



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

Główni międzynarodowi gracze w obszarze farb (Akzo, PPG, SHW) pokazali już pozytywne dynamiki wyników za 2Q'23, a także wskazali korzystny outlook na kolejne okresy po stronie marżowej oraz możliwość przynajmniej lekkiej odbudowy popytu w obszarze farb dekoracyjnych (także efekt niskiej bazy). Śnieżka w tym kontekście może być beneficjentem spadku presji po stronie kosztowej nawet w większym zakresie niż wcześniej zakładaliśmy. Także wskaźniki zaufania konsumenta zaczynają się poprawiać, co może zacząć stymulować odbicie na rynku remontowym (dodatkowo ożywienie kredytowe na rynku pierwotnym także może przelożyć się pozytywnie na cały rynek). Śnieżka jest potencjalnie jednym z bardziej oczywistych beneficjentów tematu „odbudowy Ukrainy”, jednocześnie ze względu na specyfikę produktu i lokalizację korzystać może także z doraźnego ożywienia popytu. Podwyższamy nieco nasze średnioterminowe założenie prognoz w modelu (m.in. korzystniejszy kurs EUR/PLN). Dodatkowo pozytywnie na wycenę wpływa spadek stopy wolnej od ryzyka. Przekłada się to na wzrost ceny docelowej do 79,9 PLN (z 72,2 PLN) oraz podniesienie zalecenia do Akumuluj (z Trzymaj).

Spółka wyniki za 2Q'23 opublikuje dopiero w drugiej połowie września. Dla przypomnienia wyniki 1Q'23, były powyżej oczekiwań naszych i rynku. 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.

Jednocześnie wskazujemy, że nastroje konsumentów zaczęły odbijać się od dna zarówno w Polsce i Węgrzech. Dynamika inflacji wyraźnie opada, a kampania wyborcza w Polsce skupia się m.in. na wsparciu siły nabywczej konsumentów. Równocześnie spada presja kosztowa w branży (co dobrze obrazują wyniki/komentarze międzynarodowej konkurencji za 2Q'23), a spółce lokalnie sprzyja umocnienie PLN (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.

W 2Q'23 spodziewamy się 4% wzrostu przychodów r/r oraz poprawy EBITDA do 37 mln PLN z 34 mln PLN rok temu (wzrost rentowności brutto ze sprzedaży o 2,4 pp, zwracamy uwagę, że 2Q'22 był wsparty przez +2,9 mln PLN na saldzie pozostałej działalności operacyjnej, czego nie zakładamy w 2Q'23).

Podnosimy nasze założenia roczne względem poprzedniej rekomendacji (głównie na poziomie rentowności). Zakładamy obecnie, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 827 mln PLN przychodów (+4% r/r), 137 mln PLN EBITDA oraz 57 mln PLN zysku netto. W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 884 mln PLN / 147 / 72 mln PLN. 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).

Zwracamy uwagę na zdecydowane podniesienie się w ostatnim czasie konsensusu wynikowego bez w zasadzie większej reakcji kursu spółki. O ile jeszcze w maju nasze prognozy były wyższe niż konsensus Bloomberga, to obecnie, mimo podniesienia założeń na 2H'23 i 2024+, jesteśmy poniżej średniej. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'23=8,8x, '24=7,9x), pozostają nominalnie wysokie na tle krajowych spółek z branży materiałów budowlanych, jednak obecnie są one nieco poniżej 10-letniej mediany zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Jednocześnie spółka handlowana jest z istotnym dyskontem do zagranicznych producentów farb (zgodnie z historycznym wzorcem). W średnim/długim terminie pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić trwała deeskalacja działań wojennych w Ukrainie czy udane wyjście spółki w 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 | 346,3 | 374,6 | 405,1 |
| 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 | 97,7 | 110,9 | 123,7 |
| 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 | 136,6 | 147,4 | 159,0 |
| EBIT [mln PLN] | 102,5 | 75,5 | 69,4 | 96,9 | 109,1 | 121,9 |
| Zysk brutto [mln PLN] | 104,0 | 76,8 | 53,0 | 75,5 | 92,8 | 109,8 |
| Zysk netto [mln PLN] | 78,0 | 59,7 | 36,7 | 57,1 | 71,5 | 85,2 |
| P/BV | 3,1 | 3,0 | 3,1 | 2,8 | 2,5 | 2,2 |
| P/E | 11,8 | 15,4 | 25,0 | 16,1 | 12,9 | 10,8 |
| EV/EBITDA | 8,7 | 11,1 | 11,7 | 8,8 | 7,9 | 6,9 |
| EV/EBIT | 11,6 | 16,4 | 17,9 | 12,5 | 10,6 | 9,0 |

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.

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 79,9 PLN

27 LIPIEC 2023, 14:55 CEST

| | |
|-------------------------------|-------|
| Wycena DCF [PLN] | 78,2 |
| Wycena porównawcza [PLN] | 86,8 |
| Wycena końcowa [PLN] | 79,9 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 9,7% |
| Koszt kapitału | 12,0% |
| Cena rynkowa [PLN] | 72,8 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 918,6 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 12,6 |

| | |
|-------------------------------|------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 73,8 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 65,2 |

| | |
|----------------------|-------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | 1,1% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 4,6% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 27,7% |

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



— Śnieżka skoryg. — WIG znorm.

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 | 16 |

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

| Wskaźniki rynkowe | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|--------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E | 15,4 | 11,8 | 15,4 | 25,0 | 16,1 | 12,9 | 10,8 |
| 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 | 8,8 | 7,9 | 6,9 |
| EV/EBIT | 14,3 | 11,6 | 16,4 | 17,9 | 12,5 | 10,6 | 9,0 |
| 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 | 25,7 | 29,1 | 33,1 |
| EPS | 4,7 | 6,2 | 4,7 | 2,9 | 4,5 | 5,7 | 6,7 |
| DPS (w danym roku) | 2,6 | 2,6 | 3,6 | 2,5 | 2,0 | 2,3 | 2,8 |
| Payout ratio | 53% | 55% | 58% | 53% | 69% | 50% | 50% |

| Wyniki roczne [mln PLN] | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 717 | 821 | 795 | 792 | 827 | 884 | 952 |
| 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 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 304 | 346 | 315 | 304 | 346 | 375 | 405 |
| SG&A | 219 | 241 | 240 | 235 | 249 | 264 | 281 |
| Zysk na sprzedaży | 85 | 105 | 75 | 69 | 98 | 111 | 124 |
| Polska | 124 | 135 | 134 | 135 | 161 | 176 | 191 |
| Węgry | 18 | 38 | 22 | 20 | 23 | 26 | 30 |
| Ukraina | 26 | 28 | 25 | 22 | 29 | 31 | 34 |
| Pozostałe | 21 | 19 | 9 | 14 | 15 | 16 | 18 |
| Nieprzypisane | -103 | -116 | -115 | -122 | -131 | -139 | -148 |
| PPO/PKO | -6 | -2 | 0 | 1 | -1 | -2 | -2 |
| EBITDA | 107 | 136 | 111 | 106 | 137 | 147 | 159 |
| EBIT | 79 | 103 | 75 | 69 | 97 | 109 | 122 |
| Zysk brutto | 79 | 104 | 77 | 53 | 75 | 93 | 110 |
| Zysk netto | 60 | 78 | 60 | 37 | 57 | 71 | 85 |
| Dług netto | 214 | 271 | 320 | 327 | 291 | 240 | 184 |

| 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% | 29% | 8% | 8% |
| Zysk netto zmiana r/r | -3% | 31% | -23% | -39% | 56% | 25% | 19% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 42,4% | 42,1% | 39,7% | 38,4% | 41,9% | 42,4% | 42,6% |
| Marża EBITDA | 14,9% | 16,6% | 14,0% | 13,4% | 16,5% | 16,7% | 16,7% |
| Marża netto | 8,3% | 9,5% | 7,5% | 4,6% | 6,9% | 8,1% | 8,9% |
| ROE | 22,4% | 26,6% | 19,6% | 12,5% | 17,6% | 19,4% | 20,4% |
| ROA | 9,0% | 11,0% | 7,4% | 4,6% | 7,1% | 8,6% | 9,8% |

| Bilans [mln PLN] | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aktywa trwałe | 416 | 492 | 577 | 573 | 574 | 570 | 566 |
| 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 |
| Aktywa obrotowe | 246 | 217 | 226 | 221 | 225 | 259 | 300 |
| Zapasy | 108 | 104 | 136 | 125 | 115 | 118 | 121 |
| Należności krótkoterminowe | 99 | 98 | 73 | 76 | 80 | 85 | 92 |
| Środki pieniężne | 36 | 16 | 16 | 20 | 31 | 56 | 87 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Aktywa razem | 661 | 710 | 803 | 794 | 800 | 829 | 866 |
| Kapitał własny | 265 | 293 | 304 | 293 | 325 | 368 | 417 |
| Udziały mniejszości | 33 | 33 | 30 | 28 | 33 | 39 | 45 |
| Zobowiązania i rezerwy | 363 | 383 | 469 | 473 | 441 | 422 | 404 |
| 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 |
| Pasywa razem | 661 | 710 | 803 | 794 | 800 | 829 | 866 |
| Dług netto | 214 | 271 | 320 | 327 | 291 | 240 | 184 |
| Dług netto / Kapitał własny | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,1 | 0,9 | 0,7 | 0,4 |
| Dług netto / EBITDA | 2,0 | 2,0 | 2,9 | 3,1 | 2,1 | 1,6 | 1,2 |

| Rachunek przepływu [mln PLN] | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| CFO | 99 | 121 | 124 | 98 | 124 | 128 | 136 |
| CFI | -176 | -125 | -109 | -47 | -41 | -34 | -33 |
| CFF | 106 | -13 | -16 | -44 | -73 | -69 | -72 |
| - w tym dywidenda | 33 | 33 | 45 | 32 | 25 | 29 | 36 |
| Przepływy pieniężne netto | 29 | -17 | -1 | 7 | 11 | 25 | 31 |
| CAPEX / Amortyzacja | 316% | 377% | 307% | 145% | 104% | 89% | 90% |

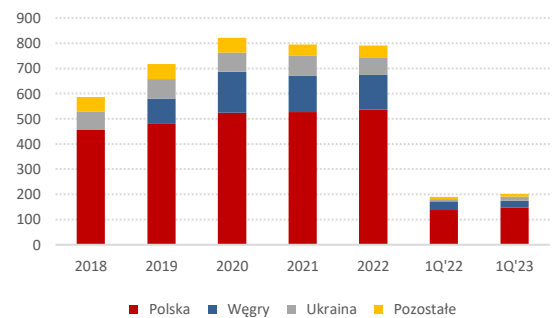
ŚNIEŻKA

| | | | |
|-------------------------|----------|-----------------------------|--|
| Rekomendacja | Akumuluj | www: | www.sniezka.pl |
| Wycena końcowa [PLN] | 79,9 | daty najbliższych raportów: | |
| Potencjał do wzrostu / | 9,7% | 2Q'23: | 19 wrz |
| Cena rynkowa [PLN] | 72,8 | 3Q'23: | 20 lis |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 12,6 | | |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 919 | | |

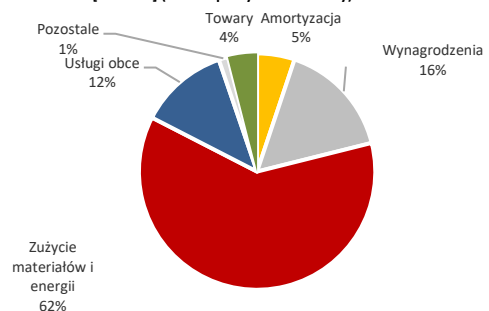
| Wyniki Q [mln PLN] | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23P |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Przychody | 190 | 213 | 248 | 141 | 201 | 222 |
| Polska | 138 | 147 | 162 | 92 | 148 | 154 |
| Węgry | 35 | 37 | 42 | 24 | 27 | 33 |
| Ukraina | 9 | 17 | 27 | 15 | 17 | 21 |
| Pozostałe | 9 | 13 | 17 | 10 | 9 | 14 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 73 | 86 | 95 | 51 | 85 | 94 |
| SG&A | 54 | 64 | 63 | 54 | 58 | 67 |
| Zysk na sprzedaży | 19 | 22 | 31 | -3 | 27 | 27 |
| Polska | 40 | 37 | 41 | 17 | 49 | 42 |
| Węgry | 6 | 9 | 4 | 1 | 5 | 10 |
| Ukraina | 1 | 7 | 11 | 4 | 5 | 7 |
| Pozostałe | -60 | -63 | -54 | -54 | -66 | -67 |
| Nieprzypisane | 31 | 33 | 29 | 29 | 34 | 35 |
| PPO/PKO | -1 | 3 | 1 | -2 | 0 | 0 |
| EBITDA | 27 | 34 | 41 | 5 | 37 | 37 |
| EBIT | 18 | 25 | 32 | -5 | 28 | 27 |
| Zysk brutto | 14 | 19 | 27 | -6 | 21 | 21 |
| Zysk netto | 11 | 9 | 20 | -3 | 16 | 15 |
| Dług netto | 395 | 382 | 331 | 327 | 361 | 341 |

| Wskaźniki | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23P |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 4,0% | -5,9% | 2,8% | -2,7% | 6,1% | 4,1% |
| EBITDA zmiana r/r | -13,6% | 3,3% | 2,8% | -40,6% | 40,6% | 9,1% |
| Zysk netto zmiana r/r | -32,0% | -56,0% | -14,4% | --- | 47,0% | 71,1% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 38,4% | 40,1% | 38,2% | 36,4% | 42,2% | 42,5% |
| Marża EBITDA | 14,0% | 15,8% | 16,5% | 3,4% | 18,6% | 16,6% |
| Marża netto | 5,8% | 4,2% | 8,0% | -2,3% | 8,1% | 6,8% |

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 86,8 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 78,2 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 79,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

| | Waga | Wycena |
|--|------------|-------------|
| Wycena DCF | 80% | 78,2 |
| Wycena metodą porównawczą, w tym: | 20% | 86,8 |
| - wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych | 33% | 44,3 |
| - wycena do zagranicznych producentów farb | 67% | 108,1 |
| Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN] | | 79,9 |

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 (5,5%), 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 41,9% w 2023 i 42,4% 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 2024 na poziomie brutto ze sprzedaży. W długim terminie zakładamy ok. 17-18% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberga w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,3%).
- 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 27 lipca 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 986 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 78,2 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] | 96,9 | 109,1 | 121,9 | 133,1 | 145,3 | 157,9 | 170,3 | 178,4 | 185,6 | 193,4 |
| Stopa podatkowa | 17,6% | 17,0% | 17,0% | 17,5% | 17,6% | 17,6% | 17,7% | 17,7% | 17,7% | 17,7% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 17,1 | 18,6 | 20,7 | 23,4 | 25,6 | 27,9 | 30,1 | 31,6 | 32,8 | 34,2 |
| NOPLAT [mln PLN] | 79,8 | 90,6 | 101,2 | 109,7 | 119,7 | 130,0 | 140,2 | 146,8 | 152,7 | 159,2 |
| 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] | 0,9 | -3,2 | -3,9 | -6,4 | -5,7 | -5,3 | -4,7 | -4,1 | -3,3 | -3,6 |
| FCF [mln PLN] | 79,3 | 91,7 | 101,1 | 103,8 | 114,2 | 124,9 | 135,6 | 142,7 | 149,3 | 155,5 |
| DFCF [mln PLN] | 76,3 | 80,3 | 80,4 | 74,9 | 74,5 | 73,5 | 71,9 | 68,0 | 63,8 | 59,5 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 723,3 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 1608,0 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 615,4 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 1338,7 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2022 [mln PLN] | 327,3 | | | | | | | | | |
| Dywidenda 2023 [mln PLN] | 25,2 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału [mln PLN] | 986,1 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [mln szt.] | 12,6 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 78,2 | | | | | | | | | |

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 | 39,6% | 12,6% | 11,7% | 9,2% | 9,1% | 8,7% | 7,9% | 4,7% | 4,1% | 4,2% |
| FCF zmiana r/r | 77,1% | 15,6% | 10,2% | 2,7% | 10,0% | 9,3% | 8,6% | 5,3% | 4,6% | 4,1% |
| Marża EBITDA | 16,5% | 16,7% | 16,7% | 16,8% | 17,2% | 17,6% | 18,1% | 18,2% | 18,3% | 18,5% |
| Marża EBIT | 11,7% | 12,3% | 12,8% | 13,2% | 13,7% | 14,3% | 14,9% | 15,1% | 15,3% | 15,5% |
| Marża NOPLAT | 9,7% | 10,2% | 10,6% | 10,9% | 11,3% | 11,7% | 12,2% | 12,4% | 12,6% | 12,8% |
| 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% | 0,4% | 0,4% | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,4% | 0,3% | 0,3% | 0,3% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -2,6% | 5,5% | 5,7% | 11,2% | 11,2% | 11,5% | 11,7% | 11,0% | 11,0% | 11,4% |

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% | 5,50% |
| 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 | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Udział kapitału własnego | 59,9% | 64,3% | 68,7% | 72,9% | 76,7% | 80,5% | 84,6% | 88,5% | 91,8% | 95,4% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,8% |
| Udział kapitału obcego | 40,1% | 35,7% | 31,3% | 27,1% | 23,3% | 19,5% | 15,4% | 11,5% | 8,2% | 4,6% |
| WACC | 9,5% | 9,8% | 10,1% | 10,3% | 10,5% | 10,8% | 11,0% | 11,3% | 11,5% | 11,7% |

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 | 85,9 | 92,9 | 101,7 | 5,5% | 82,7 | 89,1 | 97,2 | 5,5% | 96,2 | 89,1 | 82,8 |
| | 0,9 | 79,1 | 85,0 | 92,3 | 6,0% | 77,7 | 83,3 | 90,4 | 6,0% | 90,3 | 83,3 | 77,2 |
| | 1,0 | 73,2 | 78,2 | 84,3 | 6,5% | 73,2 | 78,2 | 84,3 | 6,5% | 85,0 | 78,2 | 72,1 |
| | 1,1 | 67,9 | 72,1 | 77,3 | 7,0% | 69,0 | 73,4 | 78,8 | 7,0% | 80,2 | 73,4 | 67,5 |
| | 1,2 | 63,1 | 66,8 | 71,2 | 7,5% | 65,2 | 69,2 | 73,9 | 7,5% | 75,7 | 69,2 | 63,4 |

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 86,8 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 | 7,7 | 7,0 | 7,1 | 5,8 | 5,1 | 5,0 |
| Ferro | 10,9 | 9,8 | 8,9 | 7,8 | 6,9 | 6,4 |
| Selena FM | 11,2 | 7,1 | 6,5 | 4,1 | 3,6 | 3,0 |
| Mediana | 10,9 | 7,1 | 7,1 | 5,8 | 5,1 | 5,0 |
| Śnieżka | 16,1 | 12,9 | 10,8 | 8,8 | 7,9 | 6,9 |
| Premia/dyskonto | 48% | 82% | 52% | 54% | 55% | 38% |
| Wycena wg wskaźnika | 49,3 | 40,0 | 47,8 | 39,4 | 40,4 | 48,9 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | 45,7 | | | 42,9 | | |
| Waga wskaźnika | 50% | | | 50% | | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 44,3 | | | | | |

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 | 21,0 | 16,5 | 14,9 | 12,4 | 10,6 | 9,6 |
| Asian Paints | 55,5 | 50,0 | 43,7 | 37,1 | 33,0 | 28,9 |
| H.B. Fuller | 15,3 | 14,5 | 14,1 | 8,9 | 8,5 | 8,3 |
| Kansai Paint | 17,4 | 16,5 | 16,1 | 8,2 | 7,8 | 7,6 |
| PPG Industries | 19,6 | 17,9 | 16,5 | 13,5 | 12,0 | 11,1 |
| RPM International | 18,9 | 17,4 | 16,5 | 12,7 | 11,5 | 10,7 |
| Sherwin-Williams | 30,0 | 27,3 | 24,6 | 20,2 | 18,8 | 17,4 |
| Mediana | 19,6 | 17,4 | 16,5 | 12,7 | 11,5 | 10,7 |
| Śnieżka | 16,1 | 12,9 | 10,8 | 8,8 | 7,9 | 6,9 |
| Premia/dyskonto | -18% | -26% | -35% | -30% | -32% | -35% |
| Wycena wg wskaźnika | 88,9 | 98,4 | 111,6 | 114,5 | 115,0 | 120,0 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | 99,6 | | | 116,5 | | |
| Waga wskaźnika | 50% | | | 50% | | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 108,1 | | | | | |

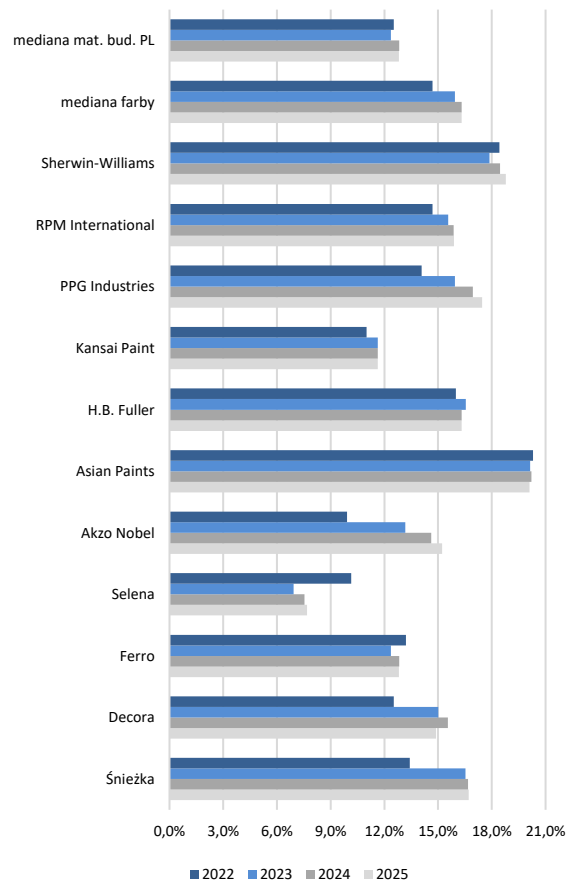
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

| | Waga | Wycena |
|--|------|-------------|
| Wycena metodą porównawczą, w tym: | | 86,8 |
| - wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych | 33% | 44,3 |
| - wycena do globalnych producentów farb | 67% | 108,1 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie rentowności EBITDA

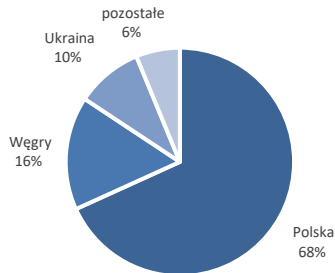


Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne, Bloomberg

RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

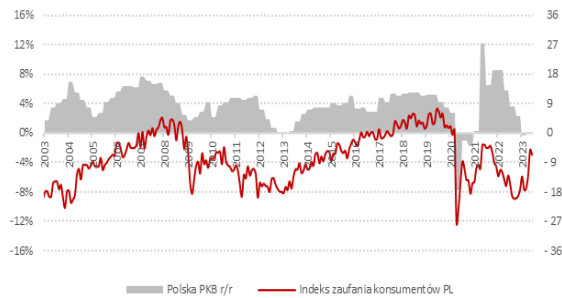
Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2022 roku Śnieżka wypracowała tu 537 mln PLN przychodów, co oznaczało 68% sprzedaży skonsolidowanej. W 1Q'23 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 8% r/r (w całym 2022 wzrosła o 2% r/r). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (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)



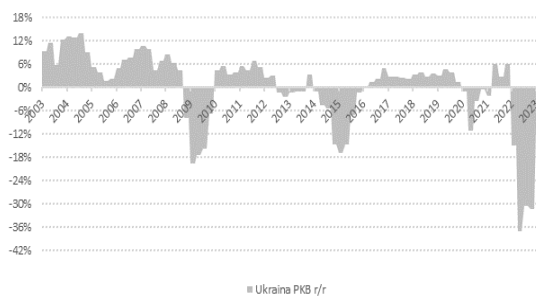
Źródło: BDM S.A., spółka

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



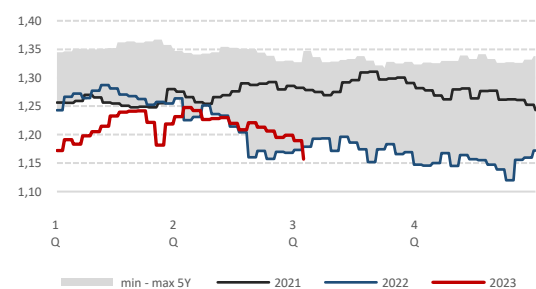
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

PKB Ukraina r/r



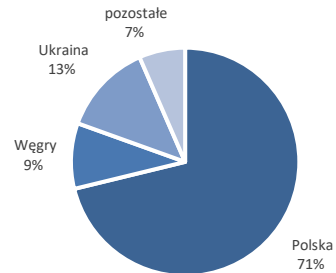
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

100HUF/PLN



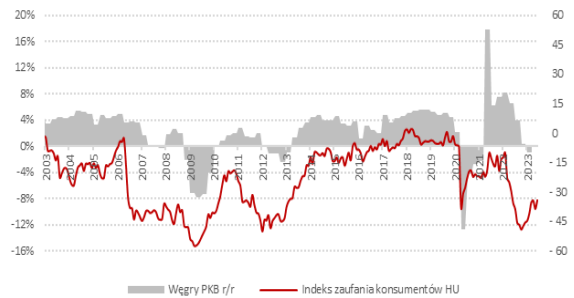
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



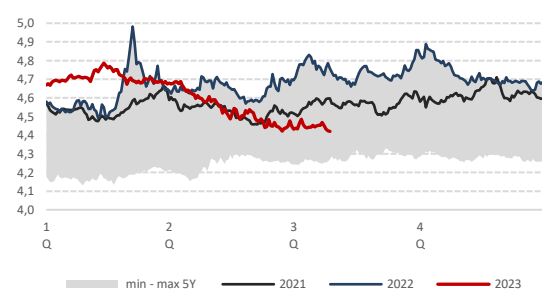
Źródło: BDM S.A., spółka

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



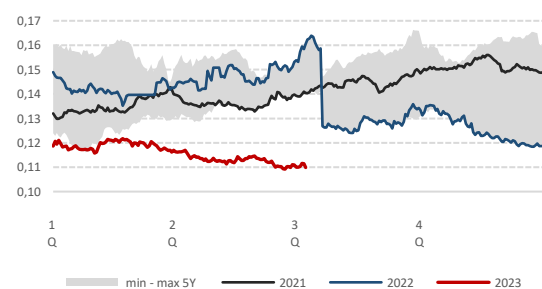
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/PLN

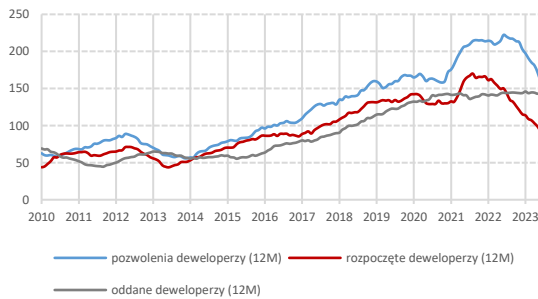


Źródło: BDM S.A., Bloomberg

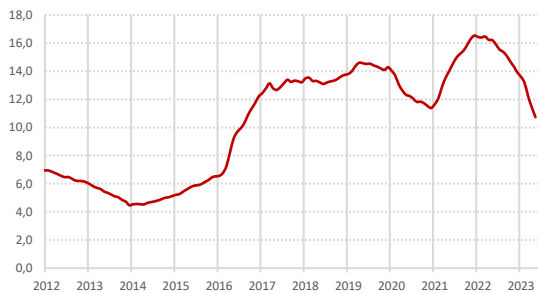
UAH/PLN



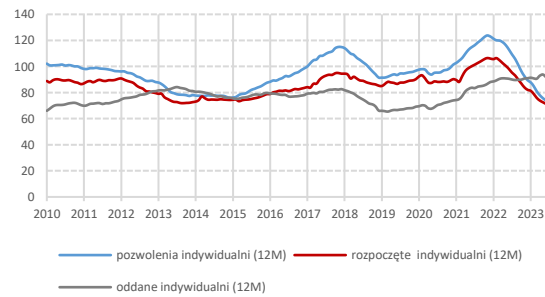
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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


Źródło: BDM S.A., GUS

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


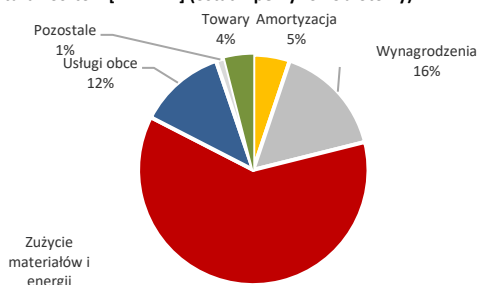
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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


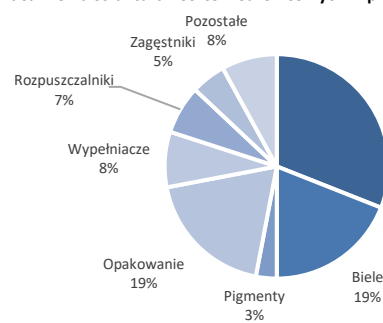
Źródło: BDM S.A., GUS

Surowce

Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (te z kolei stanowią około 62% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Szacunkowo największy koszt (około połowy) w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Około 20% udział mają w sumie rozpuszczalniki, wypełniacze i zagęstniki a także blisko 20% udział w kosztach materiałowych stanowią opakowania (plastik lub metal). 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 podaje 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


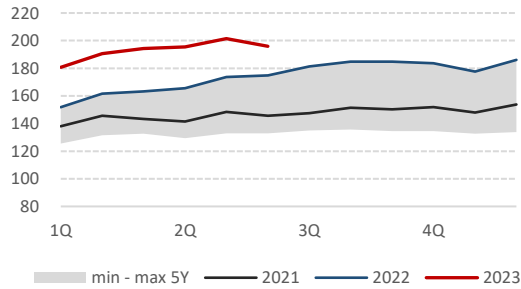
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka 2022

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)

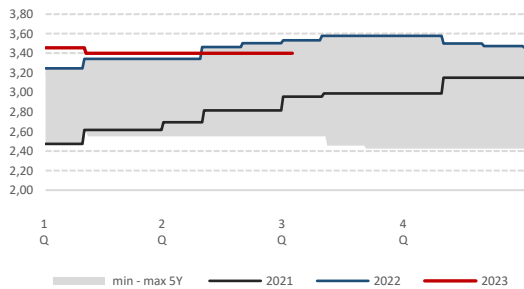
Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku, a w ostatnich miesiącach nadal, mimo spadku presji surowcowej, udaje mu się notować (wolniejsze) wzrosty. W 1Q'23 ceny średnio były o 19% wyższe r/r, a w 2Q'23 o 15% r/r (w samym czerwcu +12% - obok farb, tylko ceny chemii bud. i cementu rosły w dwucyfrowym tempie, spora część kategorii wykazuje już nawet spadki 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



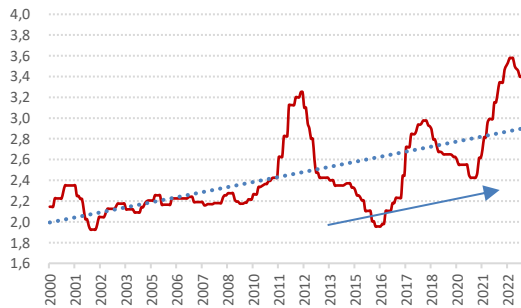
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 100 = grudzień 2010

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



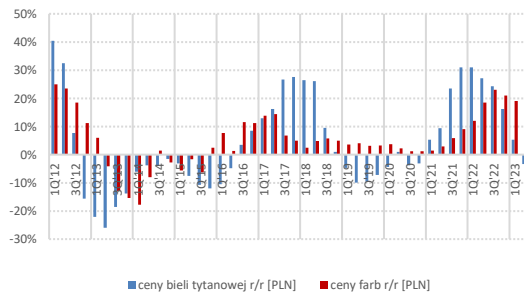
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

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



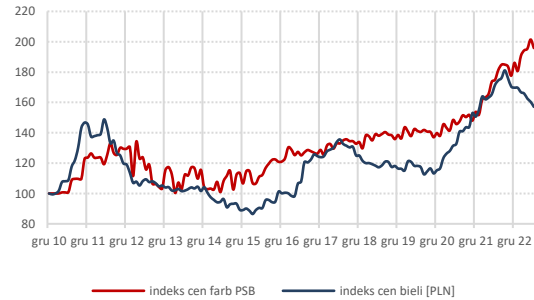
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, Bloomberg

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



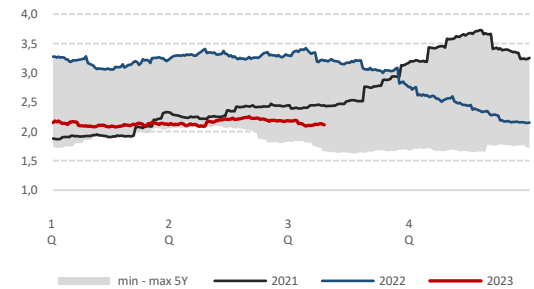
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

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



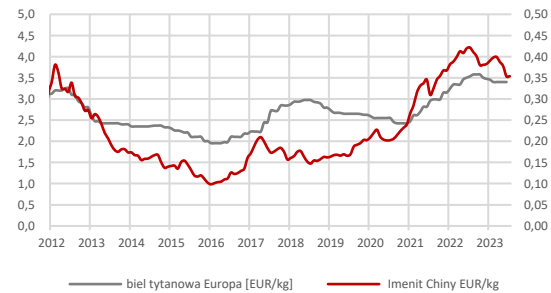
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]



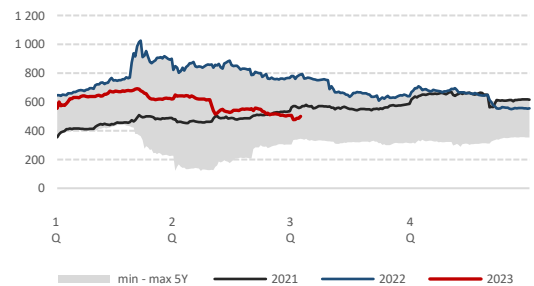
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



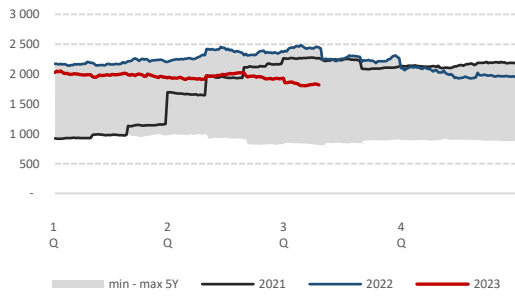
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, *bazowy surowiec do produkcji bieli

Nafta [EUR/t]



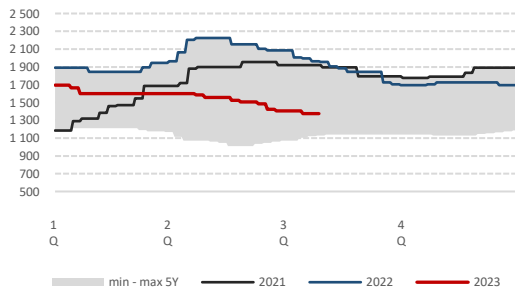
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kwas akrylowy [EUR/t]



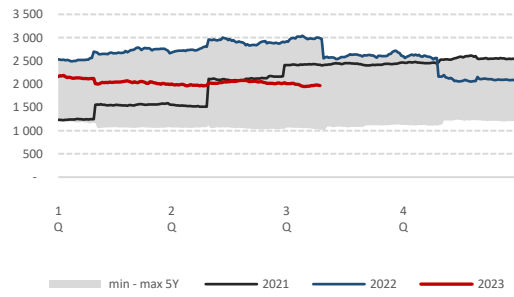
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Polietylen [EUR/t]



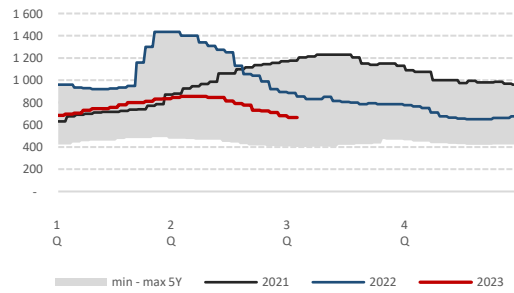
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Octan winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Stal [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

produktów premium). Bieżący optymizm spółki jest umiarkowany. Spółka chce chronić marżę 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 presją 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 na 2Q'2023

| | 2Q'22 | 2Q'23P | zmiana r/r | 1H'22 | 1H'23P | zmiana r/r | 2022 | 2023P | zmiana r/r | 2024P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|-------|--------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 213,5 | 222,2 | 4,1% | 403,4 | 423,7 | 5,0% | 791,7 | 826,8 | 4,4% | 884,3 | 6,9% |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 85,5 | 94,4 | 10,4% | 158,5 | 179,4 | 13,2% | 304,2 | 346,3 | 13,8% | 374,6 | 8,2% |
| Zysk na sprzedaży | 21,6 | 27,0 | 24,7% | 40,6 | 54,0 | 33,2% | 68,8 | 97,7 | 42,0% | 110,9 | 13,5% |
| EBITDA | 33,8 | 36,9 | 9,1% | 60,4 | 74,4 | 23,0% | 106,2 | 136,6 | 28,7% | 147,4 | 7,9% |
| EBIT | 24,5 | 27,0 | 10,0% | 42,3 | 54,5 | 28,8% | 69,4 | 96,9 | 39,6% | 109,1 | 12,6% |
| Zysk brutto | 18,8 | 21,2 | 12,9% | 33,0 | 42,5 | 29,0% | 53,0 | 75,5 | 42,4% | 92,8 | 22,9% |
| Zysk netto | 8,9 | 15,2 | 71,1% | 20,0 | 31,5 | 57,7% | 36,7 | 57,1 | 55,7% | 71,5 | 25,2% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 40,1% | 42,5% | | 39,3% | 42,3% | | 38,4% | 41,9% | | 42,4% | |
| Marża na sprzedaży | 10,1% | 12,1% | | 10,1% | 12,8% | | 8,7% | 11,8% | | 12,5% | |
| marża EBITDA | 15,8% | 16,6% | | 15,0% | 17,6% | | 13,4% | 16,5% | | 16,7% | |
| marża EBIT | 11,5% | 12,1% | | 10,5% | 12,9% | | 8,8% | 11,7% | | 12,3% | |
| marża netto | 4,2% | 6,8% | | 5,0% | 7,4% | | 4,6% | 6,9% | | 8,1% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W 2Q'23 oczekujemy nieznacznego wzrostu przychodów r/r (+4% r/r, wzrost w Polsce, Ukrainie, spadek w Węgrzech). Ceny farb na rynku polskim w 2Q'23 nadal rosną (według szacunków na bazie indeksu PSB o 4% q/q i 15% r/r), co powinno niwelować na poziomie przychodów utrzymującą się presję na wolumeny.
- Zakładamy poprawę rentowności brutto ze sprzedaży (efekt wcześniejszych podwyżek cen z 2H'22/1Q'23 i spadku presji kosztowej na surowcach), baza z 2Q'22 jest nie jest wymagająca.
- Na poziomie EBITDA szacujemy, że wynik może wynieść ok. 37 mln PLN rok temu, w 2Q'22 ok. 2,9 mln PLN dodało saldo pozostałej działalności, w 2Q'23 zakładamy neutralny poziom). Natomiast na poziomie netto zakładamy 15,2 mln PLN (vs 8,9 mln PLN rok temu, wynik był wtedy obciążony przez relatywnie wysoką stawkę podatku dochodowego).

Zwracamy uwagę na wyniki za 2Q'23 opublikowane w ostatnich dniach przez globalnych liderów branży.

- Akzo Nobel w 2Q'23 pokazało 18% wzrost EBIT w segmencie Decorative Paints (przy 3% spadku przychodów podyktowanym głównie zmianami walut, wolumeny spadły o 1% r/r). Spółka wskazała także m.in. że wpływ podwyżek cen z nawiązką rozwiązuje problem wzrostu kosztów (w 2Q'23 po tej stronie pojawił się nawet efekt deflacyjny po raz pierwszy w okresie 2021-23). Od strony popytowej outlook w obszarze EMEA mówi o odbudowie zaufania konsumentów oraz zakładanym odbiciu w kanałach DIY oraz profesjonalnym.
- PPG poprawiło marżę EBIT w 2Q'23 w segmencie Performance Coating (zaliczają się tu także farby dekoracyjne) o 2,5 pp r/r do 17,7% (najwyżej od 2016 roku). W outlook'u spółka wskazała także na zmianę trendu w sprzedaży w obszarze Architectural EMEA na lekko wzrostowy (z lekko spadkowego w 2Q'23). Priorytetem dla zarządu jest nadal skupienie się na marżowości.
- Sherwin-Williams (nieobecny w Polsce) poprawił marżę brutto ze sprzedaży z 41,7% rok temu do 46,0%. Outlook na kolejne kwartały to raczej płaska sprzedaż, ale wysokie-kilku procentowe spadki kosztów materiałowych. Spółka podniosła całoroczny guidance wynikowy.

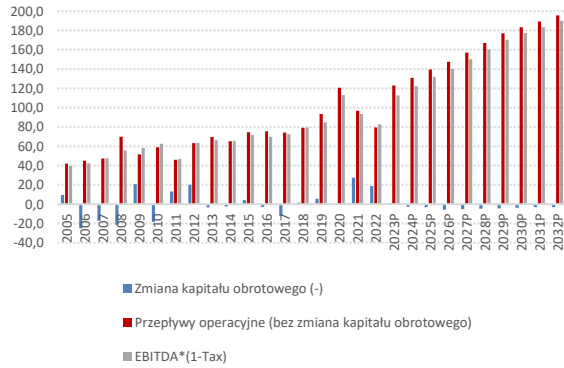
Prognozy wyników wg segmentów kwartalnie [mln PLN]

| | 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 |
|----------------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 182,6 | 226,9 | 240,8 | 144,5 | 189,9 | 213,5 | 247,6 | 140,7 | 201,4 | 222,2 | 255,2 | 148,0 | 209,3 | 240,8 | 274,8 | 159,3 |
| 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 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 76,3 | 90,9 | 95,5 | 52,5 | 73,0 | 85,5 | 94,6 | 51,2 | 84,9 | 94,4 | 107,3 | 59,6 | 90,0 | 102,8 | 116,9 | 64,9 |
| 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 |
| Wynik na sprzedaży | 23,1 | 23,4 | 30,8 | -2,0 | 18,9 | 21,6 | 31,2 | -3,0 | 27,1 | 27,0 | 41,0 | 2,6 | 30,4 | 30,4 | 46,1 | 4,1 |
| Polska | 42,0 | 38,6 | 38,6 | 15,2 | 40,2 | 36,8 | 40,7 | 17,4 | 48,9 | 42,1 | 48,3 | 22,0 | 52,0 | 46,2 | 53,1 | 24,3 |
| Węgry | 4,1 | 7,1 | 8,5 | 2,4 | 6,2 | 8,7 | 4,3 | 0,6 | 5,1 | 9,9 | 6,2 | 1,8 | 5,8 | 10,8 | 7,3 | 2,3 |
| Ukraina | 4,9 | 5,6 | 8,1 | 5,9 | 1,4 | 6,5 | 10,7 | 3,8 | 5,3 | 7,3 | 12,0 | 4,6 | 5,6 | 7,8 | 12,9 | 5,0 |
| pozostałe | 2,6 | 2,3 | 2,7 | 1,7 | 2,0 | 2,5 | 4,8 | 4,5 | 1,4 | 2,9 | 5,6 | 5,1 | 1,6 | 3,3 | 6,1 | 5,3 |
| 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 |
| EBITDA | 30,8 | 32,7 | 39,8 | 8,1 | 26,6 | 33,8 | 41,0 | 4,8 | 37,5 | 36,9 | 50,3 | 12,0 | 39,6 | 40,1 | 54,5 | 13,2 |
| EBIT | 22,0 | 24,0 | 30,6 | -1,1 | 17,8 | 24,5 | 31,8 | -4,7 | 27,5 | 27,0 | 40,4 | 2,0 | 29,8 | 30,4 | 45,5 | 3,5 |
| 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 | -4,5 | -4,2 | -3,5 |
| 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 | 21,2 | 35,3 | -2,4 | 25,4 | 26,0 | 41,4 | 0,0 |
| Zysk netto | 16,3 | 20,2 | 23,3 | -0,1 | 11,1 | 8,9 | 19,9 | -3,2 | 16,3 | 15,2 | 27,0 | -1,4 | 20,0 | 18,6 | 31,6 | 1,3 |
| CFO | -8,1 | 48,5 | 67,3 | 16,4 | -51,9 | 27,0 | 100,7 | 22,4 | -18,0 | 36,2 | 86,2 | 20,0 | -23,9 | 40,5 | 88,9 | 22,9 |
| Dług netto | 304,8 | 333,3 | 305,5 | 319,8 | 394,7 | 381,9 | 330,9 | 327,3 | 361,5 | 341,1 | 295,1 | 290,5 | 328,6 | 302,4 | 255,2 | 240,4 |
| przychody r/r | 8,8% | -13,8% | -4,1% | 3,9% | 4,0% | -5,9% | 2,8% | -2,7% | 6,1% | 4,1% | 3,0% | 5,2% | 3,9% | 8,4% | 7,7% | 7,7% |
| 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% |
| marża brutto ze sprzedaży | 41,8% | 40,1% | 39,7% | 36,4% | 38,4% | 40,1% | 38,2% | 36,4% | 42,2% | 42,5% | 42,0% | 40,3% | 43,0% | 42,7% | 42,5% | 40,8% |
| 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% |
| marża na sprzedaży | 12,6% | 10,3% | 12,8% | -1,4% | 10,0% | 10,1% | 12,6% | -2,1% | 13,4% | 12,1% | 16,1% | 1,8% | 14,5% | 12,6% | 16,8% | 2,6% |
| Polska | 33,1% | 25,5% | 24,7% | 16,4% | 29,2% | 25,1% | 25,2% | 19,0% | 33,0% | 27,3% | 29,0% | 22,9% | 34,4% | 27,8% | 29,6% | 23,5% |
| Węgry | 13,4% | 17,0% | 19,1% | 8,7% | 17,8% | 23,9% | 10,3% | 2,4% | 19,0% | 29,9% | 15,1% | 7,2% | 19,4% | 29,7% | 16,7% | 8,9% |
| Ukraina | 31,4% | 27,7% | 30,3% | 33,4% | 15,8% | 38,1% | 39,2% | 24,8% | 31,6% | 33,9% | 40,2% | 27,4% | 30,8% | 33,3% | 39,2% | 27,2% |
| pozostałe | 27,5% | 17,6% | 19,4% | 26,4% | 22,4% | 18,5% | 28,3% | 44,0% | 14,9% | 20,9% | 31,3% | 46,3% | 16,1% | 22,2% | 32,2% | 46,0% |
| koszty nieprzypisany | -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% |
| marża EBITDA | 16,9% | 14,4% | 16,5% | 5,6% | 14,0% | 15,8% | 16,5% | 3,4% | 18,6% | 16,6% | 19,7% | 8,1% | 18,9% | 16,7% | 19,8% | 8,3% |
| marża EBIT | 12,1% | 10,6% | 12,7% | -0,8% | 9,4% | 11,5% | 12,8% | -3,3% | 13,7% | 12,1% | 15,8% | 1,4% | 14,2% | 12,6% | 16,5% | 2,2% |
| marża netto | 8,9% | 8,6% | 9,7% | 0,0% | 5,8% | 4,2% | 8,0% | -2,3% | 8,1% | 6,8% | 10,6% | -0,9% | 9,5% | 7,7% | 11,5% | 0,8% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

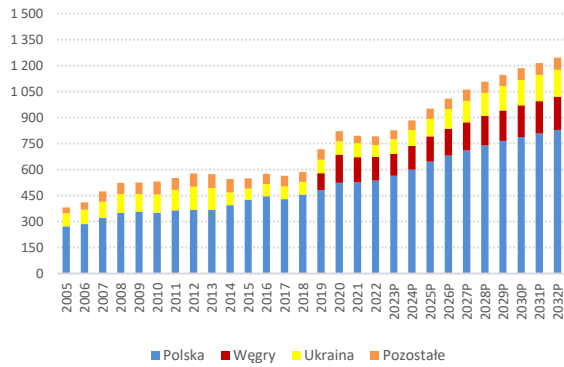
- Zakładamy obecnie, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2023 roku wypracuje 827 mln PLN przychodów (+4% r/r), 137 mln PLN EBITDA oraz 57 mln PLN zysku netto.
- W 2024 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 884 mln PLN / 147 / 72 mln PLN.
- Zakładana poprawa wyników to głównie efekt wzrostu rentowności (brutto ze sprzedaży z 38,4% w 2022 do 41,9% w 2023 i 42,4% w 2024).
- 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, 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 wskaźnik użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 16,3%).
- 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 2,26 PLN w 2024 i 2,83 PLN w 2025 roku (wskazujemy jednocześnie, że w 2023 roku akcjonariusze zdecydowali o wyższej dywidendzie niż rekomendował zarząd – wypłacono 69% zysku netto skonsolidowanego).

Przebieg operacyjny [mln PLN]



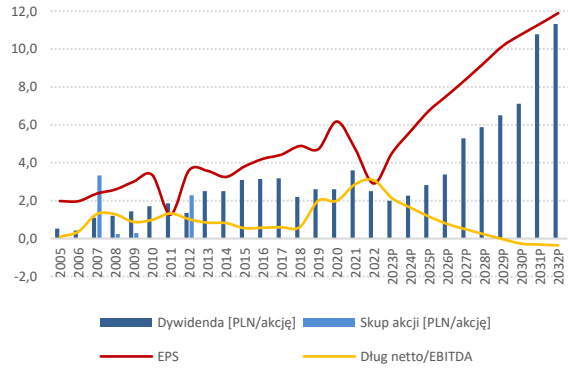
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



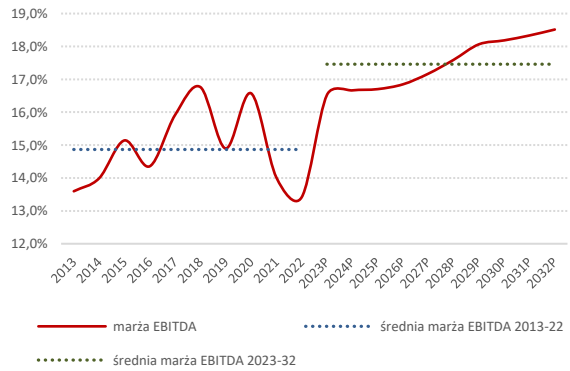
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

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 |
|-----------|---------------|-------------------------|-----------------------------|------------|-----------------------|-------|--------|
| akumuluj | 79,9 | trzymaj | 72,2 | 27.07.2023 | 14:55 CEST | 72,8 | 71 790 |
| trzymaj | 72,2 | redukuj | 65,2 | 18.05.2023 | 08:50 CEST | 72,6 | 63 636 |
| 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 3Q'23*:**

| liczba | | % | | , w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej: | |
|----------|---|-----|--|--|----|
| | | | | liczba | % |
| Kupuj | 2 | 50% | | 0 | 0% |
| Akumuluj | 1 | 25% | | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | | 0 | 0% |
| Redukuj | 1 | 25% | | 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 dwa miesiące, 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: 2023-07-27

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-07-27 (14:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-08-03 (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 wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na 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 portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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 rekomendację 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 2023-07-27:

- 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.