

17.03.2023 17:30

Dane podstawowe

Rekomendacja	Kupuj
Cena docelowa [PLN]	83,0
Wycena DCF [PLN]	76,3
Wycena porównawcza [PLN]	83,6
Cena rynkowa [PLN]	71,6
Pot.wzrostu/spadku [%]	15,92%
Kapitalizacja [mln PLN]	903,4
Free float	19,1%
Sektor	materiały budowlane
Kod GPW	SKA
Bloomberg	SKA PW

Analitik:
Artur Wizner

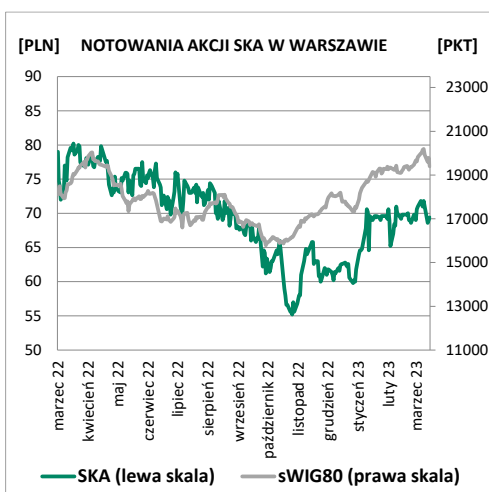
Tel.: (22) 53 95 548

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
OFE Drugi Allianz	11,13
Piotr Mikrut	10,07
Rafał Mikrut	10,07
OFE Nationale-Nederlanden	9,39



ŚNIEŻKA S.A.

Raport Analityczny

Biorąc pod uwagę wszystkie wydarzenia, które miały miejsce na przestrzeni ostatniego roku, tj. inwazja Rosji na Ukrainę, wzrost kosztów energii i surowców, wysoka inflacja i podwyżki stóp procentowych, wyniki Śnieżki uważamy za dobre. Grupa w 2022 roku odnotowała przychody na poziomie 791,7 mln zł, czyli niewiele poniżej wartości osiągniętej w poprzednim roku (spadek o -0,4% r/r). Uwzględniając efekt wzrostu cen, wolumenowo miał miejsce spadek sprzedaży, co jednak nie przełożyło się na spadek udziału w rynku. Według Zarządu Śnieżki wzrósł on ok. 1% r/r. Stawiając na rozwój marek premium m.in. Magnat, Grupa ograniczyła ryzyko negatywnego wpływu wzrostu kosztów surowców na marżę. Marża brutto ze sprzedaży spadła z 39,7% do 38,4% (-1,2 pp). Największy wpływ na wynik na poziomie netto miał prawie 10-krotny wzrost kosztów finansowych. Uważamy, że większość czynników ryzyka w bieżącym roku zacznie powoli tracić na sile. Poprawy wyników w I kw. 2023 upatrujemy w ustabilizowaniu się cen surowców, umocnieniu się węgierskiej waluty oraz pierwszych pozytywnych efektów nowego Centrum Logistycznego w Zawadzie. Pozostając optymistycznie nastawieni do Spółki zmieniamy naszą rekomendację z „Trzymaj” na „Kupuj”, podnosząc cenę docelową z 67 zł do 83 zł.

Czynniki wzrostu

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

Czynniki ryzyka

Konsekwencje wojny na Ukrainie
Spowolnienie gospodarcze
Presja inflacyjna na koszty

[tys. zł]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	791 686	929 905	945 658	961 410	977 163	992 915
EBITDA	106 177	116 402	122 859	134 284	150 913	163 054
marża EBITDA	13,4%	12,5%	13,0%	14,0%	15,4%	16,4%
EBIT	69 421	81 321	87 427	98 498	114 769	126 548
Wynik netto	41 272	54 054	61 363	73 034	89 126	99 277
Kapitał własny	292 942	319 969	350 650	387 167	431 730	481 369
Dług netto	282 487	311 804	323 376	326 616	317 086	300 941
P/E	21,9	16,7	14,7	12,4	10,1	9,1
P/BV	3,1	2,8	2,6	2,3	2,1	1,9
EV/EBITDA	11,2	10,4	10,0	9,2	8,1	7,4
DY	3,81%	2,99%	3,40%	4,04%	4,93%	5,49%

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

ŚNIEŻKA S.A.

Raport Analityczny

Spis treści

1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W 2022 r.	3
2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
3. WYCENA	10
4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	12
5. CZYNNIKI RYZYKA	15
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	18

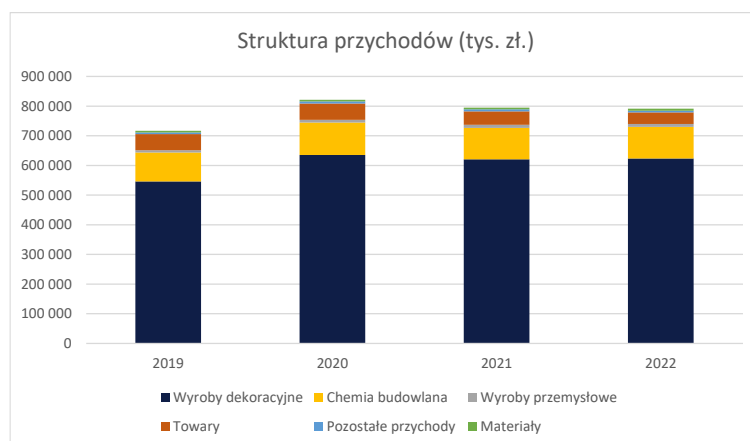
1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W 2022 r.

Śnieżka odnotowała w 2022 roku skumulowane przychody ze sprzedaży na poziomie 791,7 mln zł, co jest wynikiem o 0,4% niższym niż w 2021 roku. Niestety spodziewany i widoczny wzrost kosztów spowodował, że już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wynik jest zdecydowanie słabszy w porównaniu 2021 roku (-3,5%). Śnieżka proporcjonalnie do spadku przychodów ze sprzedaży w porównaniu do 2021 roku, odnotowała silniejszy spadek kosztów sprzedaży (o 6,1%). Wzrost kosztów ogólnego zarządu o 5,4% do 92,8 mln zł oraz prawie dwukrotny wzrost pozostałych kosztów operacyjnych, wpłynął jednak na pogorszenie wyniku operacyjnego. Rentowność operacyjna spadła z 9,5% w 2021 roku do 8,8% w 2022 roku. Na wyniku netto zaciążyły koszty finansowe (odsetki od zaciągniętych kredytów), które w ubiegłym roku znacząco wzrosły w związku z podwyżkami stóp procentowych. Zysk netto w 2022 roku wyniósł 41,3 mln zł i był o 23,1 mln zł niższy w stosunku do 2021 roku (-35,9%).

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022
Przychody ze sprzedaży	167 765,0	263 330,0	251 137,0	139 098,2	182 610,7	226 904,0	240 845,3	144 503,0	189 877,0	213 499,0	247 647,4	140 662,6
Przychody ze sprzedaży produktów	154 586,0	239 220,0	228 050,0	128 731,0	171 249,3	214 859,0	223 438,7	134 543,0	179 123,0	200 788,0	233 535,7	132 300,3
Przychody ze sprzedaży towarów	11 677,0	21 772,0	20 925,0	11 025,0	9 873,9	11 671,0	14 687,1	8 764,0	9 250,0	10 774,0	11 940,0	7 098,0
Przychody ze sprzedaży materiałów	1 502,0	2 338,0	2 162,0	-658,3	1 487,5	374,0	2 719,5	1 196,0	1 504,0	1 937,0	2 171,7	1 264,3
Zysk brutto ze sprzedaży	71 774,0	112 569,0	107 257,0	54 042,4	76 266,7	90 949,0	95 511,3	52 528,0	72 976,0	85 524,0	94 566,4	51 166,6
Koszty sprzedaży	32 202,0	45 967,0	44 406,0	33 731,0	31 808,0	44 855,0	43 798,0	31 433,0	31 898,0	37 664,0	41 584,0	31 459,0
Koszty ogólnego zarządu	18 895,0	22 656,0	19 559,0	23 705,0	21 368,0	22 675,0	20 956,0	23 118,0	22 144,0	26 227,0	21 741,0	22 724,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-609,0	102,0	-302,0	-1 176,1	-1 068,0	539,0	-180,0	920,0	-1 110,0	2 884,0	511,0	-1 656,0
EBITDA	28 114,0	52 589,0	51 526,0	3 917,2	30 825,7	32 721,0	39 818,3	8 053,0	26 648,0	33 792,0	40 955,4	4 781,6
EBIT	20 068,0	44 048,0	42 990,0	-4 569,8	22 022,7	23 958,0	30 577,3	-1 103,0	17 824,0	24 517,0	31 752,4	-4 672,4
Przychody finansowe	-41,0	1 240,0	1 052,0	1 160,0	94,0	1 549,0	461,0	1 007,0	57,0	290,0	2 514,0	2 507,0
Koszty finansowe	1 056,0	967,0	657,0	-164,0	906,0	709,0	1 172,0	-653,0	3 688,0	6 104,0	7 815,0	4 303,0
Udział w zyskach (stratach) jednostek podp.	56,0	253,0	221,0	19,0	41,0	173,0	214,0	-50,0	0,0	71,0	64,0	-1,0
Zysk brutto	19 027,0	44 574,0	43 606,0	-3 226,8	21 251,7	24 971,0	30 080,3	507,0	14 193,0	18 774,0	26 515,4	-6 469,4
Zysk netto za okres	15 332,0	37 059,0	35 568,0	-1 764,8	17 314,7	21 686,0	25 267,3	72,0	11 969,0	11 012,0	21 710,4	-3 419,4
Marża brutto na sprzedaży	42,8%	42,7%	42,7%	38,9%	41,8%	40,1%	39,7%	36,4%	38,4%	40,1%	38,2%	36,4%
Marża EBITDA	16,8%	20,0%	20,5%	2,8%	16,9%	14,4%	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%	16,5%	3,4%
Marża netto	9,1%	14,1%	14,2%	-1,3%	9,5%	9,6%	10,5%	0,0%	6,3%	5,2%	8,8%	-2,4%

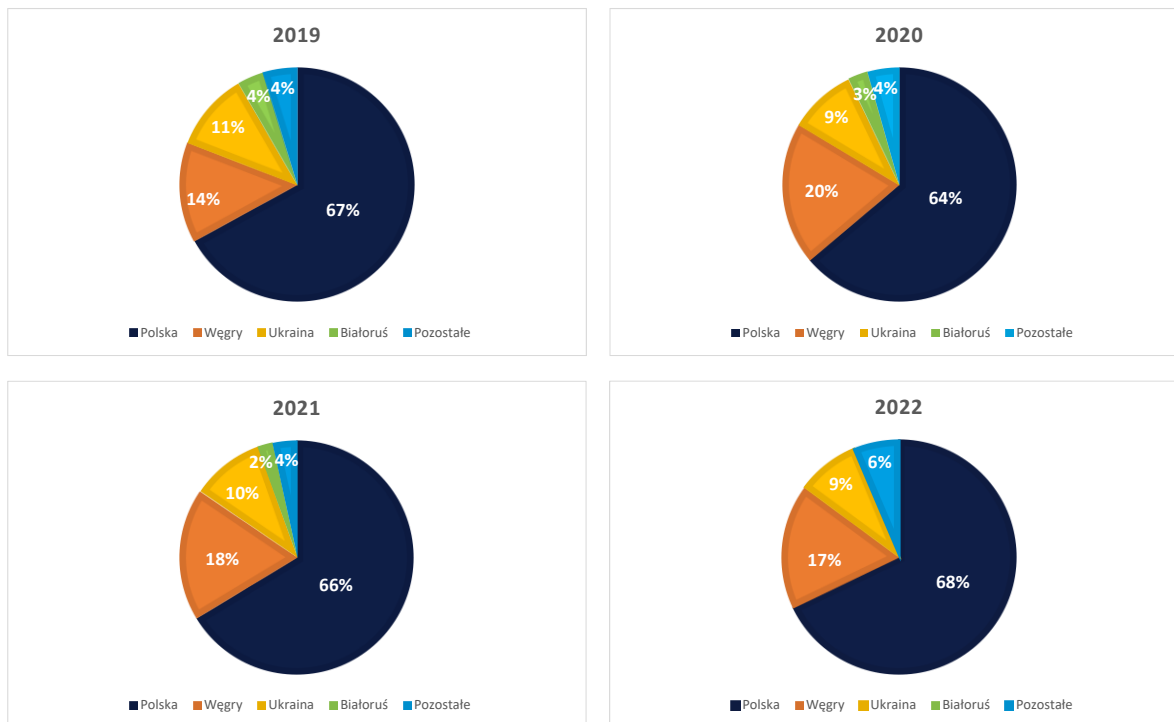
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

W strukturze przychodów według kategorii produktowych dominują wyroby dekoracyjne (głównie farby i lakiery), które w 2022 roku stanowiły 78,8% obrotu (wzrost o 0,7% pp. r/r). Na drugim miejscu znajduje się chemia budowlana, której udział w obrocie również wzrósł z 13,4% w 2021 roku do 13,5% w 2022 r.



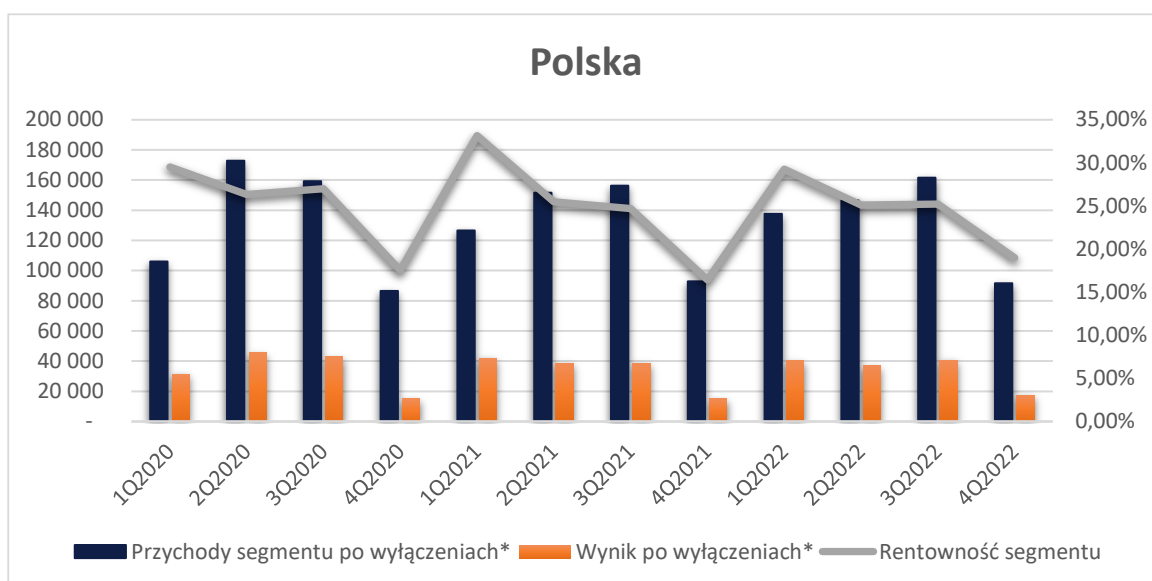
Źródło: Spółka, prezentacja wyników za I półrocze 2022

Struktura geograficzna sprzedaży



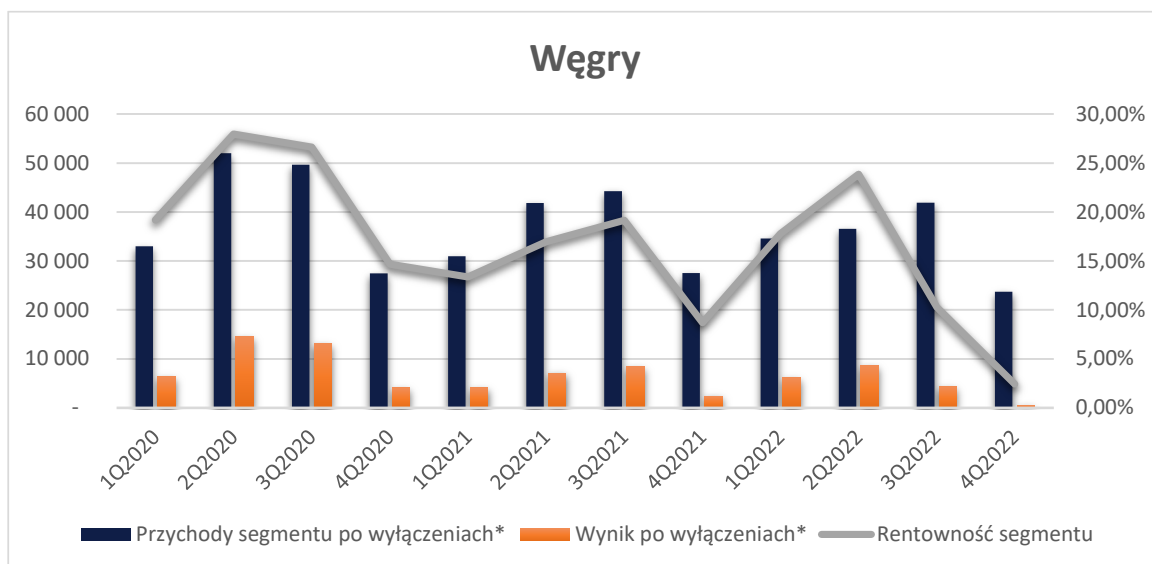
Źródło: Spółka, prezentacja wyników za 2022 r.

Od momentu przejęcia węgierskiego Poli-Farbe w 2019 roku, udział tego rynku w strukturze sprzedaży Grupy utrzymuje się na stabilnym poziomie 17-20%. Maleje udział rynku białoruskiego, który od I kwartału 2022 jest ujmowany w kategorii pozostałe rynki. Pomimo trwającej wojny udziału rynku ukraińskiego utrzymał się na poziomie ok. 9%, dzięki koncentracji Grupy na zachodnich częściach kraju. Wzrósł udział rynku polskiego, który obecnie generuje ok. 68% przychodów ze sprzedaży. Do kategorii pozostałe rynki, na których Grupa prowadzi sprzedaż poza Białorusią należą: Mołdawia, Litwa, Kazachstan, Czechy, Słowacja, Rumunia, Gruzja, Armenia, Serbia oraz Algieria. Grupa całkowicie wycofała się ze sprzedaży na rynku rosyjskim. W związku z tym, że od momentu przejęcia węgierskiego Poli-Farbe Grupa koncentruje swoje działania sprzedażowe i marketingowe na Polsce i Węgrzech, czyli na rynkach które łącznie odpowiadają za ok. 85% przychodów, jest mało prawdopodobne, aby struktura sprzedaży uległa znaczącej zmianie w najbliższym czasie.



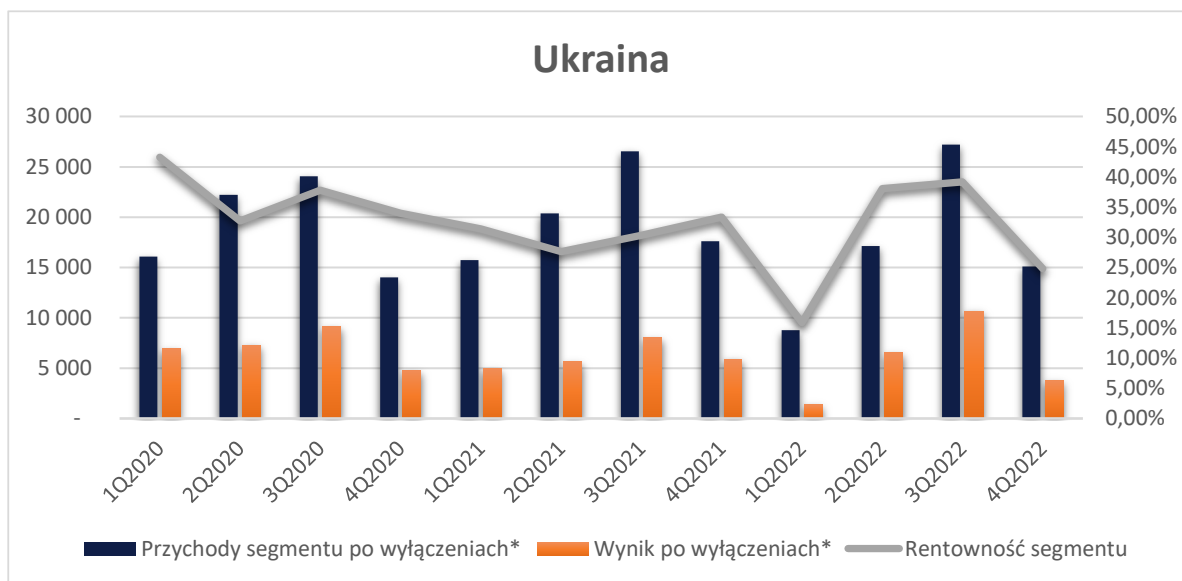
Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Na rynku polskim, który posiada dominujący udział w strukturze sprzedaży rentowność w dwóch najistotniejszych sprzedażowo kwartałach (drugim i trzecim) utrzymywała się na poziomie ok. 25%. Biorąc pod uwagę znaczący wzrost kosztów, utrzymanie rentowności jest pozytywnym sygnałem i świadczy o tym, że wdrażane przez Śnieżkę zmiany począwszy od zakupu surowców, przez produkcję i gamę produktów, na sprzedaży i dystrybucji skończywszy powoli przynoszą efekty. Spadek rentowności w czwartym kwartale 2022 jak widać ma charakter sezonowy.



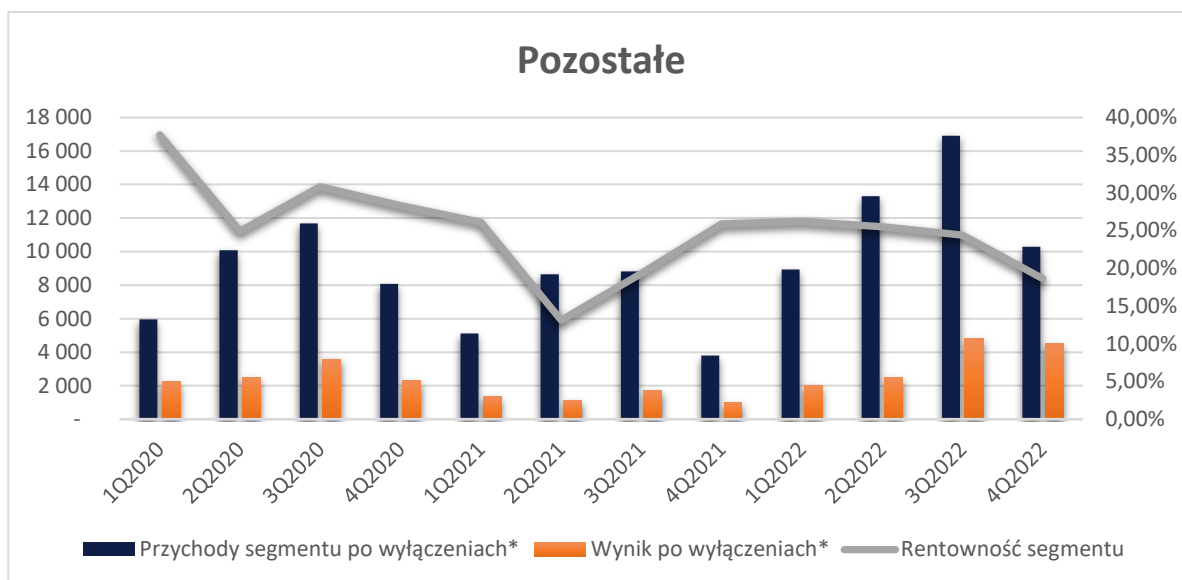
Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Na Węgrzech w drugim półroczu 2022 został odnotowany widoczny wzrost rentowności, co jest niepokojące biorąc pod uwagę wdrażane przez Śnieżkę procesy synergii kosztowych z Poli-Farbe oraz tworzenia centrów kosztowych wspólnych dla całej Grupy, takich jak centrala, IT, marketing etc w Polsce. Negatywny wpływ na poziom przychodów w złotych miało również dalsze osłabianie się węgierskiej waluty wobec złotego (w 2022 roku o 5,5%).



Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Ukraina, która, mimo toczącej się na jej terytorium wojny, dalej jest trzecim rynkiem pod względem przychodów dla Grupy, co jest pozytywnym zaskoczeniem. O ile produkcja w oddalonym od Polski o ok. 20 km zakładzie w Jaworowie, od początku rosyjskiej inwazji nie była zagrożona, choć utrudniona ze względu na logistykę i łańcuch dostaw, o tyle działalność sprzedażowa wydawała się być mało prawdopodobna. Śnieżka jednak, jako jedyny producent farb, jest cały czas obecna i dostępna na tym rynku. Na poziom przychodów również negatywny wpływ miało znaczne osłabienie się hrywny względem złotego (w 2022 roku o 15,5%).

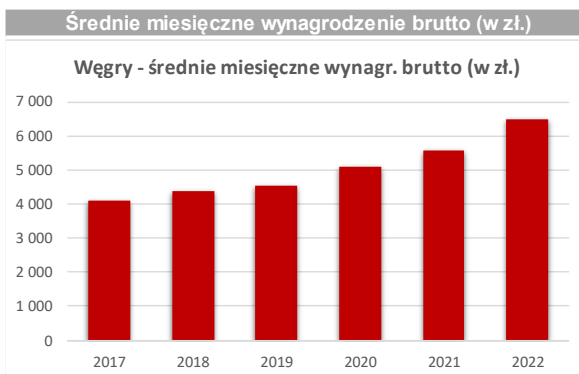
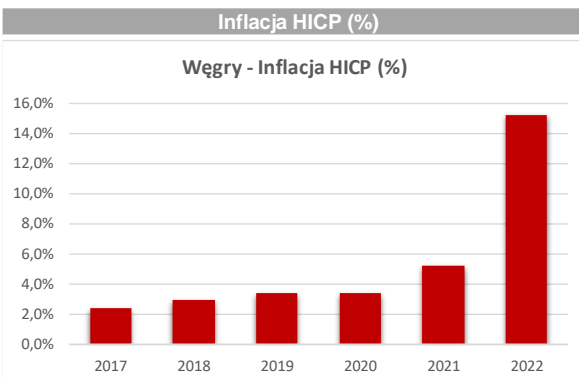
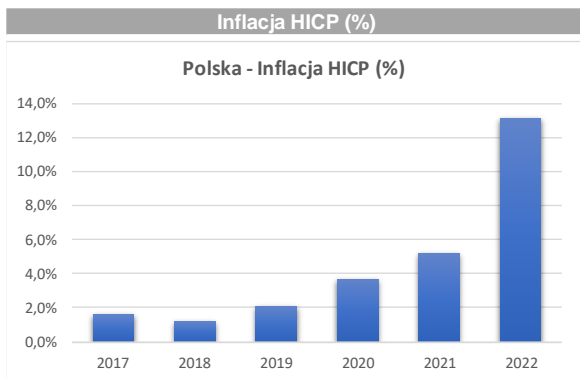
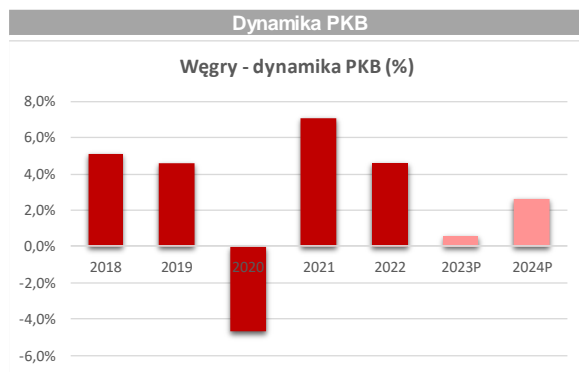
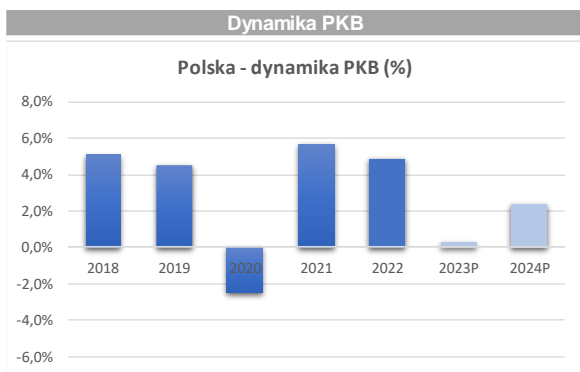


Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Na pozostałych rynkach widać tendencje wzrostowe w przychodach ze sprzedaży oraz relatywnie niższy spadek rentowności. Ostatni wzrost przychodów nie przełożył się jednak na wzrost udziału tych rynków w strukturze sprzedaży Grupy.

2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

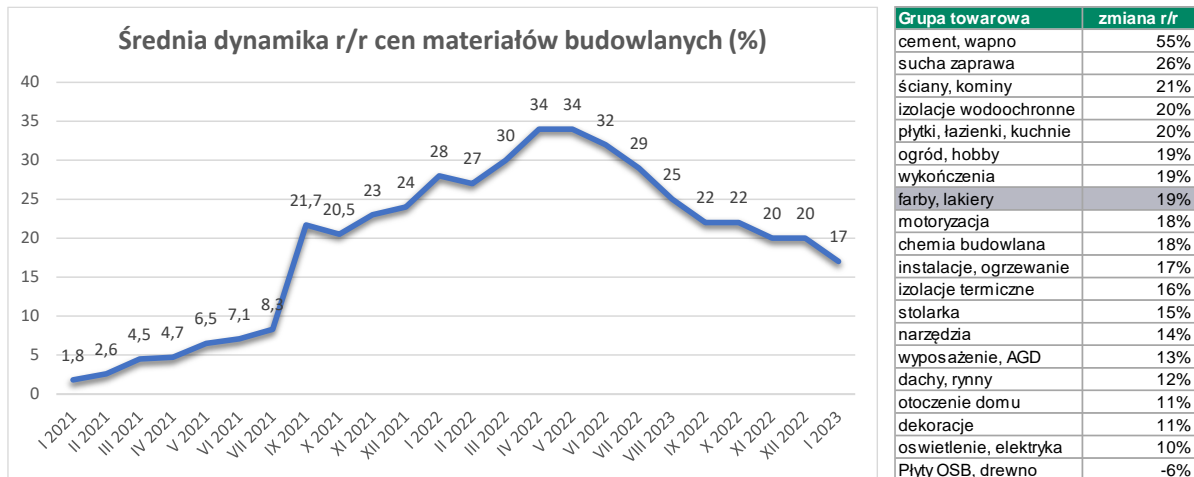
Bieżący rok jest wyjątkowo wymagający dla producentów materiałów oraz całej branży budowlanej. Już od 2021 roku zaczęła się nasilać presja ze strony drożących surowców stosowanych do produkcji chemii budowlanej, podnosząc koszty oraz ucinając marże. Spowodowane to było ograniczoną ich dostępnością, wynikającą m.in. ze: zwiększonego popytu w Chinach, przerwanych łańcuchów dostaw w czasie pandemii oraz wzrostu kosztów transportu. W lutym 2022 wraz z rosyjską inwazją na Ukrainę nastąpił znaczący wzrost kosztów energii i surowców, co przyczyniło się do wzrostu inflacji oraz stóp procentowych, jako narzędzia do jej ograniczenia. Wszystkie te czynniki sprawiły, że światowa gospodarka zaczęła hamować, a w szczególności zagrożone brakiem rosyjskiego gazu oraz wysokimi kosztami energii gospodarki europejskie. Według najnowszego raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, prognozowany wzrost gospodarczy dla Polski oraz Węgier został obniżony do 0,3% i 0,6% w 2023 roku oraz 2,4% i 2,6% na rok 2024.



Źródło: opracowanie DM BPS, EUROSTAT, P- prognoza MFW

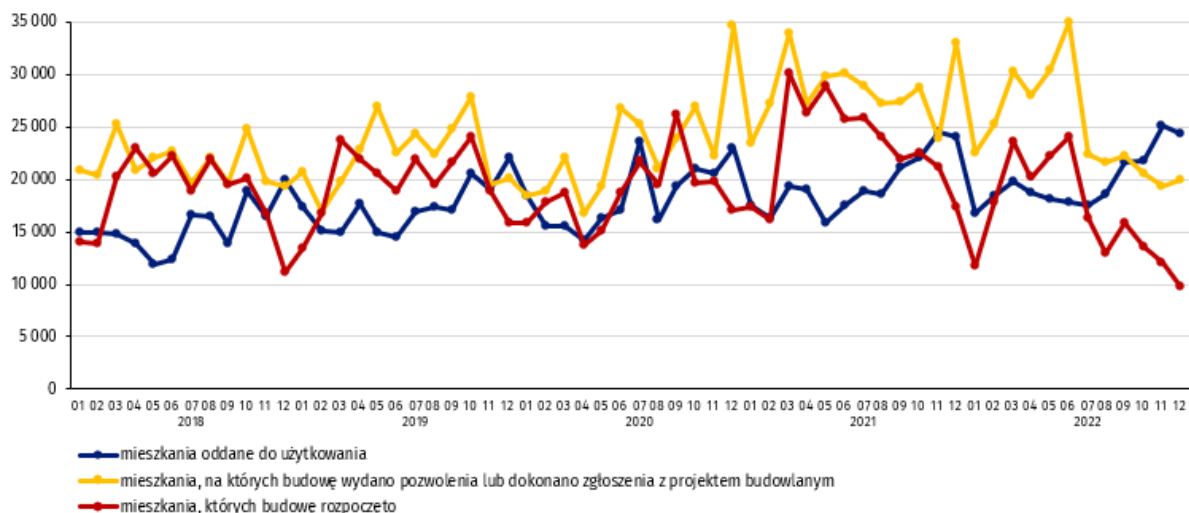
Źródło: opracowanie DM BPS, EUROSTAT, P- prognoza MFW

Zarówno Polska jak i Węgry w ubiegłym roku zmagaly się wysoką inflacją, przeciętne wynagrodzenie w tych krajach również wzrosło, choć jego dynamika była niższa, co powoduje spadek realnej siły nabywczej. Materiały budowlane nie należą do tzw. dóbr pierwszej potrzeby, co ogranicza presję na wzrost cen od strony popytowej. Po silnym wzroście cen w połowie 2022 roku nastąpił spadek, choć kategoria Farby i Lakiery według danych za styczeń 2023 należała do wyższych (wzrost 19% r/r).



Źródło: RynekPierwotny.pl na podstawie danych PSB

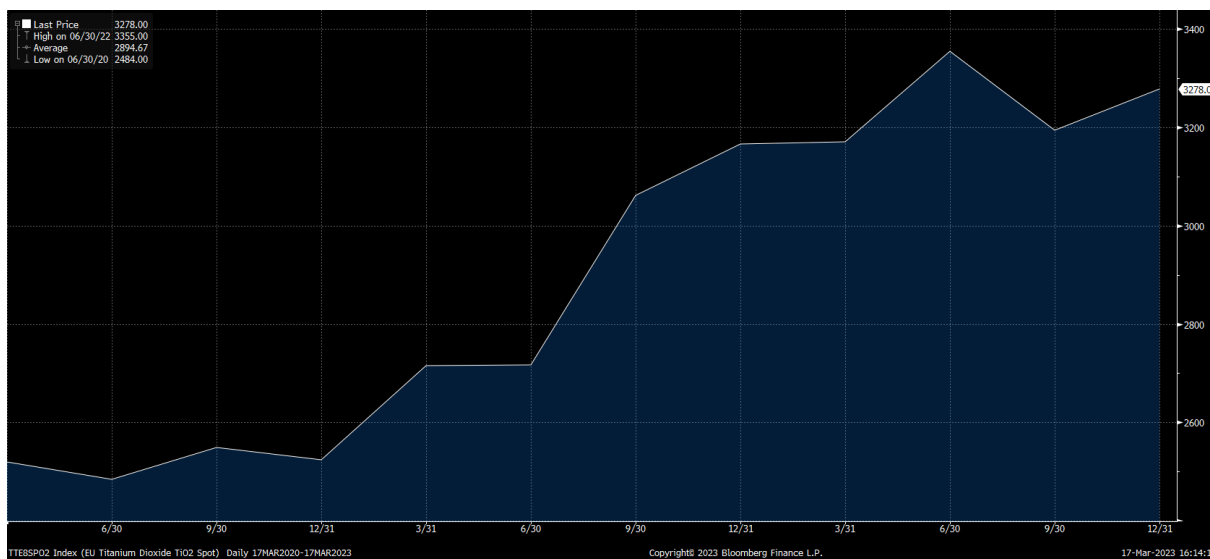
Prognozy wzrostu gospodarczego zarówno dla Węgier jak i Polski nie wyglądają zbyt optymistycznie. Dane z polskiej gospodarki za 2022 powoli wysyłają sygnały nadchodzącej recesji. Produkcja przemysłowa w grudniu wzrosła zaledwie o 1% wobec analogicznego okresu ubiegłego roku. Produkcja budowlano-montażowa w tym samym okresie była niższa o 0,8%. Nieznacznie wzrosła liczba mieszkań oddanych do użytku (o 3,9 tys.). Znacząco zmniejszyła się natomiast liczba wydanych pozwoleń na budowę, a także liczba rozpoczętych budów.



Źródło: GUS

W naszej ocenie koniunktura na rynku farb i lakierów jest skorelowana zarówno z tempem wzrostu/spadku PKB jak również z sytuacją na rynku nieruchomości. Duża liczba mieszkań oddanych do użytku w pierwszej połowie 2022 roku była pochodną utrzymującej się w ostatnich latach dobrej koniunktury w branży deweloperskiej. Widoczny spadek rozpoczynanych budów, mający swoje podłoże w spadkach sprzedaży nowych mieszkań, najprawdopodobniej będzie miał negatywny wpływ na popyt na materiały budowlane i wykończeniowe w najbliższym okresie. Prognozujemy zatem dalszy spadek sprzedaży produktów Śnieżki w 2023 roku (wolumenowo), po czym wraz ze spadkiem stóp procentowych popyt na mieszkania, a w konsekwencji koniunktura w branży budowlanej powinna stopniowo się odradzać. W przypadku Śnieżki nie przewidujemy drastycznych spadków marż z kilku powodów;

- Produkcja farb i lakierów jest relatywnie mało energochłonna
- Najwięksi konkurenci Śnieżki (AkzoNobel, PPG, Tikkurila) również produkują w Europie, więc zmagają się z tymi samymi problemami (ceny energii, gazu, koszty transportu)
- Prognozowane spowolnienie rynku bieli tytanowej, czyli głównego surowca wykorzystywanego w produkcji farb, który w 2022 osiągnął historycznie wysokie poziomy. Na wykresie przedstawiono cenę spot bieli tytanowej TiO₂.



Źródło: Bloomberg

3. WYCENA

Wartość akcji Grupy Śnieżka S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 76 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 84 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	84
Wycena DCF	75%	76
Cena wynikowa		78
Cena docelowa na koniec roku 2023		83

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 7 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		
			2023	2024	2025	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PPG INDUSTRIES INC	123,16	127 889,3	18,7	15,8	14,3	4,4	3,9	3,5	13,3	11,7	10,9
AKZO NOBEL N.V.	66,28	53 109,3	18,7	14,3	12,7	2,5	2,3	2,1	11,9	9,8	9,0
RPM	83,50	47 557,0	19,2	17,4	14,8	4,9	4,3	3,7	13,3	12,3	10,9
SHERWIN	217,51	248 009,5	25,6	22,1	19,1	16,7	15,9	13,1	18,1	16,6	15,0
FULLER	64,75	15 369,4	15,0	13,0	11,9	2,0	1,9	-	8,9	8,2	8,0
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	27,71	27 025,1	18,6	15,2	13,7	3,5	3,1	2,7	10,2	9,4	8,9
CARLISLE COS INC	219,28	49 484,2	10,4	9,6	9,7	3,2	2,6	2,3	8,3	7,8	7,8
Mediana	-	-	18,7	15,2	13,7	3,5	3,1	3,1	11,9	9,8	9,0
SNIEZKA	71,60	903,4	16,7	14,7	12,4	2,6	2,4	2,2	10,2	9,7	8,9
premia (dyskonto)			-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Implikowana wycena	-	1 055,4	1 012,3	934,8	1 001,4	1 223,8	1 167,0	1 286,4	1 047,2	908,1	917,4
Wycena 1 akcji (PLN)			83,64								

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Założenia do modelu DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,37 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 03.2021-03.2023). (poprzednio: 0,29)
- ✚ Premia za ryzyko: 7,40%. (poprzednio: 7,19%)
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 5,97% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y), (poprzednio: 7,00%), zakładamy spadek o 0,5 pp r/r począwszy od roku 2025
- ✚ Dług netto: na dzień 17.03.2023.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży materiałów budowlanych)

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	791 686,0	929 905,0	945 657,5	961 410,1	977 162,7	992 915,2	997 879,8
EBITDA	106 177,0	116 402,3	122 859,0	134 283,7	150 912,9	163 053,6	163 686,4
EBIT	69 421,0	81 321,3	87 427,2	98 497,7	114 769,0	126 548,3	127 181,0
Stopa podatkowa	22%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	54 046,1	66 276,9	71 253,2	80 275,6	93 536,7	103 136,8	103 652,5
Amortyzacja	36 756,0	35 080,9	35 431,7	35 786,1	36 143,9	36 505,4	36 505,4
CAPEX	53 276,0	35 000,0	35 000,0	35 000,0	35 000,0	35 000,0	35 000,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	15 289,0	-12 026,1	-1 030,7	-1 822,7	-1 179,6	-1 620,9	-1 620,9
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	22 237,1	78 383,9	72 715,7	82 884,4	95 860,2	106 263,1	106 778,7
Współczynnik dyskontujący		0,94	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63
DFCF		73 300,6	62 441,4	65 519,1	69 968,2	71 899,5	66 974,5
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		1 447 940,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		908 187,2					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		1 251 316,0					
Dług netto/(gotówka netto)		288 591,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		962 724,7					
Liczba akcji [w tys.]		12617,8					
Cena jednej akcji [PLN]		76					
Przychody zmiana r/r		17,5%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	0,5%
EBIT zmiana r/r		17,1%	7,5%	12,7%	16,5%	10,3%	0,5%
FCF zmiana r/r		252,5%	-7,2%	14,0%	15,7%	10,9%	0,5%
Marża EBITDA		12,5%	13,0%	14,0%	15,4%	16,4%	16,4%
Marża EBIT		8,7%	9,2%	10,2%	11,7%	12,7%	12,7%
Marża NOPLAT		7,1%	7,5%	8,3%	9,6%	10,4%	10,4%
CAPEX/Przychody		3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,5%
CAPEX/Amortyzacja		99,8%	98,8%	97,8%	96,8%	95,9%	95,9%
Zmiana kapitału obrotowego		-12 026,11	-1 030,73	-1 822,71	-1 179,60	-1 620,86	-1 620,86
EV/EBITDA ('22) dla wyceny DCF		10,7					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		72,6%					

Kalkulacja WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Stopa wolna od ryzyka	5,97%	5,97%	5,47%	4,97%	4,47%	4,5%
Premia za ryzyko	8,2%	8,2%	7,65%	7,15%	6,65%	6,7%
Beta	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Beta (zlewarowana)	0,67	0,66	0,64	0,63	0,59	0,59
Koszt kapitału własnego	11,4%	11,4%	10,4%	9,4%	8,4%	8,4%
Udział kapitału własnego	36,9%	39,1%	42,5%	46,3%	51,2%	51,2%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Udział kapitału obcego	63,1%	60,9%	57,5%	53,7%	48,8%	48,8%
WACC	8,84%	8,90%	8,63%	8,30%	7,87%	7,87%

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%	70	70	71	72	73	78	84	91	100
	0,50%	70	71	72	73	74	80	86	93	101
	0,25%	71	72	73	74	75	81	87	94	103
	0,00%	72	73	74	75	76	82	88	96	105
	-0,25%	73	74	75	76	77	83	90	98	107
	-0,50%	74	75	76	77	78	84	91	99	109
	-0,75%	75	76	77	78	80	86	93	101	111
	-1,00%	76	77	78	80	81	87	94	103	113

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

Prognoza na lata 2023-2027

(w tys. zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	821 330,2	794 863,0	791 686,0	929 905,0	945 657,5	961 410,1	977 162,7	992 915,2
zmiana r/r	14,54%	-3,22%	-0,40%	17,46%	1,69%	1,67%	1,64%	1,61%
Koszty wytworzenia	475 688	479 608	487 453	571 892	576 851	576 846	576 526	585 820
zmiana r/r	15,18%	0,82%	1,64%	17,32%	0,87%	0,00%	-0,06%	1,61%
ZBzS	345 642	315 255	304 233	358 013	368 806	384 564	400 637	407 095
zmiana r/r	13,67%	-8,79%	-3,50%	17,68%	3,01%	4,27%	4,18%	1,61%
marża	42,08%	39,66%	38,43%	38,50%	39,00%	40,00%	41,00%	41,00%
Koszty sprzedaży	156 306	151 894	142 605	176 682	179 675	182 668	180 775	173 760
Koszty ogólnego zarządu	84 815	88 117	92 836	100 940	102 650	104 360	106 070	107 780
EBITDA	136 146	111 418	106 177	116 402	122 859	134 284	150 913	163 054
zmiana r/r	27,45%	-18,16%	-4,70%	9,63%	5,55%	9,30%	12,38%	8,04%
marża	16,58%	14,02%	13,41%	12,52%	12,99%	13,97%	15,44%	16,42%
EBIT	102 536	75 455	69 421	81 321	87 427	98 498	114 769	126 548
zmiana r/r	29,84%	-26,41%	-8,00%	17,14%	7,51%	12,66%	16,52%	10,26%
marża	12,48%	9,49%	8,77%	8,75%	9,25%	10,25%	11,75%	12,75%
ZB	103 980	76 810	53 013	66 323	75 292	89 612	109 357	121 813
zmiana r/r	31,70%	-26,13%	-30,98%	25,11%	13,52%	19,02%	22,03%	11,39%
marża	12,66%	9,66%	6,70%	7,13%	7,96%	9,32%	11,19%	12,27%
ZN	86 194	64 340	41 272	54 054	61 363	73 034	89 126	99 277
zmiana r/r	37,59%	-25,35%	-35,85%	30,97%	13,52%	19,02%	22,03%	11,39%
marża	10,5%	8,1%	5,2%	5,8%	6,5%	7,6%	9,1%	10,0%

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

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (w tys. zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	821 330,2	794 863,0	791 686,0	929 905,0	945 657,5	961 410,1	977 162,7	992 915,2
Koszt własny sprzedaży	-475 687,9	-479 608,0	-487 453,0	-571 891,6	-576 851,1	-576 846,1	-576 526,0	-585 820,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	345 642,4	315 255,0	304 233,0	358 013,4	368 806,4	384 564,0	400 636,7	407 095,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-241 121,0	-240 011,0	-235 441,0	-277 622,0	-282 324,9	-287 027,8	-286 844,9	-281 539,9
Zysk (strata) na sprzedaży	104 521,4	75 244,0	68 792,0	80 391,4	86 481,6	97 536,2	113 791,8	125 555,4
EBITDA	136 146,2	111 418,0	106 177,0	116 402,3	122 859,0	134 283,7	150 912,9	163 053,6
EBIT	102 536,2	75 455,0	69 421,0	81 321,3	87 427,2	98 497,7	114 769,0	126 548,3
Zysk (strata) brutto	103 980,2	76 810,0	53 013,0	66 323,5	75 291,9	89 611,9	109 357,1	121 812,6
Zysk (strata) netto	86 194,2	64 340,0	41 272,0	54 053,6	61 362,9	73 033,7	89 126,0	99 277,3

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

Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2 020	2 021	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	492 412,0	577 297,0	572 889,0	577 105,1	582 133,0	587 211,0	592 339,7	597 519,5
Wartości niematerialne i prawne	84 612,0	83 152,0	72 380,0	72 396,8	72 413,7	72 430,7	72 447,7	72 464,9
Rzeczowe aktywa trwałe	401 909,0	489 627,0	496 131,0	501 092,3	506 103,2	511 164,3	516 275,9	521 438,7
Aktywa obrotowe	217 152,0	225 663,0	220 946,0	241 827,2	242 311,2	249 875,2	250 131,1	249 424,4
Zapasy	104 098,0	136 005,0	124 553,0	144 148,0	145 398,1	145 396,8	145 316,1	147 658,7
Należności krótkoterminowe	95 259,0	63 210,0	65 339,0	76 430,5	77 725,3	79 020,0	80 314,7	81 609,5
Inwestycje krótkoterminowe	15 513,0	16 190,0	19 916,0	10 110,7	8 049,8	14 320,4	13 362,2	9 018,2
Aktywa razem	709 564,0	802 960,0	794 015,0	818 932,4	824 444,1	837 086,2	842 470,7	846 943,9
Kapitał (fundusz) własny	293 440,0	304 099,0	292 942,0	319 968,8	350 650,3	387 167,1	431 730,1	481 368,8
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
Zyski zatrzymane	360 814,0	374 918,0	381 291,0	408 317,8	438 999,3	475 516,1	520 079,1	569 717,8
Zobowiązania i rezerwy	383 295,0	468 997,0	472 773,0	507 588,7	518 614,0	527 596,0	517 141,6	498 668,3
Zobowiązania długoterminowe	119 323,0	270 552,0	244 850,0	258 621,4	265 514,6	272 011,7	264 444,0	250 092,6
Długoterminowe oprocentowane	100 842,0	253 366,0	230 421,0	243 998,9	250 576,7	257 154,6	249 732,4	235 310,3
Zobowiązania krótkoterminowe	263 972,0	198 445,0	227 923,0	248 967,3	253 099,4	255 584,3	252 697,6	248 575,8
Krótkoterminowe oprocentowane	148 040,0	40 323,0	71 982,0	77 915,4	80 848,7	83 782,1	80 715,5	74 648,8
Pasywa razem	709 564,0	802 960,0	794 015,0	818 932,4	824 444,1	837 086,2	842 470,7	846 943,9

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

Prognoza przepływów finansowych.

CASH FLOW (w tys. zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CF Operacyjny	120 692,0	124 121,0	98 169,0	83 085,1	101 740,6	112 973,7	130 067,0	141 142,2
CF Inwestycyjny	-124 813,0	-108 529,0	-47 467,0	-33 030,0	-33 030,0	-33 030,0	-33 030,0	-33 030,0
CF Finansowy	-12 798,0	-16 111,0	-43 770,0	-59 860,5	-70 771,5	-73 673,1	-97 995,2	-112 456,2
Przepływy pieniężne netto	-16 919,0	-519,0	6 932,0	-9 805,3	-2 060,9	6 270,6	-958,2	-4 344,0
Środki pieniężne na początek okresu	36 337,0	15 513,0	16 190,0	19 916,0	10 110,7	8 049,8	14 320,4	13 362,2
Środki pieniężne na koniec okresu	15 513,0	16 190,0	19 916,0	10 110,7	8 049,8	14 320,4	13 362,2	9 018,2

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

Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE (w tys. zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	14,5%	-3,2%	-0,4%	17,5%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
EBITDA zmiana r/r	27,4%	-18,2%	-4,7%	9,6%	5,5%	9,3%	12,4%	8,0%
EBIT zmiana r/r	29,8%	-26,4%	-8,0%	17,1%	7,5%	12,7%	16,5%	10,3%
Zysk netto zmiana r/r	37,6%	-25,4%	-35,9%	31,0%	13,5%	19,0%	22,0%	11,4%
Marża brutto na sprzedaży	42,1%	39,7%	38,4%	38,5%	39,0%	40,0%	41,0%	41,0%
Marża EBITDA	16,6%	14,0%	13,4%	12,5%	13,0%	14,0%	15,4%	16,4%
Marża EBIT	12,5%	9,5%	8,8%	8,7%	9,2%	10,2%	11,7%	12,7%
Marża brutto	12,7%	9,7%	6,7%	7,1%	8,0%	9,3%	11,2%	12,3%
Marża netto	10,5%	8,1%	5,2%	5,8%	6,5%	7,6%	9,1%	10,0%
COGS / Przychody	87,3%	90,5%	91,3%	91,4%	90,9%	89,9%	88,4%	87,4%
SG&A / Przychody	29,8%	30,5%	30,4%	30,3%	30,3%	30,3%	29,8%	28,8%
SG&A / COGS	34,1%	33,6%	33,3%	33,1%	33,3%	33,7%	33,7%	32,9%
ROE	29,4%	21,2%	14,1%	16,9%	17,5%	18,9%	20,6%	20,6%
ROA	12,1%	8,0%	5,2%	6,6%	7,4%	8,7%	10,6%	11,7%
Dług	248 882,0	293 689,0	302 403,0	321 914,2	331 425,5	340 936,7	330 447,9	309 959,1
D/(D+E)	45,9%	49,1%	50,8%	50,2%	48,6%	46,8%	43,4%	39,2%
D/E	84,8%	96,6%	103,2%	100,6%	94,5%	88,1%	76,5%	64,4%
Odsetki / EBIT	2,5%	2,8%	31,6%	23,8%	19,0%	13,8%	8,6%	7,3%
Dług netto	233 369,0	277 499,0	282 487,0	311 803,5	323 375,7	326 616,3	317 085,7	300 940,9
Dług netto / Kapitał własny	79,5%	91,3%	96,4%	97,4%	92,2%	84,4%	73,4%	62,5%
Dług netto / EBITDA	171,4%	249,1%	266,1%	267,9%	263,2%	243,2%	210,1%	184,6%
Dług netto / EBIT	227,6%	367,8%	406,9%	383,4%	369,9%	331,6%	276,3%	237,8%
EV	659 969,7	615 839,7	610 851,7	581 535,1	569 963,0	566 722,4	576 253,0	592 397,8
Dług / EV	37,7%	47,7%	49,5%	55,4%	58,1%	60,2%	57,3%	52,3%
CAPEX / Przychody	12,8%	15,6%	4,4%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%
CAPEX / Amortyzacja	312,3%	343,9%	95,2%	99,8%	98,8%	97,8%	96,8%	95,9%
Amortyzacja / Przychody	4,1%	4,5%	4,6%	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Zmiana KO / Przychody	-10,7%	9,3%	-4,3%	0,0%	-0,4%	0,5%	0,3%	0,3%

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: stopień odrodzenia się ukraińskiego rynku po wojnie, odpływ pracowników na Ukrainę, osłabienie się kursów walut oraz utrudnienia w handlu na skutek nałożonych sankcji na Rosję.

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. 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.

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 oczekiwanych 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: 17 marca 2023 roku, 17:30

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 17 marca 2023 roku, 17:40

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/analitikami przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek 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 Pięknej 20.

<p>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p>www.dmbps.pl</p> <p>dm@dmbps.pl</p>	
<p>Departament Analiz</p>	
<p>Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542</p> <p>Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548</p> <p>Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Jacek Borawski Analityk techniczny</p>
<p>Departament Sprzedaży</p>	
<p>Andrzej Maliszewski, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży andrzej.maliszewski@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53-95-521</p> <p>Dariusz Stasiak, MPW Z-ca-Dyrektora Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53 95 084</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511</p> <p>Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>

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

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czamecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEM	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner