ze względu na zapowiadaną wcześniej podwyżkę cen, ale nie należy przeceniać tego efekt.

**• Węgry**

Sytuacja popytowa jest trudniejsza niż w Polsce (wyższa inflacja). W 2Q'22 sprzedano zakład produkcji styropianu (generował istotne przychody, ale słaby wynik), co miało pewien wpływ na dodatkową presję na dynamikę sprzedaży w 1Q'23 r/r (sprzedaż w tym obszarze w 1Q'22 wynosiła <5 mln PLN).

**• Ukraina**

Spółka sprzyja lokalizacja w zach. Ukrainie, co stanowi obecnie przewagę logistyczną. Na dynamikę sprzedaży w 1Q'23 wpływ miała niska baza.

**• CAPEX/dywidenda**

CAPEX w 2023 będzie ograniczony, spółka jest doinwestowana (nakłady w 1Q'23 dotyczyły jeszcze finalizacji wydatków z 2022 roku). Zarząd podtrzymuje dotychczasową politykę dywidendy (rekomendowania 50% zysku netto do momentu zejścia DN/EBITDA do poziomu 1x), mimo innej decyzji akcjonariuszy na ostatnim WZA (zdecydowano o wypłacie 69% zysku).

**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'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>182,6</b>	<b>226,9</b>	<b>240,8</b>	<b>144,5</b>	<b>189,9</b>	<b>213,5</b>	<b>247,6</b>	<b>140,7</b>	<b>201,4</b>	<b>222,2</b>	<b>255,2</b>	<b>148,0</b>	<b>209,3</b>	<b>240,8</b>	<b>274,8</b>	<b>159,3</b>
Polska	126,6	151,5	156,2	92,8	137,5	146,5	161,6	91,6	148,2	153,8	166,5	96,1	151,2	166,1	178,9	103,3
Węgry	31,0	41,8	44,2	27,5	34,6	36,6	41,9	23,7	27,1	32,9	40,9	24,3	29,8	36,2	43,9	26,1
Ukraina	15,7	20,4	26,6	17,6	8,8	17,1	27,2	15,1	16,6	21,4	29,9	16,6	18,3	23,6	32,9	18,3
pozostałe	9,3	13,2	13,9	6,6	8,9	13,3	16,9	10,3	9,5	14,1	17,9	10,9	10,0	14,9	19,0	11,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>76,3</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>52,5</b>	<b>73,0</b>	<b>85,5</b>	<b>94,6</b>	<b>51,2</b>	<b>84,9</b>	<b>94,3</b>	<b>106,4</b>	<b>57,8</b>	<b>89,4</b>	<b>102,2</b>	<b>115,5</b>	<b>63,1</b>
SG&A	53,2	67,5	64,8	54,6	54,0	63,9	63,3	54,2	57,9	67,4	66,3	57,0	59,6	72,4	70,8	60,8
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>23,1</b>	<b>23,4</b>	<b>30,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>18,9</b>	<b>21,6</b>	<b>31,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>27,1</b>	<b>26,8</b>	<b>40,1</b>	<b>0,8</b>	<b>29,7</b>	<b>29,8</b>	<b>44,7</b>	<b>2,3</b>
Polska	42,0	38,6	38,6	15,2	40,2	36,8	40,7	17,4	48,9	42,0	47,8	20,8	51,6	45,8	52,2	23,2
Węgry	4,1	7,1	8,5	2,4	6,2	8,7	4,3	0,6	5,1	9,8	6,0	1,4	5,7	10,7	7,1	2,0
Ukraina	4,9	5,6	8,1	5,9	1,4	6,5	10,7	3,8	5,3	7,2	11,9	4,4	5,6	7,8	12,7	4,8
pozostałe	2,6	2,3	2,7	1,7	2,0	2,5	4,8	4,5	1,4	2,9	5,6	4,9	1,6	3,3	6,0	5,2
koszty nieprzypisane	-30,5	-30,2	-27,0	-27,2	-30,8	-32,9	-29,2	-29,2	-33,6	-35,1	-31,2	-30,7	-34,7	-37,8	-33,4	-32,8
PPO/PKO	-1,1	0,5	-0,2	0,9	-1,1	2,9	0,5	-1,7	0,5	0,0	-0,6	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,6
<b>EBITDA</b>	<b>30,8</b>	<b>32,7</b>	<b>39,8</b>	<b>8,1</b>	<b>26,6</b>	<b>33,8</b>	<b>41,0</b>	<b>4,8</b>	<b>37,5</b>	<b>36,7</b>	<b>49,4</b>	<b>10,2</b>	<b>38,9</b>	<b>39,5</b>	<b>53,1</b>	<b>11,4</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>30,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>17,8</b>	<b>24,5</b>	<b>31,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>27,5</b>	<b>26,8</b>	<b>39,5</b>	<b>0,2</b>	<b>29,1</b>	<b>29,8</b>	<b>44,1</b>	<b>1,7</b>
Saldo finansowe	-0,8	0,8	-0,7	1,7	-3,6	-5,8	-5,3	-1,8	-6,2	-5,9	-5,1	-4,4	-4,4	-4,6	-4,2	-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	21,3	21,1	34,5	-4,3	24,7	25,4	40,0	-1,8
<b>Zysk netto</b>	<b>16,3</b>	<b>20,2</b>	<b>23,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>19,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>16,3</b>	<b>15,1</b>	<b>26,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>19,5</b>	<b>18,2</b>	<b>30,5</b>	<b>-0,3</b>
CFO	-8,1	48,5	67,3	16,4	-51,9	27,0	100,7	22,4	-18,0	36,0	85,3	18,4	-24,5	39,9	88,2	21,4
Dług netto	304,8	333,3	305,5	319,8	394,7	381,9	330,9	327,3	361,5	341,2	296,2	293,1	331,8	306,1	258,5	245,3
<b>przychody r/r</b>	<b>8,8%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
Polska	19,5%	-12,3%	-1,9%	7,4%	8,7%	-3,3%	3,5%	-1,3%	7,8%	5,0%	3,0%	5,0%	2,0%	8,0%	7,5%	7,5%
Węgry	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%	-21,8%	-10,0%	-2,5%	2,5%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%
Ukraina	-2,0%	-8,3%	10,4%	25,6%	-44,2%	-15,9%	2,5%	-14,1%	89,3%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
pozostałe	-27,2%	-18,8%	-23,8%	-41,4%	-3,7%	0,7%	22,0%	56,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>41,8%</b>	<b>40,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>36,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>40,1%</b>	<b>38,2%</b>	<b>36,4%</b>	<b>42,2%</b>	<b>42,4%</b>	<b>41,7%</b>	<b>39,1%</b>	<b>42,7%</b>	<b>42,4%</b>	<b>42,0%</b>	<b>39,6%</b>
SG&A/przychody	29,1%	29,8%	26,9%	37,8%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%	28,7%	30,3%	26,0%	38,5%	28,5%	30,1%	25,8%	38,2%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>12,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>15,7%</b>	<b>0,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>12,4%</b>	<b>16,3%</b>	<b>1,5%</b>
Polska	33,1%	25,5%	24,7%	16,4%	29,2%	25,1%	25,2%	19,0%	33,0%	27,3%	28,7%	21,6%	34,1%	27,6%	29,2%	22,4%
Węgry	13,4%	17,0%	19,1%	8,7%	17,8%	23,9%	10,3%	2,4%	19,0%	29,9%	14,8%	6,0%	19,1%	29,5%	16,2%	7,8%
Ukraina	31,4%	27,7%	30,3%	33,4%	15,8%	38,1%	39,2%	24,8%	31,6%	33,8%	39,8%	26,2%	30,5%	33,1%	38,7%	26,1%
pozostałe	27,5%	17,6%	19,4%	26,4%	22,4%	18,5%	28,3%	44,0%	14,9%	20,8%	31,0%	45,1%	15,8%	22,0%	31,7%	44,8%
koszty nieprzypisane	-16,7%	-13,3%	-11,2%	-18,9%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%	-16,7%	-15,8%	-12,2%	-20,8%	-16,6%	-15,7%	-12,1%	-20,6%
<b>marża EBITDA</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>16,5%</b>	<b>19,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>18,6%</b>	<b>16,4%</b>	<b>19,3%</b>	<b>7,2%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>12,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>12,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>0,1%</b>	<b>13,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>16,1%</b>	<b>1,1%</b>
<b>marża netto</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>6,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>9,3%</b>	<b>7,5%</b>	<b>11,1%</b>	<b>-0,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Wyniki 1Q'23 były lepsze od naszych założeń z połowy marca. Skłania nas to do podniesienia naszych założeń (głównie na poziomie rentowności, w mniejszym stopniu po stronie przychodowej).
- Zakładamy obecnie, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 827 mln PLN przychodów (+4% r/r), 134 mln PLN EBITDA oraz 55 mln PLN zysku netto.
- W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 884 mln PLN / 143 / 68 mln PLN.
- Zakładana poprawa wyników to głównie efekt poprawy rentowności (brutto ze sprzedaży z 38,4% w 2022 do 41,5% w 2023 i 41,8% 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 cel na marży EBITDA zostanie zrealizowany w 2023 roku (zwracamy uwagę, że od 2022 roku spółkę wspiera nowe centrum logistyczne, którego efekty powinny też być mocniej widoczne w kolejnych latach). W długim terminie zakładamy ok. 17-18% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,0%).
- 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 2,17 PLN w 2024 i 2,69 PLN w 2025 roku (wskazujemy jednocześnie, że w 2023 roku akcjonariusze zdecydowali o wyższej dywidendzie niż rekomendował zarząd – wypłacono 69% zysku netto skonsolidowanego).

**Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji\* [mln PLN]**

	2023		zmiana	2024		zmiana	2025		zmiana	2026		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	817,1	826,8	1,2%	880,3	884,3	0,4%	944,9	952,1	0,8%			
Zysk brutto ze sprzedaży	327,2	343,4	5,0%	357,3	370,3	3,6%	393,2	401,1	2,0%			
EBITDA	120,0	133,8	11,5%	133,4	143,0	7,2%	151,1	155,0	2,6%			
EBIT	82,0	94,0	14,7%	95,6	104,8	9,6%	114,9	117,8	2,6%			
Zysk netto	45,6	54,7	20,0%	60,2	67,8	12,7%	78,9	81,7	3,5%			
Dług netto	300,1	293,1		257,2	245,3		204,1	191,1				
Marża brutto ze sprzedaży	40,0%	41,5%		40,6%	41,9%		41,6%	42,1%				
Marża EBITDA	16,2%	16,2%		15,2%	16,2%		16,0%	16,3%				
Marża EBIT	10,0%	11,4%		10,9%	11,9%		12,2%	12,4%				
Marża zysku netto	5,6%	6,6%		6,8%	7,7%		8,4%	8,6%				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \*z 16/03/2023

**Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]**

	2023		odchylenie	2024		odchylenie	2025		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	826,8	818,0	1,1%	884,3	858,0	3,1%	945,0	945,0	0,7%
EBITDA	133,8	118,0	13,4%	143,0	132,0	8,4%	155,0	151,0	2,6%
EBIT	94,0	80,1	17,4%	104,8	92,5	13,3%	117,8	111,0	6,2%
Zysk (strata) netto	54,7	46,0	19,0%	67,8	61,7	9,9%	81,7	76,4	6,9%
Dług netto	293,1	281,0	4,3%	245,3	249,0	-1,5%	191,1	197,0	-3,0%
Marża EBITDA	16,2%	14,4%		16,2%	15,4%		16,3%	16,0%	
Marża EBIT	11,4%	9,8%		11,9%	10,8%		12,4%	11,7%	
Marża zysku netto	6,6%	5,6%		7,7%	7,2%		8,6%	8,1%	

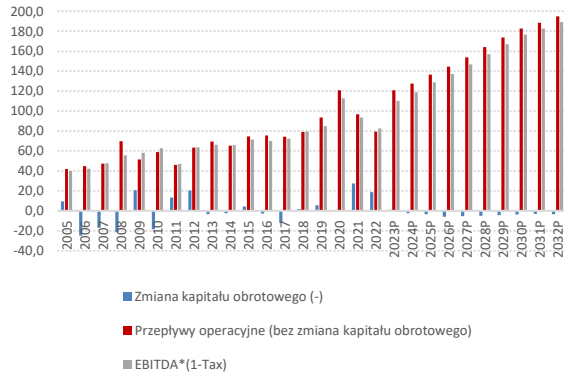
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

**Prognozy wyników wg segmentów rocznie [mln PLN]**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
<b>Przychody</b>	<b>586,8</b>	<b>717,1</b>	<b>821,3</b>	<b>794,9</b>	<b>791,7</b>	<b>826,8</b>	<b>884,3</b>	<b>952,1</b>	<b>1 009,0</b>	<b>1 060,3</b>	<b>1 106,5</b>	<b>1 147,1</b>	<b>1 184,1</b>	<b>1 214,1</b>	<b>1 246,1</b>
Polska	455,8	480,5	524,5	527,1	537,2	564,7	599,6	644,6	680,1	710,7	739,1	765,0	787,9	807,6	827,8
Węgry	0,0	99,4	162,1	144,5	136,8	125,1	136,0	146,2	155,0	162,7	169,9	176,4	182,2	187,2	192,4
Ukraina	73,5	77,4	76,4	80,3	68,2	84,6	93,1	102,4	112,6	123,9	133,2	139,8	146,8	151,2	155,8
pozostałe	57,5	59,8	58,4	42,9	49,4	52,4	55,6	58,9	61,2	63,1	64,3	65,6	66,9	68,3	69,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>245,7</b>	<b>304,1</b>	<b>345,6</b>	<b>315,3</b>	<b>304,2</b>	<b>343,4</b>	<b>370,3</b>	<b>401,1</b>	<b>427,7</b>	<b>452,4</b>	<b>475,7</b>	<b>496,7</b>	<b>516,0</b>	<b>528,9</b>	<b>542,6</b>
SG&A	162,7	219,2	241,1	240,0	235,4	248,6	263,7	281,4	295,6	308,0	318,6	327,3	334,9	340,6	346,3
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>83,0</b>	<b>84,9</b>	<b>104,5</b>	<b>75,2</b>	<b>68,8</b>	<b>94,8</b>	<b>106,6</b>	<b>119,6</b>	<b>132,1</b>	<b>144,4</b>	<b>157,2</b>	<b>169,4</b>	<b>181,0</b>	<b>188,4</b>	<b>196,3</b>
Polska	120,4	123,8	134,9	134,3	135,1	159,4	172,8	188,0	201,6	214,3	226,7	238,1	248,6	255,6	263,1
Węgry	0,0	17,6	38,1	22,1	19,8	22,5	25,5	29,0	32,1	35,0	37,8	40,5	42,9	44,5	46,2
Ukraina	24,8	25,7	28,1	24,5	22,3	28,8	30,9	33,3	35,5	37,7	40,0	42,1	44,0	45,3	46,7
pozostałe	18,2	20,9	19,2	9,3	13,8	14,8	16,1	17,5	18,7	19,8	20,9	21,9	22,8	23,4	24,0
koszty nieprzypisane	-80,4	-103,2	-115,8	-115,0	-122,2	-130,7	-138,6	-148,1	-155,8	-162,5	-168,2	-173,0	-177,3	-180,5	-183,7
PPO/PKO	-3,3	-5,9	-2,0	0,2	0,6	-0,7	-1,8	-1,8	-3,0	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	-3,6	-3,7
<b>EBITDA</b>	<b>98,4</b>	<b>106,8</b>	<b>136,1</b>	<b>111,4</b>	<b>106,2</b>	<b>133,8</b>	<b>143,0</b>	<b>155,0</b>	<b>166,0</b>	<b>178,0</b>	<b>190,6</b>	<b>202,9</b>	<b>214,4</b>	<b>221,8</b>	<b>229,8</b>
EBIT	79,6	79,0	102,5	75,5	69,4	94,0	104,8	117,8	129,1	141,2	153,8	166,0	177,5	184,7	192,6
Saldo finansowe	-1,4	-0,4	0,9	1,0	-16,5	-21,6	-16,7	-12,6	-9,9	-8,5	-7,0	-5,3	-3,5	-1,9	-0,5
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	72,6	88,3	105,5	119,4	133,0	147,1	160,9	174,2	183,1	192,4
<b>Zysk netto</b>	<b>61,6</b>	<b>59,5</b>	<b>78,0</b>	<b>59,7</b>	<b>36,7</b>	<b>54,7</b>	<b>67,8</b>	<b>81,7</b>	<b>92,1</b>	<b>102,7</b>	<b>113,8</b>	<b>124,7</b>	<b>135,2</b>	<b>142,2</b>	<b>149,5</b>
CFO	80,7	99,2	120,7	124,1	98,2	121,8	125,0	133,1	138,5	148,6	159,0	169,3	179,0	185,4	191,6
Dług netto	60,0	213,7	270,9	319,8	327,3	293,1	245,3	191,1	138,9	98,7	54,1	5,4	-47,0	-59,4	-72,2
<b>przychody r/r</b>	<b>3,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>14,5%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>
Polska	5,9%	5,4%	9,2%	0,5%	1,9%	5,1%	6,2%	7,5%	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,5%
Węgry	---	---	63,0%	-10,8%	-5,4%	-8,5%	8,7%	7,5%	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%	24,0%	10,0%	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%	6,0%	6,0%	6,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>41,9%</b>	<b>42,4%</b>	<b>42,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>41,5%</b>	<b>41,9%</b>	<b>42,1%</b>	<b>42,4%</b>	<b>42,7%</b>	<b>43,0%</b>	<b>43,3%</b>	<b>43,6%</b>	<b>43,6%</b>	<b>43,6%</b>
SG&A/przychody	27,7%	30,6%	29,4%	30,2%	29,7%	30,1%	29,8%	29,6%	29,3%	29,0%	28,8%	28,5%	28,3%	28,0%	27,8%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>14,1%</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,8%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,8%</b>
Polska	26,4%	25,8%	25,7%	25,5%	25,1%	28,2%	28,8%	29,2%	29,6%	30,2%	30,7%	31,1%	31,6%	31,7%	31,8%
Węgry	---	17,7%	23,5%	15,3%	14,4%	18,0%	18,8%	19,8%	20,7%	21,5%	22,3%	22,9%	23,5%	23,8%	24,0%
Ukraina	33,8%	33,2%	36,8%	30,5%	32,7%	34,0%	33,2%	32,5%	31,6%	30,5%	30,0%	30,1%	30,0%	30,0%	30,0%
pozostałe	31,6%	34,9%	32,9%	21,7%	27,9%	28,3%	28,9%	29,7%	30,5%	31,4%	32,5%	33,3%	34,0%	34,2%	34,4%
koszty nieprzypisane	-13,7%	-14,4%	-14,1%	-14,5%	-15,4%	-15,8%	-15,7%	-15,6%	-15,4%	-15,3%	-15,2%	-15,1%	-15,0%	-14,9%	-14,8%
<b>marża EBITDA</b>	<b>16,8%</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,3%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>17,7%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,4%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>13,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,5%</b>
<b>marża netto</b>	<b>10,5%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,0%</b>

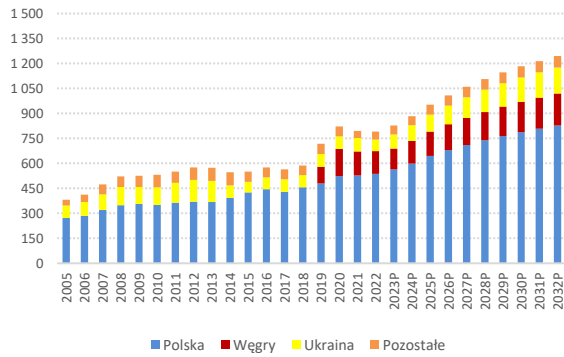
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Przeptywy operacyjne [mln PLN]**



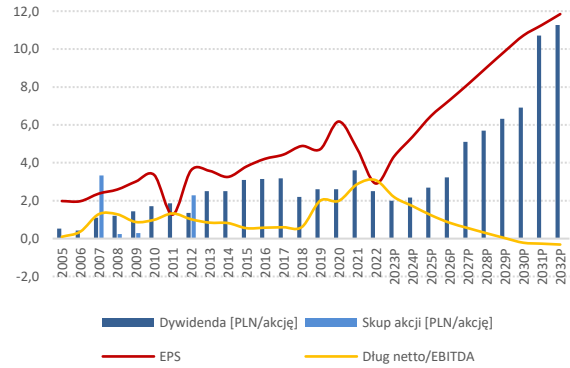
Źródło: BDM S.A., spółka

**Struktura przychodów [mln PLN]**



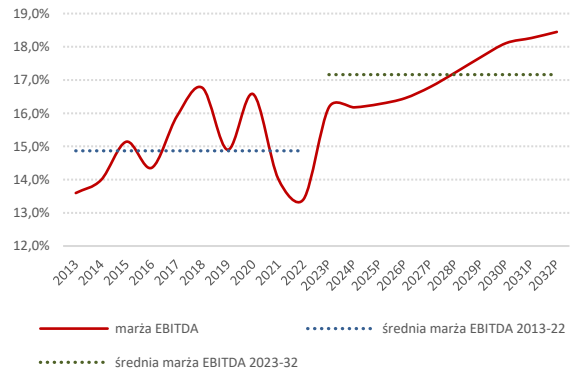
Źródło: BDM S.A., spółka

**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
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>577</b>	<b>573</b>	<b>574</b>	<b>570</b>	<b>566</b>	<b>566</b>	<b>565</b>	<b>565</b>	<b>565</b>	<b>565</b>	<b>565</b>	<b>565</b>
Aktywa trwałe	83	72	67	64	61	61	61	61	61	61	61	61
Wartości niematerialne i prawne	490	496	502	502	501	500	500	500	500	500	500	500
Rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Pozostałe aktywa trwałe	<b>226</b>	<b>221</b>	<b>224</b>	<b>254</b>	<b>294</b>	<b>333</b>	<b>354</b>	<b>380</b>	<b>404</b>	<b>428</b>	<b>411</b>	<b>395</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	136	125	116	117	122	128	134	141	147	151	153	158
Zapasy	73	76	80	85	92	97	102	107	111	114	117	120
Należności krótkoterminowe	16	20	28	51	80	107	118	132	146	163	140	117
Inwestycje krótkoterminowe	16	20	28	51	80	107	117	132	146	163	140	117
- w tym środki pieniężne*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa obrotowe	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>798</b>	<b>824</b>	<b>860</b>	<b>899</b>	<b>919</b>	<b>946</b>	<b>969</b>	<b>993</b>	<b>976</b>	<b>960</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>304</b>	<b>293</b>	<b>322</b>	<b>363</b>	<b>411</b>	<b>462</b>	<b>500</b>	<b>542</b>	<b>587</b>	<b>635</b>	<b>642</b>	<b>649</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>90</b>	<b>99</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>469</b>	<b>473</b>	<b>442</b>	<b>422</b>	<b>404</b>	<b>386</b>	<b>361</b>	<b>338</b>	<b>309</b>	<b>277</b>	<b>244</b>	<b>212</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	24	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Rezerwy na zobowiązania	253	230	205	180	155	130	100	70	35	0	0	0
Zobowiązania długoterminowe	253	230	205	180	155	130	100	70	35	0	0	0
- w tym zobowiązania oprocentowane	191	223	218	223	230	236	242	249	254	258	225	193
Zobowiązania krótkoterminowe	83	117	116	116	116	116	116	116	116	116	81	45
- w tym zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inne	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>798</b>	<b>824</b>	<b>860</b>	<b>899</b>	<b>919</b>	<b>946</b>	<b>969</b>	<b>993</b>	<b>976</b>	<b>960</b>
<b>Pasywa razem</b>	*łącznie z lokatami											
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	795	792	827	884	952	1 009	1 060	1 106	1 147	1 184	1 214	1 246
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	315	304	343	370	401	428	452	476	497	516	529	543
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	240	235	249	264	281	296	308	319	327	335	341	346
Zysk (strata) na sprzedaży	75	69	95	107	120	132	144	157	169	181	188	196
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0	1	-1	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4
EBITDA	111	106	134	143	155	166	178	191	203	214	222	230
EBIT	75	69	94	105	118	129	141	154	166	177	185	193
Saldo działalności finansowej	1	-17	-22	-17	-13	-10	-8	-7	-5	-4	-2	0
Zysk (strata) brutto	77	53	73	88	105	119	133	147	161	174	183	192
Zysk (strata) netto mniejszości	5	5	5	5	6	6	7	7	8	8	9	9
Zysk (strata) netto**	60	37	55	68	82	92	103	114	125	135	142	149
**dla akcjonariuszy jedn. dominującej												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	124	98	122	125	133	138	149	159	169	179	185	192
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-109	-47	-41	-34	-33	-35	-35	-35	-35	-35	-35	-36
Przepływy z działalności finansowej	-16	-44	-73	-68	-71	-76	-103	-109	-120	-127	-173	-179
Przepływy pieniężne netto	-1	7	8	23	29	27	10	15	14	17	-23	-23
Środki pieniężne na początek okresu	16	16	20	28	51	80	107	117	132	146	163	140
Środki pieniężne na koniec okresu	16	20	28	51	80	107	117	132	146	163	140	117
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Przychody zmiana r/r	-3%	0%	4%	7%	8%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	-18%	-5%	26%	7%	8%	7%	7%	7%	6%	6%	3%	4%
Zysk netto zmiana r/r	-23%	-39%	49%	24%	20%	13%	12%	11%	10%	8%	5%	5%
Marża brutto na sprzedaży	39,7%	38,4%	41,5%	41,9%	42,1%	42,4%	42,7%	43,0%	43,3%	43,6%	43,6%	43,6%
Marża EBITDA	14,0%	13,4%	16,2%	16,2%	16,3%	16,5%	16,8%	17,2%	17,7%	18,1%	18,3%	18,4%
Marża EBIT	9,5%	8,8%	11,4%	11,9%	12,4%	12,8%	13,3%	13,9%	14,5%	15,0%	15,2%	15,5%
Marża netto	7,5%	4,6%	6,6%	7,7%	8,6%	9,1%	9,7%	10,3%	10,9%	11,4%	11,7%	12,0%
SG&A / przychody	30,2%	29,7%	30,1%	29,8%	29,6%	29,3%	29,0%	28,8%	28,5%	28,3%	28,0%	27,8%
ROE	19,6%	12,5%	17,0%	18,7%	19,9%	19,9%	20,5%	21,0%	21,2%	21,3%	22,1%	23,0%
ROA	7,4%	4,6%	6,9%	8,2%	9,5%	10,2%	11,2%	12,0%	12,9%	13,6%	14,6%	15,6%
Dług	336	347	321	296	271	246	216	186	151	116	81	45
D / (D+E)	52,5%	54,2%	49,9%	44,9%	39,8%	34,8%	30,2%	25,6%	20,5%	15,4%	11,2%	6,4%
D / E	110,5%	118,5%	99,6%	81,6%	66,0%	53,3%	43,2%	34,3%	25,7%	18,2%	12,6%	6,9%
Dług / kapitał własny	110,5%	118,5%	99,6%	81,6%	66,0%	53,3%	43,2%	34,3%	25,7%	18,2%	12,6%	6,9%
Dług netto	320	327	293	245	191	139	99	54	5	-47	-59	-72
Dług netto / kapitał własny	1,05	1,12	0,91	0,68	0,47	0,30	0,20	0,10	0,01	-0,07	-0,09	-0,11
Dług netto / EBITDA	2,9	3,1	2,2	1,7	1,2	0,8	0,6	0,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,3
EV	1 236	1 243	1 209	1 161	1 107	1 055	1 015	970	921	869	857	844
Dług / EV	27,2%	27,9%	26,6%	25,5%	24,5%	23,3%	21,3%	19,2%	16,4%	13,3%	9,4%	5,3%
CAPEX / Przychody	13,9%	6,7%	5,0%	3,8%	3,5%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	307,2%	144,9%	103,6%	88,7%	89,8%	98,7%	99,2%	99,5%	99,6%	100,0%	100,2%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	-3,7%	-0,2%	-0,1%	0,3%	0,4%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	109,7%	45,8%	-2,2%	5,2%	5,8%	11,3%	11,3%	11,7%	11,6%	11,0%	11,1%	11,5%
P/E*	15,3	25,0	16,7	13,5	11,2	9,9	8,9	8,0	7,3	6,8	6,4	6,1
P/BV*	3,0	3,1	2,8	2,5	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4	1,4
EV/EBITDA*	11,1	11,7	9,0	8,1	7,1	6,4	5,7	5,1	4,5	4,1	3,9	3,7
EV/EBIT*	16,4	17,9	12,9	11,1	9,4	8,2	7,2	6,3	5,6	4,9	4,6	4,4
EV/S*	1,6	1,6	1,5	1,3	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
DPS	3,6	2,5	2,0	2,2	2,7	3,2	5,1	5,7	6,3	6,9	10,7	11,3
Payout ratio	58,3%	52,8%	68,8%	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 72,6 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

 e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)
**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

 e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)
**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854

 e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)
**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

 e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)
**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

 e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)
**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>trzymaj</b>	<b>72,2</b>	<b>redukuj</b>	<b>65,2</b>	<b>18.05.2023</b>	<b>08:50 CEST</b>	<b>72,6</b>	<b>63 636</b>
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 2Q'23\*:**

	liczba		%	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	56%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	3	33%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2023-05-18**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-18 (08:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-25 (08:50 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 2023-05-18:**

- 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.