

2022-03-24 15:01

Dane podstawowe

Rekomendacja	Trzymaj
Cena docelowa [PLN]	84,0
Wycena DCF [PLN]	74,4
Wycena porównawcza [PLN]	95,7
Cena rynkowa [PLN]	79,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	5,26%
Kapitalizacja [mln PLN]	1 006,9
Free float	19,1%
Sektor	materiały budowlane
Kod GPW	SKA
Bloomberg	SKA PW

Analitik:

Artur Wizner
Tel.: (22) 53 95 548

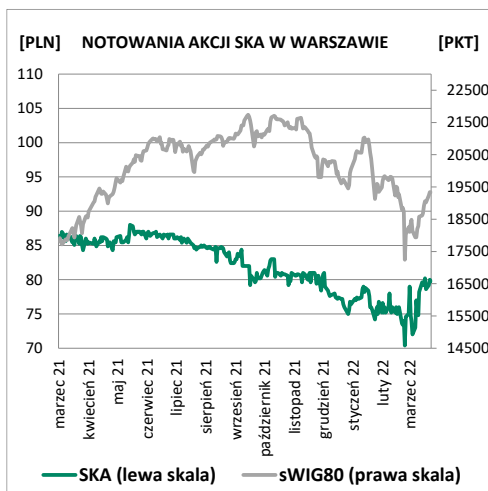
Profil Spółki:

Śnieżka jest producentem farb i lakierów. Działalność spółki obejmuje produkcję farb emulsyjnych, olejno-ftalowych oraz mas szpachlowych. Podstawowym rynkiem zbytu jest dla spółki rynek polski, jednak wytwarzane produkty są eksportowane także na Ukrainę, Białoruś oraz do pozostałych krajów Europy Wschodniej.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :

	[%]
Jerzy Pater	20,14
Stanisław Cymbor	20,14
Aviva PTE Aviva Santander SA	11,13
Piotr Mikrut	10,07
Rafał Mikrut	10,07
Nationale-Nederlanden PTE SA	9,39



ŚNIEŻKA S.A.

Raport Analityczny

Rok 2022 miał być dla Śnieżki przełomowy z uwagi na pierwsze widoczne efekty synergii przejętej w 2019 roku węgierskiej spółki Poli-Farbe oraz poprawę efektywności procesów logistycznych dzięki oddaniu do użytku nowego Centrum Logistycznego w Zawadzie k. Dębicy. Niestety na przełomie 2021/2022 zaczęły się pojawiać wyzwania dla Spółki w postaci dynamicznie rosnących cen energii, gazu oraz surowców, co jeszcze przyspieszyło już wysoką inflację i zmusiło bank centralny do podwyżek stóp procentowych, czyli podniosło koszt finansowania obcego. Wszystkie te czynniki ryzyka zeszły na drugi plan w momencie rosyjskiej inwazji na Ukrainę, czyli na rynek, na którym w 2021 roku odpowiadał za 10% przychodów Grupy oraz gdzie Śnieżka posiada jeden ze swoich zakładów produkcyjnych w Jaworowie (zachodnia Ukraina). Wiele niewiadomych związanych z rozwojem wojny oraz jej krótko- i długoterminowymi konsekwencjami powoduje konieczność weryfikacji naszych prognoz finansowych w dół i obniżenie rekomendacji do „Trzymaj” z ceną docelową 84 zł.

Czynniki wzrostu

Silny sektor budownictwa
Efekty synergii na rynku węgierskim
Udoskonalenie procesów logistycznych
Wzrost sprzedaży marek premium

Czynniki ryzyka

Konsekwencje wojny na Ukrainie
Spowolnienie gospodarcze
Presja inflacyjna na koszty
Ograniczenia epidemiczne

[tys. zł]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	794 863	722 634	818 988	835 050	851 112	867 174
EBITDA	111 418	110 295	131 902	132 216	133 871	134 708
<i>marża EBITDA</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,5%</i>
EBIT	75 455	71 835	94 944	96 806	98 668	100 530
Wynik netto	64 340	59 665	78 873	80 344	81 822	83 400
Kapitał własny	374 747	327 720	358 499	359 074	390 430	391 620
Dług netto	129 286	271 243	243 181	231 121	202 327	190 911
P/E	15,6	16,9	12,8	12,5	12,3	12,1
P/BV	2,7	3,1	2,8	2,8	2,6	2,6
EV/EBITDA	10,2	11,6	9,5	9,4	9,0	8,9
DY	3,00%	3,20%	3,40%	3,70%	3,90%	4,00%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

ŚNIEŻKA S.A.

Raport Analityczny

Spis treści

1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W 2021 r.....	3
2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE.....	7
3. WYCENA.....	10
4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	13
5. CZYNNIKI RYZYKA	16
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	19

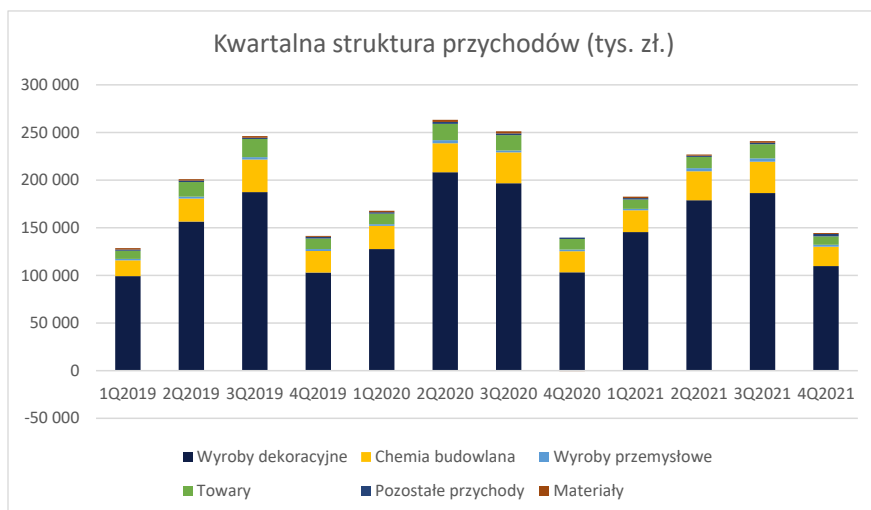
1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W 2021 r.

Śnieżka odnotowała w 2021 roku skumulowane przychody ze sprzedaży na poziomie 794,86 mln zł, co jest wynikiem o 10,8% wyższym niż 2019 roku oraz jedynie 3,2% niższym w porównaniu do rekordowego 2020 roku. Niestety widoczny wzrost kosztów spowodował, że już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wynik jest zdecydowanie słabszy w porównaniu do 2020 roku (-8,8%). Śnieżka proporcjonalnie do spadku przychodów ze sprzedaży w porównaniu do 2020 roku, odnotowała niższe koszty sprzedaży (o 2,8%). Wzrost kosztów ogólnego zarządu o kolejne 3,9% do 88,12 mln zł., po znaczącym wzroście z 77 mln zł w 2019 do 84,8 mln zł w 2020 roku (+10,1%), wpłynął jednak na pogorszenie wyniku operacyjnego. Rentowność operacyjna spadła z 12,5% w 2020 roku do 9,5% w 2021 roku, co jest wynikiem również gorszym w porównaniu do 11% w 2019 roku. Zysk netto w 2021 roku wyniósł 64,34 mln zł i był o 21,85 mln zł niższy w stosunku do 2020 roku (-25,4%) oraz jedynie o 1,7 mln zł wyższy w porównaniu do 2019 roku (+2,7%).

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021
Przychody ze sprzedaży	128 507,0	200 973,0	246 104,0	141 498,0	167 765,0	263 330,0	251 137,0	139 098,2	182 610,7	226 904,0	240 845,3	144 503,0
Przychody ze sprzedaży produktów	118 687,0	183 979,0	225 427,0	129 382,0	154 586,0	239 220,0	228 050,0	128 731,0	171 249,3	214 859,0	223 438,7	134 543,0
Przychody ze sprzedaży towarów	8 392,0	15 354,0	19 039,0	11 096,0	11 677,0	21 772,0	20 925,0	11 025,0	9 873,9	11 671,0	14 687,1	8 764,0
Przychody ze sprzedaży materiałów	1 428,0	1 640,0	1 638,0	1 020,0	1 502,0	2 338,0	2 162,0	-658,3	1 487,5	374,0	2 719,5	1 196,0
Zysk brutto ze sprzedaży	54 623,0	88 026,0	104 118,0	57 316,0	71 774,0	112 569,0	107 257,0	54 042,4	76 266,7	90 949,0	95 511,3	52 528,0
Koszty sprzedaży	21 434,0	41 144,0	40 745,0	38 850,0	32 202,0	45 967,0	44 406,0	33 731,0	31 808,0	44 855,0	43 798,0	31 433,0
Koszty ogólnego zarządu	15 434,0	20 683,0	18 732,0	22 160,0	18 895,0	22 656,0	19 559,0	23 705,0	21 368,0	22 675,0	20 956,0	23 118,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-479,0	-601,0	-526,0	-4 325,0	-609,0	102,0	-302,0	-1 176,1	-1 068,0	539,0	-180,0	920,0
EBITDA	22 612,0	31 827,0	51 355,0	1 030,0	28 114,0	52 589,0	51 526,0	3 917,2	30 825,7	32 721,0	39 818,3	8 053,0
EBIT	17 276,0	25 598,0	44 115,0	-8 019,0	20 068,0	44 048,0	42 990,0	-4 569,8	22 022,7	23 958,0	30 577,3	-1 103,0
Przychody finansowe	332,0	668,0	547,0	859,0	-41,0	1 240,0	1 052,0	1 160,0	94,0	1 549,0	461,0	1 007,0
Koszty finansowe	496,0	840,0	948,0	510,0	1 056,0	967,0	657,0	-164,0	906,0	709,0	1 172,0	-653,0
Udział w zyskach (stratach) jednostek podp.	8,0	184,0	165,0	13,0	56,0	253,0	221,0	19,0	41,0	173,0	214,0	-50,0
Zysk brutto	17 120,0	25 610,0	43 879,0	-7 657,0	19 027,0	44 574,0	43 606,0	-3 226,8	21 251,7	24 971,0	30 080,3	507,0
Zysk netto za okres	14 109,0	20 298,0	35 987,0	-7 747,0	15 332,0	37 059,0	35 568,0	-1 764,8	17 314,7	21 686,0	25 267,3	72,0
Marża brutto na sprzedaży	42,5%	43,8%	42,3%	40,5%	42,8%	42,7%	42,7%	38,9%	41,8%	40,1%	39,7%	36,4%
Marża EBITDA	17,6%	15,8%	20,9%	0,7%	16,8%	20,0%	20,5%	2,8%	16,9%	14,4%	16,5%	5,6%
Marża netto	11,0%	10,1%	14,6%	-5,5%	9,1%	14,1%	14,2%	-1,3%	9,5%	9,6%	10,5%	0,0%

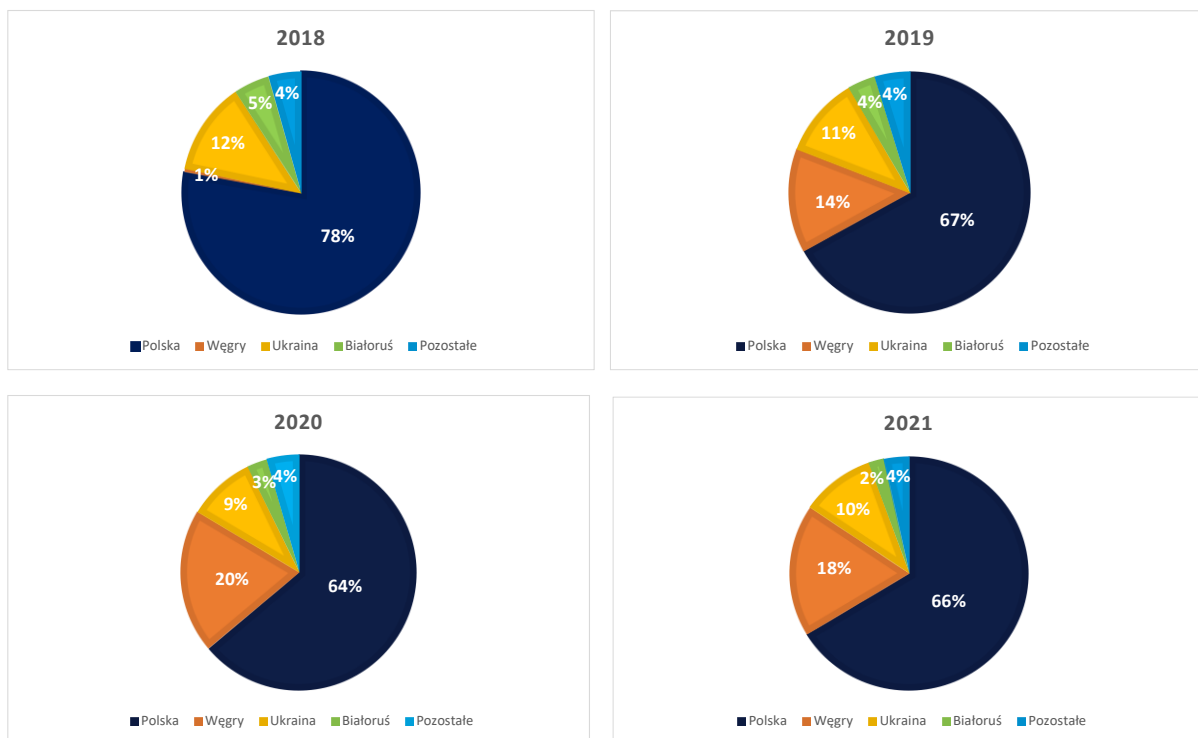
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

W strukturze przychodów według kategorii produktowych dominują wyroby dekoracyjne (głównie farby i lakiery), które stanowiły 78,1% obrotu (wzrost o 0,7% pp. r/r). Na drugim miejscu znajduje się chemia budowlana, której udział w obrocie również wzrósł z 1,09% w 2020 roku do 1,33% w 2021 r.



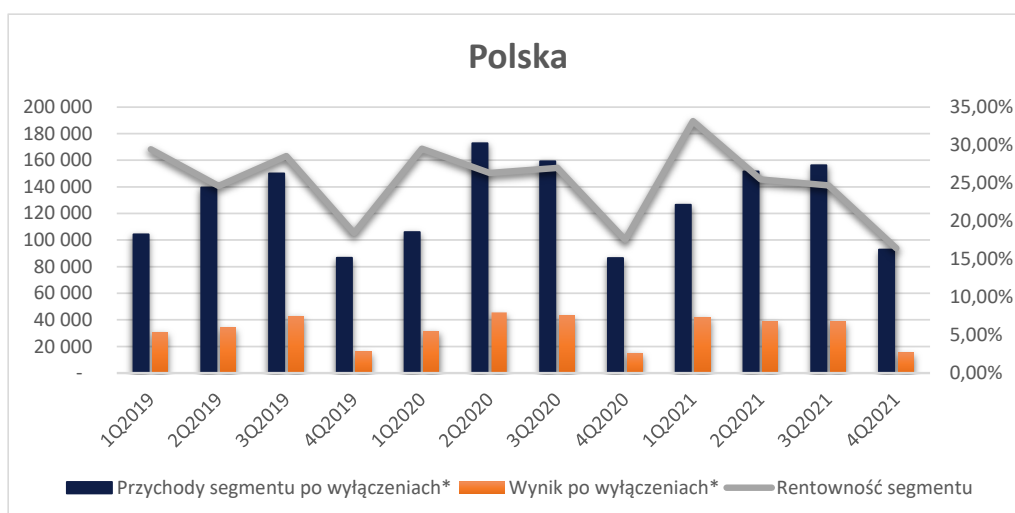
Źródło: Spółka, prezentacja wyników za 2021 r.

Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: Spółka, prezentacja wyników za 2021 r.

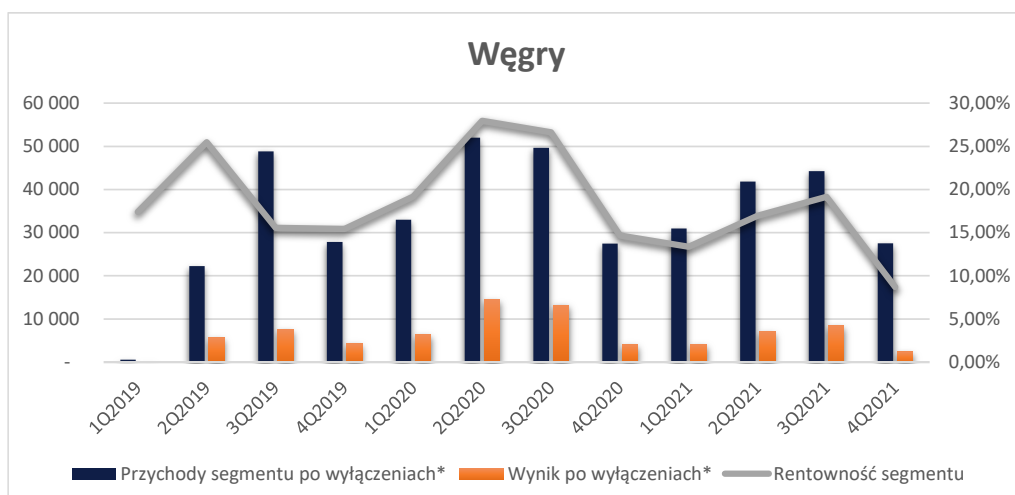
Dominujący udział rynku polskiego w strukturze sprzedaży od trzech lat, czyli od momentu przejścia węgierskiego Poli-Farbe utrzymuje się na poziomie 64-67%. Za sprawą tej transakcji rynek węgierski stanowi ok. 20%, co stawia go na drugim miejscu w strukturze sprzedaży. Z perspektywy czasu, decyzję o dywersyfikacji sprzedaży w kierunku rynku o bardziej stabilnej sytuacji polityczno-gospodarczej należy ocenić pozytywnie. Niemniej jednak dwa kolejne rynki czyli Ukraina (10%), Białoruś (2%) oraz pozostałe, w tym Rosja (4%) stanowiły łącznie 16% sprzedaży, co w obliczu toczącej się wojny między Rosją a Ukrainą, z pewnością dotkliwie odbije się na wysokości przychodów w 2022 roku.



*Wynik po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Źródło: Spółka

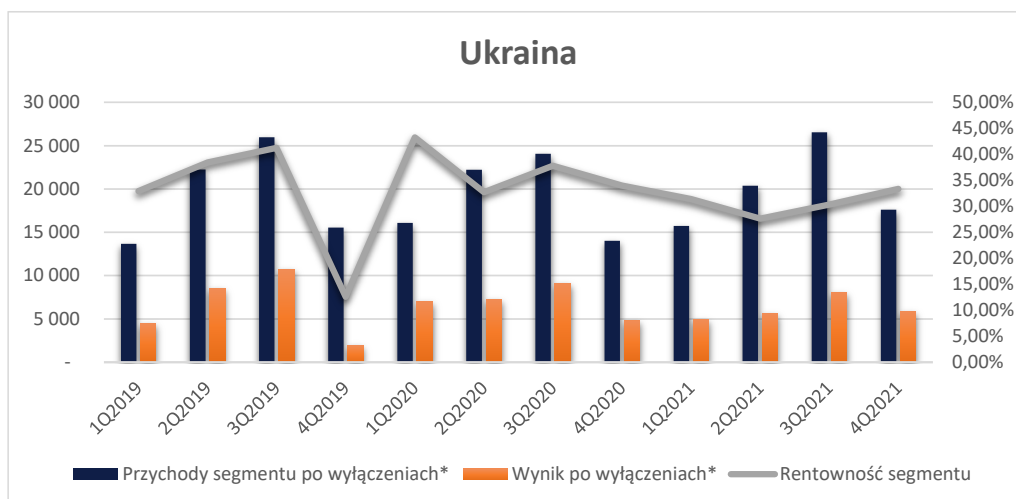
Teoretycznie rentowność w Polsce powinna być niższa, w stosunku do innych rynków z uwagi na alokowanie centrów kosztowych wspólnych dla całej grupy, takich jak centrala, IT, marketing etc. Mimo to rentowność segmentu w 2021 roku na krajowym rynku (25,48%) była zdecydowanie wyższa niż na rynku węgierskim (15,28%), co stwarza pole do jej poprawy. Klienci na obydwu kluczowych dla Spółki rynkach wykazują tendencję do przechodzenia w kierunku produktów premium, wraz ze wzrostem ich zamożności. Pod względem średnich wynagrodzeń rynki te są do siebie bardzo zbliżone. Drugą cechą wspólną obydwu rynków jest występowanie kilku podmiotów posiadających ok. 75% rynku. W Polsce są to Śnieżka, AkzoNobel, PPG oraz Tikkurila, a na Węgrzech Poli-Farbe, Trilak oraz Akzo Nobel. W naszej ocenie, największe szanse na poprawę rentowności w Grupie w dłuższym terminie upatrujemy w rynku węgierskim, na którym od momentu przejęcia Poli-Farbe w 2019, Śnieżka powoli wdraża wiele zmian począwszy od zakupu surowców, przez produkcję i gamę produktów, na sprzedaży i dystrybucji skończywszy.



*Wynik po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Źródło: Spółka

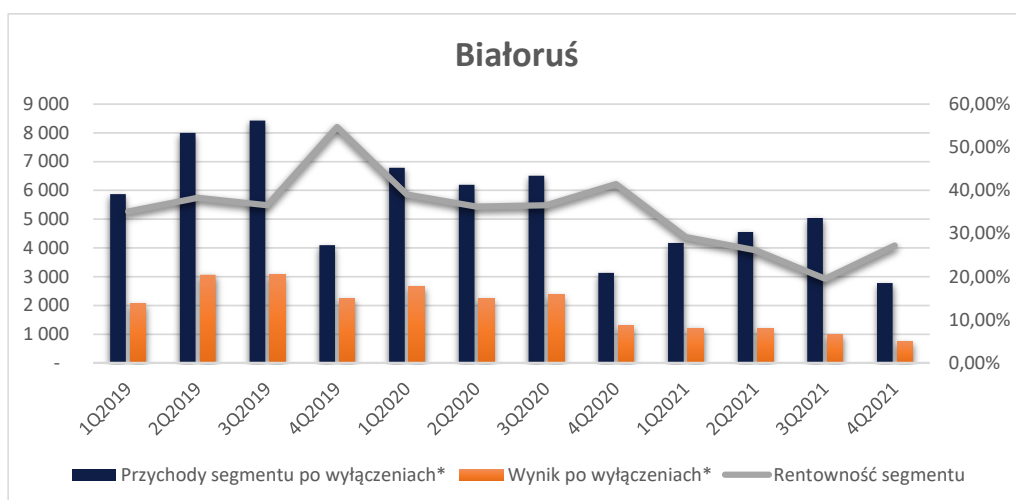
Ukraina jest trzecim rynkiem pod względem przychodów dla Grupy, na którym Śnieżka jest obecna od ponad 20 lat i poza jednym z zakładów produkcyjnych posiada dobrą pozycję na rynku i rozwiniętą dystrybucję. Ukraina jest również rynkiem, na którym Śnieżka odnotowywała stabilny wzrost przychodów oraz wyższą rentowność w porównaniu do innych rynków, między innymi dzięki utrzymującym się niższym kosztom wynagrodzeń. Aktualnie trudno jest prognozować kiedy zakład w Jaworowie wznowi produkcję, w jakim zakresie oraz jak sytuacja na tym rynku będzie wyglądała po wojnie.



*Wynik po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

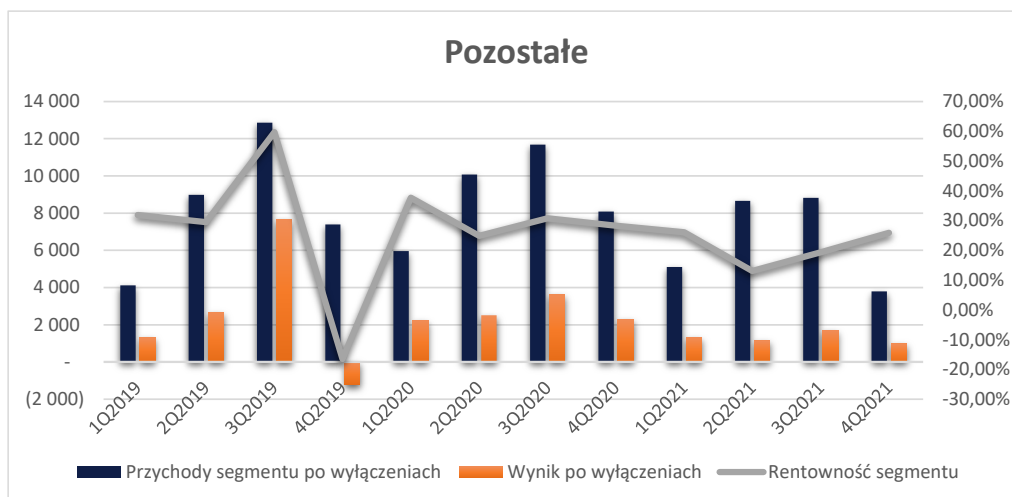
Źródło: Spółka

Na Białorusi oraz pozostałych rynkach (Rosja, Mołdawia i inne kraje), widać tendencje spadkowe w przychodach ze sprzedaży oraz rentowności, co przekłada się na coraz mniejszy udział tych rynków w strukturze sprzedaży Grupy. W przypadku Białorusi za spadek rentowności najprawdopodobniej odpowiada przesuwanie się popytu w kierunku tańszych produktów. W obliczu rosnących kosztów produkcji utrzymanie rentowności na tych rynkach w naszej ocenie jest zagrożone. Dodatkowo na wynik bardzo niekorzystnie będzie wpływać znaczne osłabienie się rubla białoruskiego oraz rosyjskiego do złotówki.



*Wynik po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Źródło: Spółka



*Wynik po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Źródło: Spółka

2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

Ostatnie miesiące diametralnie zmieniły otoczenie makroekonomiczne, w którym działa Spółka. Wzrost kosztów energii, gazu, surowców, wysoka inflacja oraz podwyżki stóp procentowych, zeszyły na drugi plan w momencie inwazji wojsk rosyjskich na Ukrainę. Grupa Kapitałowa Śnieżka posiada 7 zakładów produkcyjnych: 4 w Polsce (Brzeźnica, Lubzina, Pustków, Radom) i po jednym na Węgrzech (Bócsa), Ukrainie (Jaworów) oraz Białorusi (Żodino k. Mińska).

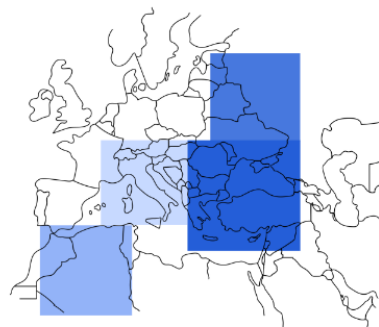


Źródło: Spółka, prezentacja wyników za 1-3q 2020 r.

Rynki na których Śnieżka prowadziła działalność w 2021 r.

Węgry
Ukraina
Białoruś
Moldawia
Rosja
Litwa
Kazachstan
Czechy

Słowacja
Rumunia
Gruzja
Armenia
Serbia
Algieria



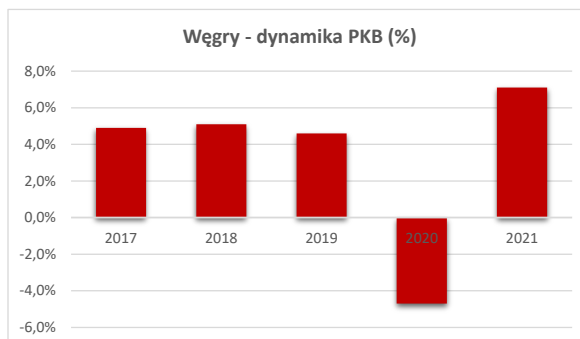
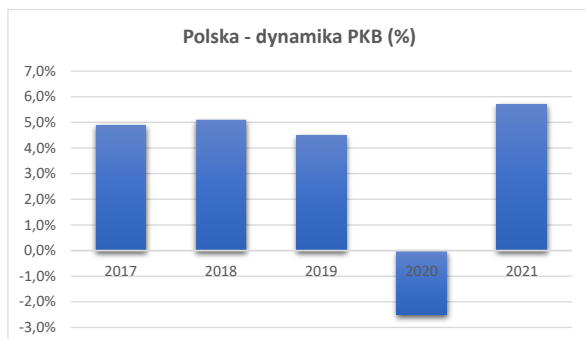
Źródło: Spółka, sprawozdanie z działalności za 2021 r.

Spółka informowała w komunikatach, że obecnie nie widzi przesłanek, które wskazywałyby na utratę możliwości kontynuacji działalności w Ukrainie. Jej zakład produkcyjny znajduje się poza aktualną strefą działań wojennych, wobec czego aktywa spółki ukraińskiej o wartości netto 38,53 mln złotych (stan na 31 grudnia 2021 r.) nie są obecnie zagrożone. My również nie widzimy aktualnie podstaw, aby prognozować odpis z tytułu posiadanego przez Spółkę zakładu na Ukrainie oraz zakładać utratę tego rynku. Nie zakładamy długotrwałej wojny oraz okupacji terytorium Ukrainy, która uniemożliwiłaby prowadzenie działalności, natomiast nie spodziewamy się przychodów z tego rynku

w bieżącym roku. Wiele problemów może się pojawić również na rynkach białoruskim oraz rosyjskim ze względu na liczne sankcje nakładane na te kraje w związku z rosyjską agresją. Mogą one dotyczyć zarówno możliwości dostaw surowców na Białoruś, a także transferu zysków generowanych na tych rynkach. Uważamy, iż ze względu na posiadanie zakładu na Białorusi, Śnieżka na tym rynku pozostanie. Natomiast w przypadku rosyjskiego i niewielkich przychodów na nim generowanych, Spółka może rozważyć wyjście z tego rynku, w ślad za wieloma międzynarodowymi koncernami. Wydarzenia ostatniego miesiąca oraz doświadczenia z rynku białoruskiego, na którym trudno jest pozycjonować produkty premium a konkurowanie ceną negatywnie wpływa na generowane marże, najprawdopodobniej sprawią, że Śnieżka dokona weryfikacji kierunku ekspansji w kolejnych latach ze Wschodu do krajów Europy Środkowej takich jak Słowacja, Czechy czy Rumunia.

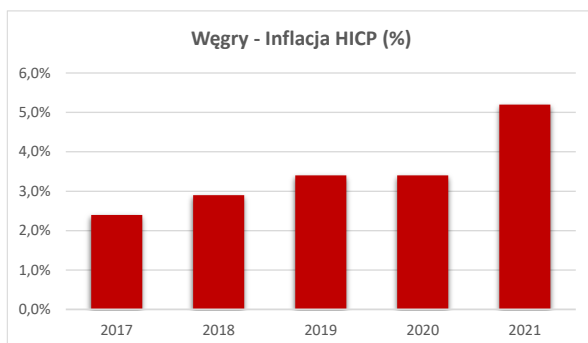
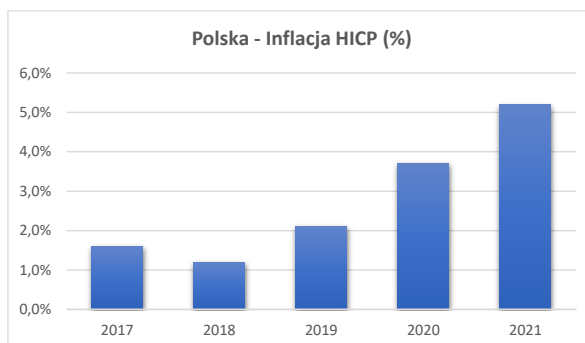
Koncentrując się na dwóch kluczowych dla Spółki rynkach czyli Polsce i Węgrzech (łącznie ok. 85% przychodów), w naszej ocenie na poziom sprzedaży będą wpływać takie czynniki jak wzrost PKB (zawierający zarówno konsumpcję jak i inwestycje), poziom inflacji oraz średnie tempo wzrostu wynagrodzeń. Wzrost realnego PKB w zeszłym roku wyniósł na Węgrzech rekordowe w historii kraju 7,1 proc. i był w dużej mierze wspierany przez budownictwo, które zyskało w ostatnich latach na obniżce podatku VAT na nowe mieszkania z 27 do 5 proc. W Polsce po rekordowym po względem sprzedaży nowych mieszkań 2021 roku, w naszej ocenie rynek się ustabilizuje. Ceny mieszkań prawdopodobnie będą dalej rosły, choć już nie tak szybko jak w 2021 roku, na skutek schłodzenia popytu kredytowego w wyniku podwyżek stóp procentowych.

Dynamika realnego PKB



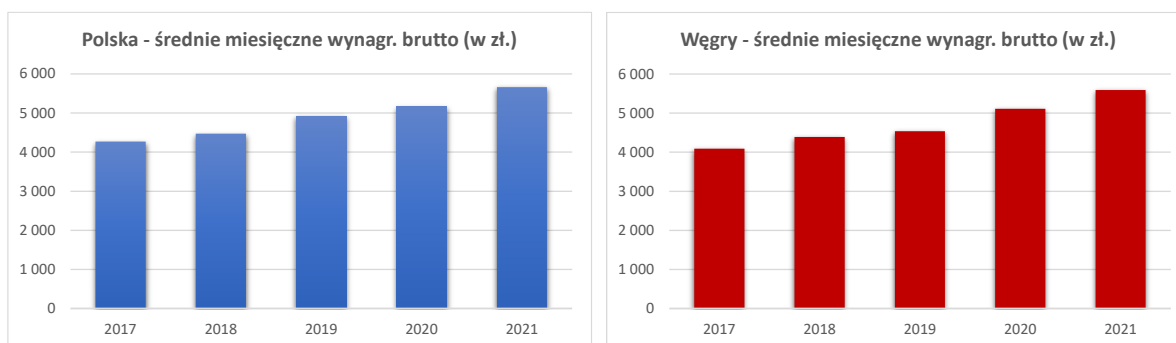
Źródło: EUROSTAT

Inflacja



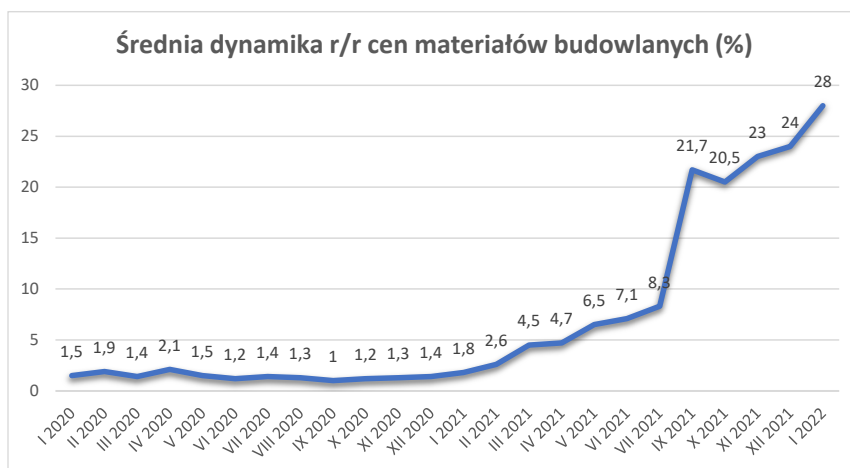
Źródło: EUROSTAT

Średnie miesięczne wynagrodzenie brutto



Źródło: EUROSTAT

Spośród powyższych czynników najtrudniejszy do oszacowania wydaje się być wpływ inflacji na zachowanie się konsumentów. Z jednej strony wzrost cen podstawowych produktów przy obniżeniu się tempa wzrostu wynagrodzeń zmniejszy dochód do dyspozycji przeciętnego klienta, co może skutkować rezygnacją z przeprowadzania remontów oraz ograniczać wydatki na wyposażenie wnętrz. Z drugiej strony uważamy, że w takich krajach jak Polska i Węgry, środowisko wysokiej inflacji będzie wspierać rynek nieruchomości, jako miejsca lokowania kapitału. Zakładamy utrzymanie się rynku farb i lakierów w prognozowanym okresie na podobnym poziomie ilościowo z niewielką tendencją wzrostową w ujęciu wartościowym, w związku z przechodzeniem wyborów konsumentów w kierunku produktów premium.

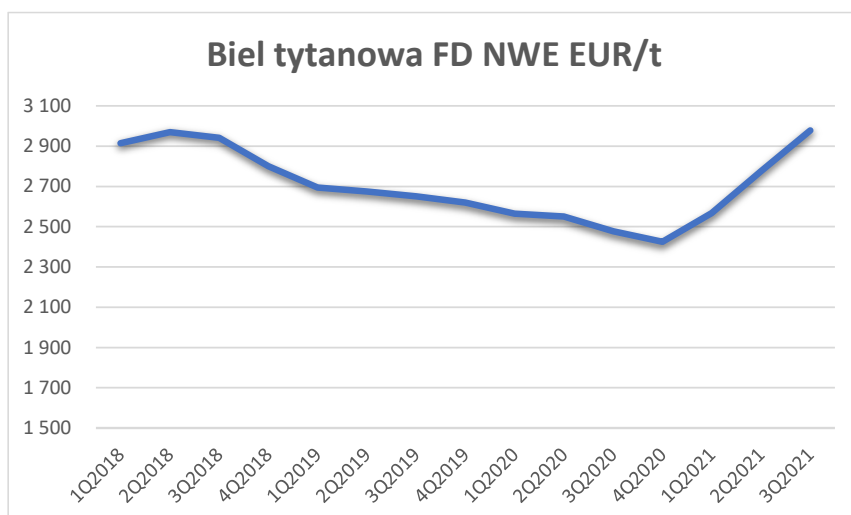


Grupa towarowa	zmiana r/r
plyty OSB	63%
izolacje termiczne	57%
sucha zaprawa	42%
dachy, rynny	24%
ściany, kominy	23%
instalacje, ogrzewanie	19%
izolacje wodochronne	17%
ogród, hobby	16%
stolarka	16%
narzędzia	14%
płytki, łazienki, kuchnie	14%
otoczenie domu	14%
wykończenia	14%
oświetlenie, elektryka	13%
wyposażenie, AGD	11%
motoryzacja	10%
chemia budowlana	10%
farby, lakiery	10%
dekoracje	9%
cement, wapno	7%

Źródło: RynekPierwotny.pl na podstawie danych PSB

Na przestrzeni ostatniego roku ceny materiałów budowlanych odnotowały wyraźny wzrost, jednak w kategorii farby i lakiery wzrost ten jest umiarkowany. Wśród głównych czynników, które przyczyniły się do wzrostu należy wymienić wzrost kosztów energii, gazu, uprawnień do emisji CO₂, które wpływają zarówno na koszty produkcji Śnieżki jak również na koszty surowców. Głównym surowcem wykorzystywanym w produkcji farb i lakierów jest biel tytanowa (TiO₂). Uważamy, że aktualne poziomy cen TiO₂ na poziomie 3 000 EUR za tonę są bliskie swoich historycznych maksimum z przełomu drugiego i trzeciego kwartału 2018, co

może osłabić presję do dalszych wzrostów. Utrzymujący się wysoki popyt na ten surowiec, powoduje że szanse na spadek cen w najbliższych kwartałach są niewielkie. Na wykresie przedstawiono cenę spot publikowaną w sprawozdaniach przez Grupę Azoty - FD NWE (Free delivered, northwest Europe).



Źródło: Grupa Azoty

3. WYCENA

Wartość akcji Grupy Śnieżka S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 74 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 96 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	96
Wycena DCF	75%	74
Cena wynikowa		80
Cena docelowa na koniec roku 2022		84

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Z powodu braku na GPW innych podmiotów z branży farb, w analizie porównawczej wycenę akcji Grupy Śnieżka S.A. odnieśliśmy do 8 światowych spółek operujących w branży. Zagraniczne spółki mimo, że sprzedaż farb ma dominujący udział w ich przychodach, często posiadają inną ekspozycję produktową (wyższy udział farb przemysłowych, produkcja innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu do producentów farb, którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów (AkzoNobel, PPG), działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Ze względu na te czynniki dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 25% w ostatecznej wycenie.

Wycena porównawcza

Producenci farb	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PPG INDUSTRIES INC	128,74	130 532,8	17,4	14,4	13,0	4,3	3,9	3,8	12,8	10,9	10,1
AKZO NOBEL N.V.	78,14	66 925,9	15,4	12,8	11,8	2,5	2,4	2,1	10,2	8,9	8,4
RPM	79,24	44 118,9	21,9	17,5	15,6	5,3	4,6	4,2	14,7	12,4	11,5
SHERWIN	247,64	277 031,7	26,3	22,1	19,7	20,9	18,8	19,2	19,4	17,0	15,8
FULLER	67,40	15 343,9	16,2	14,2	12,9	2,1	1,9	1,7	10,4	9,5	9,1
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	24,51	23 628,4	13,3	10,6	9,0	3,5	3,1	2,8	9,4	8,2	7,5
CARLISLE COS INC	244,46	54 739,8	16,9	15,2	13,9	4,1	3,5	3,0	12,8	11,8	11,0
Mediana	-	-	16,9	14,4	13,0	4,1	3,5	3,0	12,8	10,9	10,1
SNIEZKA	79,80	1 006,9	11,7	15,6	16,9	2,6	2,5	2,8	10,5	8,8	8,8
premia (dyskonto)			-0,3	0,1	0,3	-0,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1
Implikowana wycena	-	1 207,9	1 455,6	924,1	776,8	1 582,2	1 429,7	1 081,7	1 220,1	1 248,8	1 152,2
Wycena 1 akcji (PLN)			95,73								

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Założenia do modelu DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- + Beta na poziomie: 0,30 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 03.2021-03.2022).
- + Premia za ryzyko: 5,08%.
- + Stopa wolna od ryzyka: 4,90% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y), stała w okresie prognozy
- + Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- + Dług netto: na poziomie z końca 2021 roku.
- + Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży materiałów budowlanych).

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	794 863,0	722 633,7	818 988,2	835 050,0	851 111,9	867 173,7	871 509,6
EBITDA	111 418,0	110 294,9	131 902,0	132 215,5	133 871,0	134 707,6	135 210,3
EBIT	75 455,0	71 835,1	94 944,2	96 806,2	98 668,2	100 530,3	101 032,9
Stopa podatkowa	16%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
NOPLAT	64 340,0	59 664,9	78 872,7	80 344,3	81 821,9	83 400,0	82 847,0
Amortyzacja	35 963,0	38 459,8	36 957,8	35 409,3	35 202,8	34 177,4	34 177,4
CAPEX	121 200,0	55 000,0	38 836,5	37 267,9	37 068,8	36 045,1	36 045,1
Inwestycje w kapitał obrotowy	28 597,0	-15 666,7	-4 029,9	4 747,8	-2 672,7	4 705,2	4 705,2
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	-49 494,0	58 791,5	81 023,9	73 737,9	82 628,5	76 827,0	76 274,0
Współczynnik dyskontujący		0,95	0,89	0,83	0,77	0,72	0,67
DFCF		55 732,2	71 707,1	60 926,7	63 773,9	55 397,5	51 382,6
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		1 166 677,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		785 941,6					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		1 093 479,1					
Dług netto/(gotówka netto)		154 930,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		938 548,8					
Liczba akcji [w tys.]		12617,8					
Cena jednej akcji [PLN]		74					
Przychody zmiana r/r		-9,1%	13,3%	2,0%	1,9%	1,9%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-4,8%	32,2%	2,0%	1,9%	1,9%	0,5%
FCF zmiana r/r		-218,8%	37,8%	-9,0%	12,1%	-7,0%	-0,7%
Marża EBITDA		15,3%	16,1%	15,8%	15,7%	15,5%	15,5%
Marża EBIT		9,9%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Marża NOPLAT		8,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,5%
CAPEX/Przychody		7,6%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%
CAPEX/Amortyzacja		143,0%	105,1%	105,2%	105,3%	105,5%	105,5%
Zmiana kapitału obrotowego		-15 666,75	-4 029,87	4 747,83	-2 672,69	4 705,22	4 705,22

EV/EBITDA ('22) dla wyceny DCF 9,9

Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w **71,9%**

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,90%	4,9%
Premia za ryzyko	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Beta	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Beta (zlewarowana)	0,55	0,51	0,51	0,48	0,47	0,47
Koszt kapitału własnego	7,7%	7,5%	7,5%	7,3%	7,3%	7,3%
Udział kapitału własnego	40,5%	44,3%	44,1%	48,4%	48,9%	48,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Udział kapitału obcego	59,5%	55,7%	55,9%	51,6%	51,1%	51,1%
WACC	7,16%	7,11%	7,11%	7,05%	7,04%	7,04%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę współczynnika wzrostu po okresie prognozy oraz zmianę premii za ryzyko.

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	69	69	70	71	72	77	83	91	100
	0,50%	69	70	71	72	73	78	84	92	101
	0,25%	70	71	72	73	74	79	85	93	102
	0,00%	71	71	72	73	74	80	86	94	104
	-0,25%	71	72	73	74	75	81	87	95	105
	-0,50%	72	73	74	75	76	82	89	97	107
	-0,75%	73	74	75	76	77	83	90	98	108
	-1,00%	73	74	75	76	78	84	91	99	110

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Prognoza na lata 2022-2026

(w tys. zł)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	821 330,2	794 863,0	722 633,7	818 988,2	835 050,0	851 111,9	867 173,7
<i>zmiana r/r</i>	14,54%	-3,22%	-9,09%	13,33%	1,96%	1,92%	1,89%
Koszty wytworzenia	475 688	479 608	433 580	483 203	492 680	502 156	511 632
<i>zmiana r/r</i>	15,18%	0,82%	-9,60%	11,44%	1,96%	1,92%	1,89%
ZBzS	345 642	315 255	289 053	335 785	342 371	348 956	355 541
<i>zmiana r/r</i>	13,67%	-8,79%	-8,31%	16,17%	1,96%	1,92%	1,89%
<i>marża</i>	42,08%	39,66%	40,00%	41,00%	41,00%	41,00%	41,00%
Koszty sprzedaży	156 306	151 894	137 300	155 608	158 660	161 711	164 763
Koszty ogólnego zarządu	84 815	88 117	80 110	85 451	87 126	88 802	90 478
EBITDA	136 146	111 418	110 295	131 902	132 216	133 871	134 708
<i>zmiana r/r</i>	27,45%	-18,16%	-1,01%	19,59%	0,24%	1,25%	0,62%
<i>marża</i>	16,58%	14,02%	15,26%	16,11%	15,83%	15,73%	15,53%
EBIT	102 536	75 455	71 835	94 944	96 806	98 668	100 530
<i>zmiana r/r</i>	29,84%	-26,41%	-4,80%	32,17%	1,96%	1,92%	1,89%
<i>marża</i>	12,48%	9,49%	9,94%	11,59%	11,59%	11,59%	11,59%
ZB	103 980	76 810	72 762	96 186	97 981	99 783	101 707
<i>zmiana r/r</i>	31,70%	-26,13%	-5,27%	32,19%	1,87%	1,84%	1,93%
<i>marża</i>	12,66%	9,66%	10,07%	11,74%	11,73%	11,72%	11,73%
ZN	86 194	64 340	59 665	78 873	80 344	81 822	83 400
<i>zmiana r/r</i>	37,59%	-25,35%	-7,27%	32,19%	1,87%	1,84%	1,93%
<i>marża</i>	10,5%	8,1%	8,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	717 082,0	821 330,2	794 863,0	722 633,7	818 988,2	835 050,0	851 111,9	867 173,7
Koszt własny sprzedaży	-412 999,0	-475 687,9	-479 608,0	-433 580,2	-483 203,0	-492 679,5	-502 156,0	-511 632,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	304 083,0	345 642,4	315 255,0	289 053,5	335 785,1	342 370,5	348 955,9	355 541,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-219 182,0	-241 121,0	-240 011,0	-217 410,2	-241 058,4	-245 786,0	-250 513,6	-255 241,2
Zysk (strata) na sprzedaży	84 901,0	104 521,4	75 244,0	71 643,3	94 726,8	96 584,5	98 442,3	100 300,1
EBITDA	106 824,0	136 146,2	111 418,0	110 294,9	131 902,0	132 215,5	133 871,0	134 707,6
EBIT	78 970,0	102 536,2	75 455,0	71 835,1	94 944,2	96 806,2	98 668,2	100 530,3
Zysk (strata) brutto	78 952,0	103 980,2	76 810,0	72 762,1	96 186,2	97 980,9	99 782,8	101 707,3
Zysk (strata) netto	62 647,0	86 194,2	64 340,0	59 664,9	78 872,7	80 344,3	81 821,9	83 400,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka, P - prognozy

Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2 019	2 020	2 021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	415 721,0	417 061,4	409 146,8	567 012,0	556 018,8	545 269,7	534 248,7	523 559,7
Wartości niematerialne i prawne	79 201,0	85 845,0	85 845,0	83 626,0	83 626,0	83 626,0	83 626,0	83 626,0
Rzeczowe aktywa trwałe	330 542,0	322 741,2	315 124,5	478 071,8	466 789,3	455 773,1	445 016,8	434 514,4
Aktywa obrotowe	245 727,0	255 333,7	275 207,8	243 160,4	252 563,2	268 676,9	273 032,7	277 567,5
Zapasy	108 481,0	109 153,6	109 830,3	122 404,5	123 163,4	123 927,0	124 695,4	125 468,5
Należności krótkoterminowe	98 549,0	103 377,9	108 443,4	66 307,3	69 556,3	72 964,6	76 539,9	80 290,3
Inwestycje krótkoterminowe	38 565,0	15 513,0	16 190,0	6 150,7	15 080,2	15 033,4	18 349,3	20 684,3
Aktywa razem	661 448,0	672 395,1	684 354,6	810 172,4	808 581,9	813 946,7	807 281,4	801 127,3
Kapitał (fundusz) własny	265 426,0	348 607,2	374 747,2	327 719,9	358 499,4	359 073,7	390 429,9	391 620,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	167 231,0	167 231,0	167 231,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zyski zatrzymane	147 922,0	234 116,2	260 256,2	398 201,9	428 981,4	429 555,7	460 911,9	462 102,1
Zobowiązania i rezerwy	363 081,0	316 903,1	307 025,2	449 224,0	416 332,5	419 064,4	380 945,6	371 980,4
Zobowiązania długoterminowe	158 798,0	136 259,6	126 379,0	249 347,3	225 153,9	208 205,2	184 370,5	167 222,0
Długoterminowe	114 992,0	92 736,0	85 600,0	233 230,0	213 094,0	192 958,0	172 822,0	152 686,0
Zobowiązania krótkoterminowe	204 283,0	180 643,5	180 646,2	199 876,7	191 178,6	210 859,2	196 575,1	204 758,4
Krótkoterminowe	106 811,0	85 209,1	85 520,3	90 348,0	87 568,0	107 572,0	98 914,0	107 634,0
Pasywa razem	661 448,0	672 395,1	684 354,6	810 172,4	808 581,9	813 946,7	807 281,4	801 127,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka, P - prognozy

Prognoza przepływów finansowych.

CASH FLOW (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
CF Operacyjny	99 157,0	120 692,0	124 121,0	83 376,0	112 189,9	120 890,8	114 741,3	122 671,9
CF Inwestycyjny	-175 605,0	-124 813,0	-108 529,0	-53 029,0	-36 841,1	-35 292,7	-35 086,1	-34 060,7
CF Finansowy	105 730,0	-12 798,0	-16 111,0	-39 980,6	-65 381,1	-84 606,7	-75 301,1	-85 238,0
Przepływy pieniężne netto	29 282,0	-16 919,0	-519,0	-9 633,6	9 967,7	991,5	4 354,1	3 373,2
Środki pieniężne na początek okresu	5 563,0	36 337,0	15 513,0	16 190,0	6 150,7	15 080,2	15 033,4	18 349,3
Środki pieniężne na koniec okresu	36 337,0	15 513,0	16 190,0	6 150,7	15 080,2	15 033,4	18 349,3	20 684,3

Źródło: DM Banku BPS S.A., Spółka, P - prognozy

Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE (w tys. zł)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	22,2%	14,5%	-3,2%	-9,1%	13,3%	2,0%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	8,6%	27,4%	-18,2%	-1,0%	19,6%	0,2%	1,3%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-0,9%	29,8%	-26,4%	-4,8%	32,2%	2,0%	1,9%	1,9%
Zysk netto zmiana r/r	-1,2%	37,6%	-25,4%	-7,3%	32,2%	1,9%	1,8%	1,9%
Marża brutto na sprzedaży	42,4%	42,1%	39,7%	40,0%	41,0%	41,0%	41,0%	41,0%
Marża EBITDA	14,9%	16,6%	14,0%	15,3%	16,1%	15,8%	15,7%	15,5%
Marża EBIT	11,0%	12,5%	9,5%	9,9%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Marża brutto	11,0%	12,7%	9,7%	10,1%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%
Marża netto	8,7%	10,5%	8,1%	8,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
COGS / Przychody	88,2%	87,3%	90,5%	90,1%	88,4%	88,4%	88,4%	88,4%
SG&A / Przychody	31,7%	29,8%	30,5%	30,3%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
SG&A / COGS	36,0%	34,1%	33,6%	33,7%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%
ROE	23,6%	24,7%	17,2%	18,2%	22,0%	22,4%	21,0%	21,3%
ROA	9,5%	12,8%	9,4%	7,4%	9,8%	9,9%	10,1%	10,4%
Dług	221 803,0	177 945,1	171 120,3	323 578,0	300 662,0	300 530,0	271 736,0	260 320,0
D/(D+E)	45,5%	33,8%	31,3%	49,7%	45,6%	45,6%	41,0%	39,9%
D/E	83,6%	51,0%	45,7%	98,7%	83,9%	83,7%	69,6%	66,5%
Odsetki / EBIT	3,5%	2,5%	2,8%	3,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,4%
Dług netto	185 466,0	162 432,1	154 930,3	317 427,3	285 581,8	285 496,6	253 386,7	239 635,7
Dług netto / Kapitał własny	69,9%	46,6%	41,3%	96,9%	79,7%	79,5%	64,9%	61,2%
Dług netto / EBITDA	173,6%	119,3%	139,1%	287,8%	216,5%	215,9%	189,3%	177,9%
Dług netto / EBIT	234,9%	158,4%	205,3%	441,9%	300,8%	294,9%	256,8%	238,4%
EV	821 432,7	844 466,6	851 968,4	689 471,4	721 316,9	721 402,1	753 512,0	767 263,0
Dług / EV	27,0%	21,1%	20,1%	46,9%	41,7%	41,7%	36,1%	33,9%
CAPEX / Przychody	19,5%	3,1%	3,6%	7,6%	4,7%	4,5%	4,4%	4,2%
CAPEX / Amortyzacja	502,5%	76,8%	78,8%	143,0%	105,1%	105,2%	105,3%	105,5%
Amortyzacja / Przychody	3,9%	4,1%	4,5%	5,3%	4,5%	4,2%	4,1%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	0,3%	4,0%	2,5%	-7,1%	2,2%	-0,4%	2,2%	-0,4%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

5. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko związane z wojną na Ukrainie

Rozpoczęcie rosyjskiej inwazji na Ukrainę otworzyło szeroki katalog ryzyk. Za najistotniejsze należy wskazać: termin oraz zakres wznowienia produkcji w zakładzie w Jaworowie, stopień odrodzenia się ukraińskiego rynku po wojnie, odpływ pracowników na Ukrainę, osłabienie się kursów walut oraz utrudnienia w handlu z Rosją i Białorusią na skutek nałożonych sankcji.

Ryzyko rozwoju rynku farb i lakierów.

Wielkość polskiego rynku farb i lakierów zarówno pod względem ilościowym, jak i wartościowym pozostaje od kilku lat na stabilnym poziomie. Możliwość zwiększania przychodów przez Śnieżkę wynika przede wszystkim ze zdolności Spółki do zwiększania jej udziału w rynku krajowym kosztem innych producentów oraz ekspansji Spółki na rynki Europy Środkowo-Wschodniej.

Ryzyko związane z konkurencją.

Na rynku farb i lakierów występuje silna konkurencja, głównie ze strony podmiotów kontrolowanych przez inwestorów branżowych oraz wielu małych producentów skoncentrowanych na wytwarzaniu tanich farb dla budownictwa. Pozyskanie nowych klientów ostatecznych przy stabilnej wielkości rynku prowadzi do zaostrzenia konkurencji, a w konsekwencji do presji na obniżanie marż oraz wydłużanie terminów płatności. Powoduje to powstanie ryzyka dla utrzymania obecnej efektywności działania Spółki.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży.

Zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych występuje silna sezonowość, która jest charakterystyczna dla sektora farb i lakierów. W szczególności ryzykiem jest możliwość wystąpienia ostrej i dłuższej niż zwykle zimy oraz zdecydowanie większych niż zwykle opadów deszczu. Sezonowość sprzedaży wymusza na Spółce dostosowanie produkcji do zmieniającego się poziomu popytu, co w efekcie doprowadza do wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych w miesiącach maj-wrzesień (w sezonie) i niskiego w pozostałych miesiącach (poza sezonem), a w konsekwencji wpływa negatywnie na uzyskiwane przez Spółkę wyniki finansowe poza sezonem. Dodatkowo w okresie zimowym, celem zwiększenia przychodów ze sprzedaży, konieczne jest wydłużanie odbiorcom terminów płatności, co zwiększa zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Ryzyko związane z rynkiem budowlanym

W strukturze sprzedaży Spółki dominujący udział mają wyroby przeznaczone dla budownictwa, co skutkuje silnym zwiększeniem przychodów ze sprzedaży w okresie letnim i znacznym ich ograniczeniem w okresie zimowym. Silne uzależnienie od jednego sektora

gospodarki, w przypadku pogorszenia koniunktury w budownictwie, a co za tym idzie ograniczenia popytu na farby i lakiery, może stwarzać zagrożenie obniżenia generowanych przez Spółkę przychodów.

Ryzyko kontrahentów

Odbiorcami produktów Spółki są w dużej mierze hurtownie o regionalnym zasięgu działania. W wyniku konkurencji rynkowej oraz czynników wewnętrznych, w szczególności związanych z zarządzaniem i organizacją tych przedsiębiorstw, niektóre z nich mają problemy z płynnością finansową. Sytuacja ta powoduje ryzyko utraty przez Spółkę aktywów, w szczególności należności lub konieczność dodatkowego zaangażowania finansowego w te podmioty.

Ryzyko zaangażowania Spółki na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej

Tempo rozwoju oraz wielkość rynku farb i lakierów na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej jest trudne do oszacowania. Dodatkowo na rynkach ukraińskim oraz białoruskim istnieje ryzyko polityczne oraz ryzyko zmian regulacji prawnych w związku z tym, że kraje te nie należą do Unii Europejskiej.

Ryzyko walutowe

Spółka generuje przychody na różnych rynkach, a w związku z tym jest narażona na ryzyko walutowe w szczególności kursów HUF, UAH oraz BYN. Dodatkowo za dużą część materiałów, Spółka dokonuje płatności w walutach obcych, przeważnie w EUR. Zgodnie z polityką Zarządu, Spółka dokonuje transakcji ograniczających możliwość poniesienia istotnych kosztów wynikających ze zmian kursów walut.

Ryzyko inwestycji

Ryzyko dotyczy zarówno dotrzymania terminów oraz wzrostu kosztów realizowanych przez Spółkę inwestycji w rozwój produkcji, jak również ryzyko nie osiągnięcia spodziewanych efektów synergii ze spółkami przejmowanymi.

Ryzyko związane z COVID-19

Ryzyko związane z trwającą pandemią przejawia się poprzez ryzyko ciągłości produkcji, ryzyko dystrybucji oraz ryzyko ograniczeń w swobodnym przemieszczaniu się pracowników Spółki pomiędzy zakładami zlokalizowanymi na terenie różnych krajów.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

CAPEX (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (*ang. price earnings ratio*) – oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

TV (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany-prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany-prognozowanie spadku ponad 10%

6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 24 marca 2022 roku, 15:05

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 24 marca 2022 roku, 15:15

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje emitenta będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złożył emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty może dojść do zawarcia umów z emitentem.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitykiem przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiejkolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknęj 20.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541
<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>	

Rekomendacje Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. wydane w ostatnich 12 miesiącach.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
NEUCA	nd	676,00	702,00	Raport Aktualizujący	2021-04-08	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	2021-05-17	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	2021-05-19	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
ML SYSTEM	TRZYMAJ	126,00	118,00	Raport Inicjujący	2021-06-30	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	2021-09-07	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarnecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	2021-10-06	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarnecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner