

29.09.2022 08:36

Dane podstawowe

Rekomendacja	Trzymaj
Cena docelowa [PLN]	67,0
Wycena DCF [PLN]	58,7
Wycena porównawcza [PLN]	86,7
Cena rynkowa [PLN]	64,2
Pot.wzrostu/spadku [%]	4,36%
Kapitalizacja [mln PLN]	810,1
Free float	19,1%
Sektor	materiały budowlane
Kod GPW	SKA
Bloomberg	SKA PW

Analitik:
Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki:

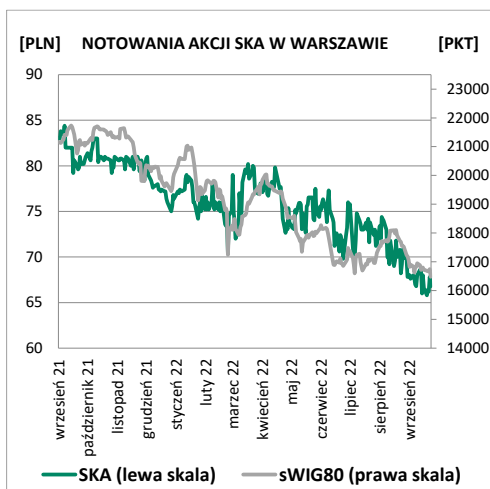
Śnieżka jest producentem farb i lakierów. Działalność spółki obejmuje produkcję farb emulsyjnych, olejno-ftalowych oraz mas szpachlowych. Podstawowym rynkiem zbytu jest dla spółki rynek polski, jednak wytwarzane produkty są eksportowane także na Ukrainę, Białoruś oraz do pozostałych krajów Europy Wschodniej.

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

* z podmiotami powiązanymi



ŚNIEŻKA S.A.

Raport Analityczny

W branży budowlanej dopiero wyniki po pierwszym półroczu (starcie sezonu) dostarczają wiarygodnego obrazu kondycji spółek z sektora w danym roku. Biorąc pod uwagę wszystkie wydarzenia, które miały miejsce na przestrzeni pierwszego półrocza, tj. inwazja Rosji na Ukrainę, wzrost kosztów energii i surowców, wysoka inflacja i podwyżki stóp procentowych, inwestorzy spodziewali się, że ten rok będzie dla sektora wyjątkowo wymagający. Na tym tle wyniki Śnieżki uważamy za dość dobre. Grupa w pierwszym półroczu odnotowała przychody na poziomie 403,4 mln zł, czyli niewiele poniżej wartości osiągniętych w latach poprzednich oraz niewielki spadek marży operacyjnej z 11,2% do 10,5%, biorąc pod uwagę obserwowalny wzrost kosztów. Uważamy, że gdyby nie ponad pięciokrotny wzrost kosztów finansowych, również wynik netto byłby satysfakcjonujący dla inwestorów. Korygujemy zatem nasze poprzednie prognozy, uwzględniając również wzrost premii za ryzyko dla kraju i uważamy, że rynek prawidłowo skorygował cenę akcji do aktualnego poziomu ok. 64 zł. Pozostając jednak optymistycznie nastawieni do Spółki utrzymujemy naszą rekomendację „Trzymaj”, obniżając cenę docelową z 87 zł do 67 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]	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	794 863	722 634	818 988	835 050	851 112	867 174
EBITDA	111 418	103 069	123 712	123 865	125 360	134 708
<i>marża EBITDA</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,5%</i>
EBIT	75 455	64 609	86 754	88 456	90 157	100 530
Wynik netto	64 340	53 739	69 981	70 790	73 215	81 230
Kapitał własny	374 747	325 407	352 717	353 033	381 289	384 732
Dług netto	129 286	271 243	243 181	231 121	202 327	190 911
P/E	12,6	15,1	11,6	11,4	11,1	10,0
P/BV	2,2	2,5	2,3	2,3	2,1	2,1
EV/EBITDA	8,4	10,5	8,5	8,4	8,1	7,4
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.

Inicjujący Raport Analityczny

Spis treści

1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W I PÓŁROCZU 2022 r.....	3
2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
3. WYCENA	9
4. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	11
5. CZYNNIKI RYZYKA	14
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	17

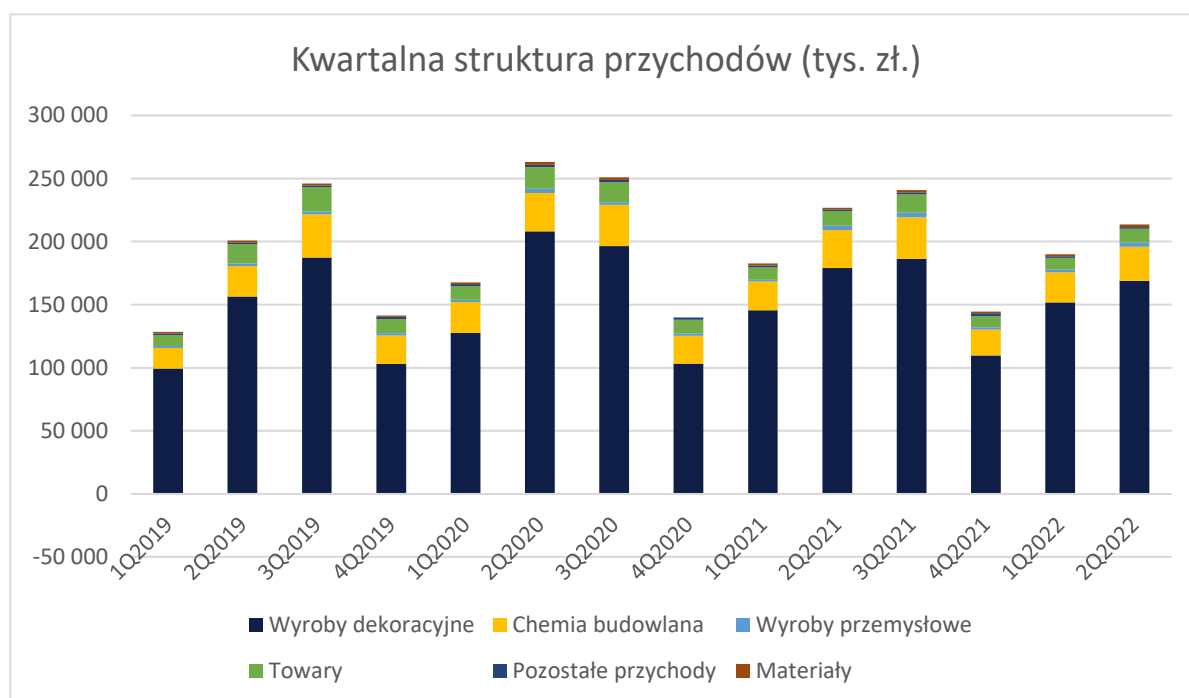
1. PODSUMOWANIE WYNIKÓW OSIĄGNIĘTYCH W I PÓŁROCZU 2022 r.

Śnieżka odnotowała w I półroczu 2022 roku skumulowane przychody ze sprzedaży na poziomie 403,4 mln zł, co jest wynikiem o 1,5% niższym niż w analogicznym okresie 2021 roku oraz jedynie 6,4% niższym w porównaniu do rewelacyjnego I półrocza 2020 roku. Niestety spodziewany i widoczny wzrost kosztów spowodował, że już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży wynik jest zdecydowanie słabszy zarówno w porównaniu do I półrocza 2021 roku (-5,2%) oraz 2020 roku (-14%). Śnieżka proporcjonalnie do spadku przychodów ze sprzedaży w porównaniu do I półrocza 2021 roku, odnotowała silniejszy spadek kosztów sprzedaży (o 9,3%). Wzrost kosztów ogólnego zarządu o 9,8% do 48,37 mln zł, wpłynął jednak na pogorszenie wyniku operacyjnego. Rentowność operacyjna spadła z 11,2% w I półroczu 2021 roku do 10,5% w analogicznym okresie 2022 roku. Na wyniku netto zaciążyły koszty finansowe (odsetki od zaciągniętych kredytów), które w ostatnich miesiącach znacząco wzrosły w związku z podwyżkami stóp procentowych. Zysk netto w I półroczu 2022 roku wyniósł 22,98 mln zł i był o 16 mln zł niższy w stosunku do I półrocza 2021 roku (-41,1%) oraz o 29,41 mln zł niższy w porównaniu do analogicznego okresu 2020 roku (-56,1%).

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	1Q 2022	2Q 2022
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	189 877,0	213 499,0
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	179 123,0	200 788,0
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	9 250,0	10 774,0
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	1 504,0	1 937,0
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	72 976,0	85 524,0
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	31 898,0	37 664,0
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	22 144,0	26 227,0
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	-1 110,0	2 884,0
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	26 648,0	33 792,0
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	17 824,0	24 517,0
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	57,0	290,0
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	3 688,0	6 104,0
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	0,0	71,0
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	14 193,0	18 774,0
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	11 969,0	11 012,0
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%	38,4%	40,1%
Marża EBITDA	17,6%	15,8%	20,9%	0,7%	16,8%	20,0%	20,5%	2,8%	16,9%	14,4%	16,5%	5,6%	14,0%	15,8%
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%	6,3%	5,2%

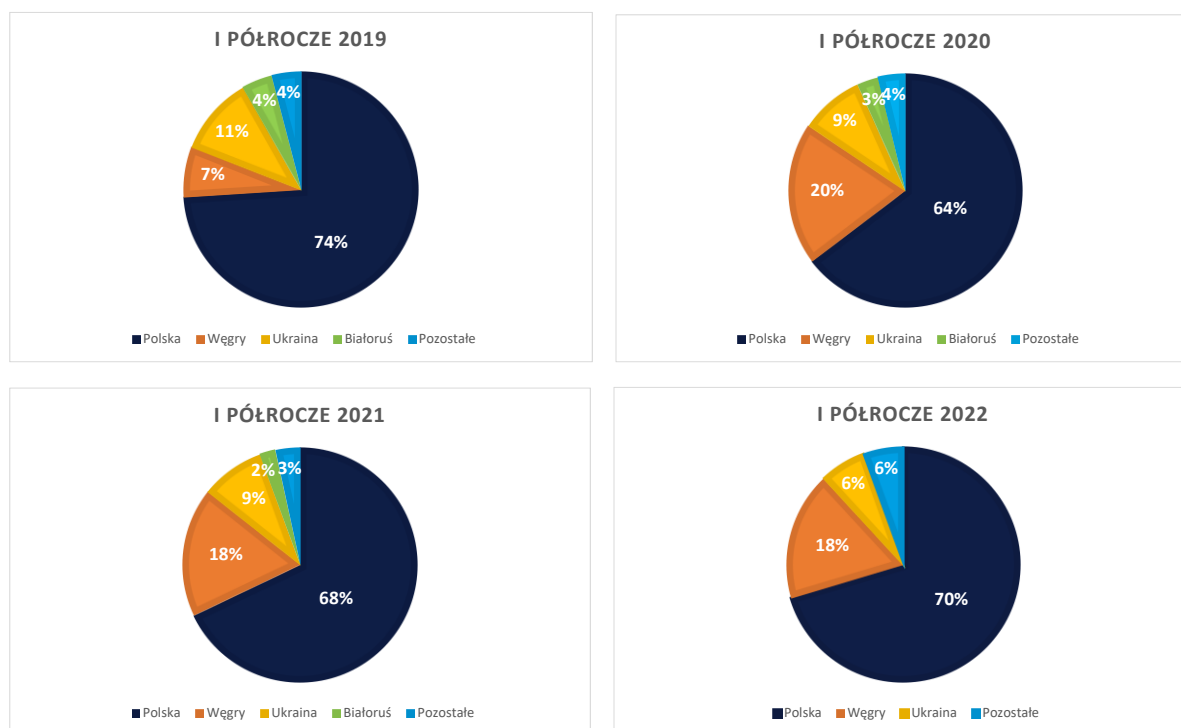
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe

W strukturze przychodów według kategorii produktowych dominują wyroby dekoracyjne (głównie farby i lakiery), które stanowiły 79,5% obrotu (wzrost o 0,3% pp. r/r). Na drugim miejscu znajduje się chemia budowlana, której udział w obrocie również spadł z 12,9% w I półroczu 2021 roku do 12,6% w I półroczu 2022 r. Niewielki spadek przychodów w ujęciu wartościowym, biorąc pod uwagę aktualizację cenników, które Śnieżka wdrożyła w odpowiedzi na wzrost cen surowców, opakowań oraz energii oznacza większy spadek wolumenowy. Po części odpowiada za niego duży spadek sprzedaży na rynku ukraińskim spowodowany toczącą się wojną. Zarząd Śnieżki jednak również uwagę na pogarszające się nastroje klientów w Polsce oraz słabnący popyt na rynku krajowym.



Źródło: Spółka, prezentacja wyników za I półrocze 2022

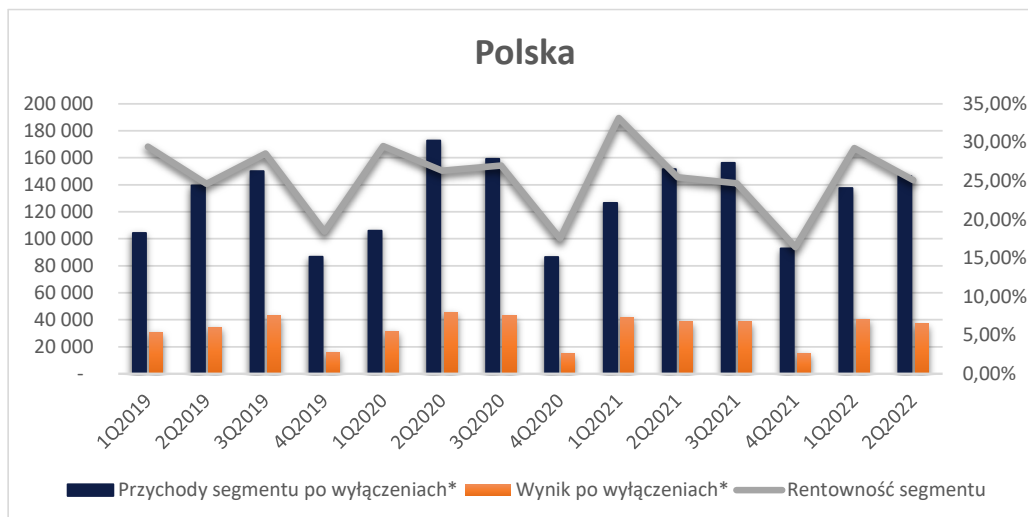
Struktura geograficzna sprzedaży



Źródło: Spółka, prezentacja wyników za I półrocze 2022 r.

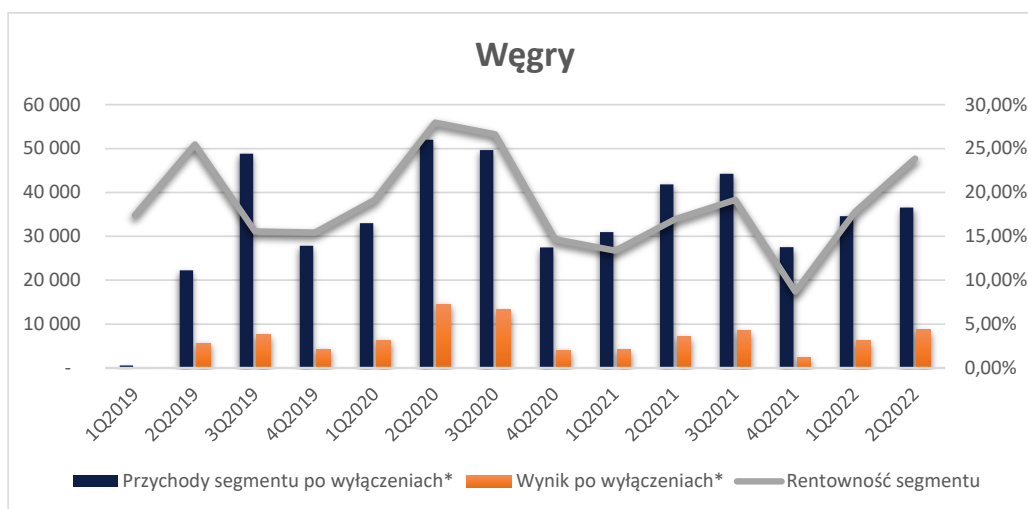
Od momentu przejęcia węgierskiego Poli-Farbe w 2019 roku, udział tego rynku w strukturze sprzedaży Grupy utrzymuje się na stabilnym poziomie 18-20%. Maleje udział rynku białoruskiego, który od I kwartału 2022 jest ujmowany w kategorii pozostałe rynki.

Wraz ze spadkiem udziału rynku ukraińskiego (z 9% do 6% w I półroczu 2022), wzrósł udział rynku polskiego, który obecnie generuje ok. 70% 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 przejścia węgierskiego Poli-Farbe Grupa koncentruje swoje działania sprzedażowe i marketingowe na Polsce i Węgrzech, czyli na rynkach które łącznie odpowiadają za ok. 90% przychodów, jest mało prawdopodobne, aby struktura sprzedaży uległa znaczącej zmianie w najbliższym czasie.



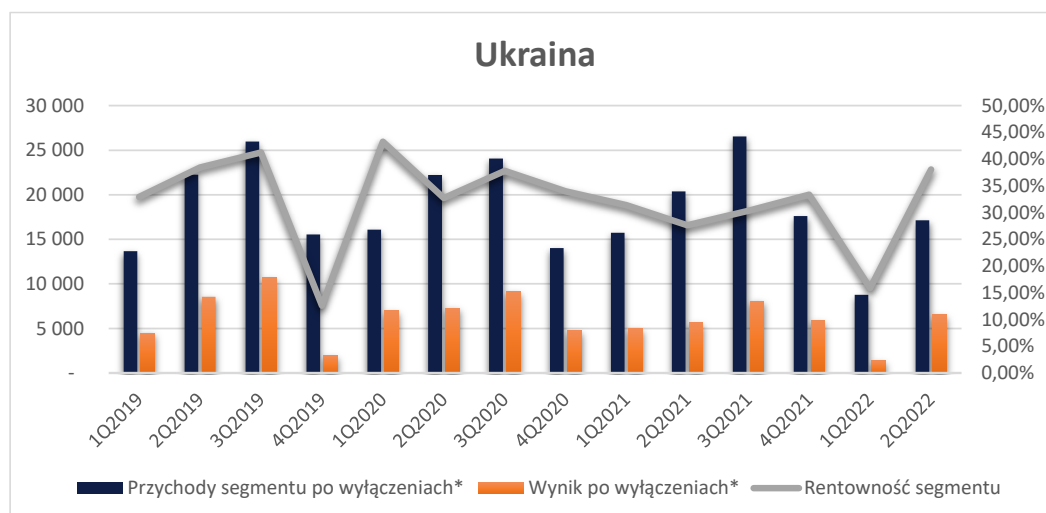
Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Na rynku polskim, który posiada dominujący udział w strukturze sprzedaży rentowność utrzymuje 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 poczynszy od zakupu surowców, przez produkcję i gamę produktów, na sprzedaży i dystrybucji skończywszy powoli przynoszą efekty, a także klienci na kluczowym na Grupy rynku wykazują tendencję do przechodzenia w kierunku produktów premium, wraz ze wzrostem ich zamożności.



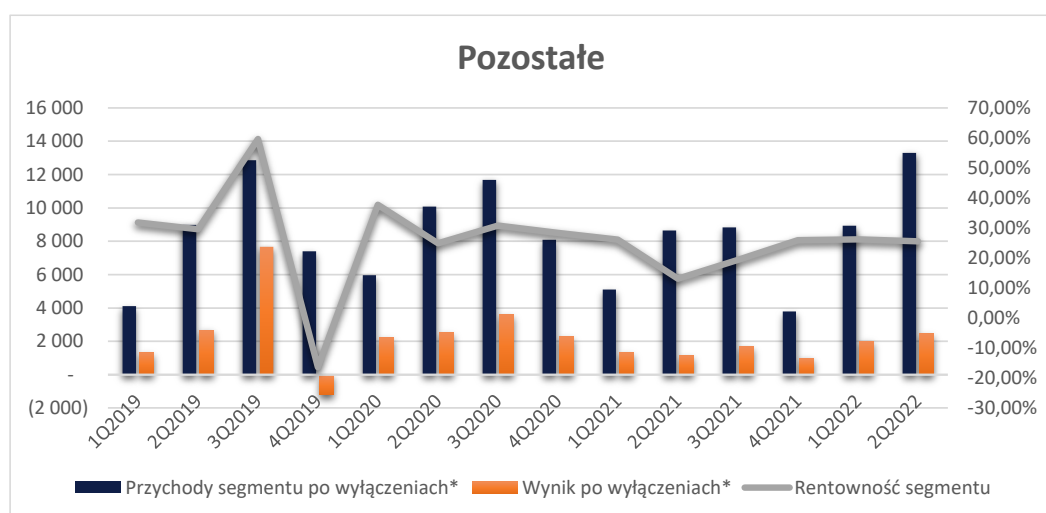
Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

Na Węgrzech w drugim kwartale 2022 został odnotowany widoczny wzrost rentowności, co prawdopodobnie wynika z wdrażanych przez Śnieżkę procesów synergii kosztowych z Poli-Farbe oraz tworzenia centrów kosztowych wspólnych dla całej Grupy, takich jak centrala, IT, marketing etc w Polsce. Dodatkowo podobnie jak w Polsce, na Węgrzech również są obserwowane tendencje do przechodzenia klientów w kierunku produktów premium.



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.

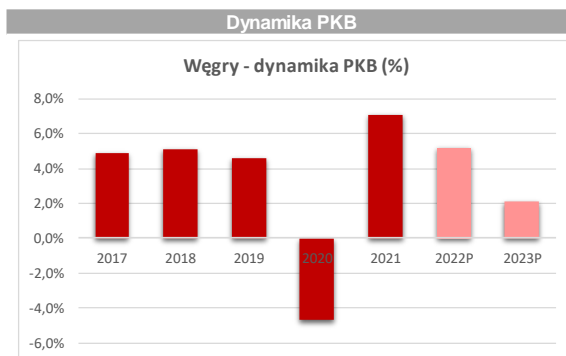
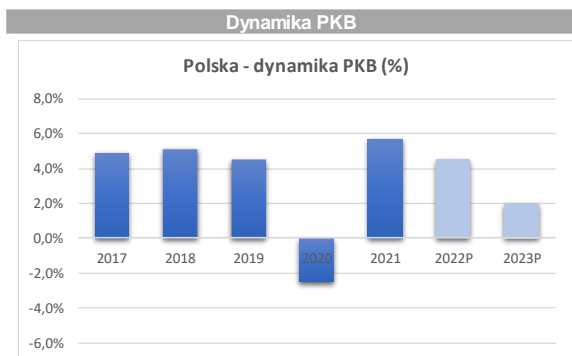


Źródło: Spółka, koszty po wyłączeniach = przychody ze sprzedaży – koszt własny sprzedaży oraz część kosztów sprzedaży

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

2. OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

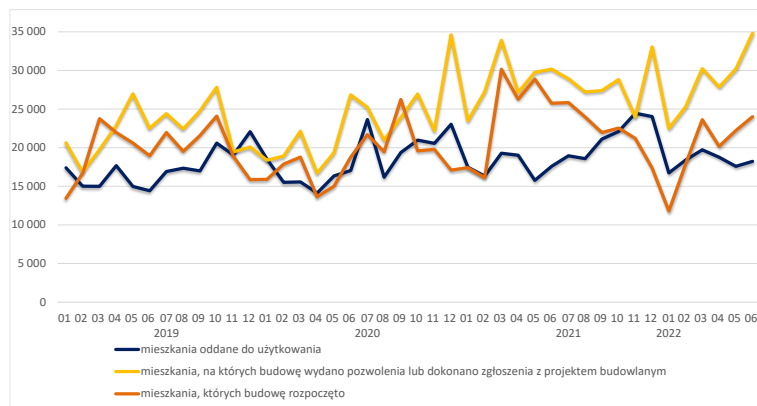
Bieżący rok jest wyjątkowo wymagający dla producentów materiałów oraz całej branży budowlanej. Już od ubiegłego roku zaczęła się nasilać presja ze strony drożących surowców stosowanych do produkcji chemii budowlanej, podnosząc koszty oraz ucinając marże. Spowodowane to było ograniczoną ich dostępnością, 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. Dodatkowo branża budowlana oraz transport zaczęły się zmagać z problemem odpływu pracowników z Ukrainy powracającymi do kraju. 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 4,5% i 5,2% w 2022 roku oraz 2,0% i 2,1% na rok 2023.



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

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

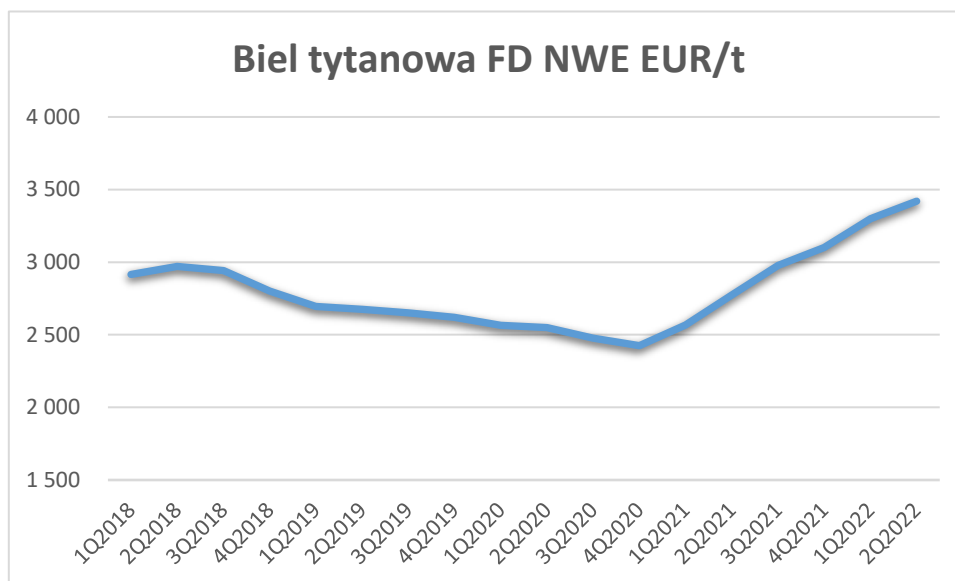
Powyższe prognozy nie wyglądają zbyt optymistycznie, jednak dane z polskiej gospodarki za I półrocze 2022 jeszcze nie wysyłają sygnałów nadchodzącej recesji. Produkcja przemysłowa wzrosła o 13,6% wobec analogicznego okresu ubiegłego roku. Produkcja budowlano-montażowa osiągnęła w tym samym okresie wzrost rzędu 12,0%. Wzrosła liczba mieszkań oddanych do użytku o 109,4 tys. (+3,8%). 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 jest 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 spadek sprzedaży produktów Śnieżki w 2023 roku, 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
- Zarząd Śnieżki poinformował na ostatniej konferencji o zakontraktowaniu cen gazu na przyszły rok
- 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 I półroczu 2022 historycznie wysokie poziomy. 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 59 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 87 zł.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	87
Wycena DCF	75%	59
Cena wynikowa		66
Cena docelowa na koniec roku 2022		67

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		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PPG INDUSTRIES INC	113,30	132 769,2	17,0	14,0	12,3	4,0	4,3	3,6	12,6	10,9	10,0
AKZO NOBEL N.V.	58,10	49 744,8	16,8	11,8	10,2	2,0	1,9	1,8	11,1	9,0	8,1
RPM	85,49	55 009,1	23,3	19,3	17,4	5,6	4,8	4,3	15,6	13,4	12,4
SHERWIN	213,07	275 380,7	24,7	20,5	18,0	19,9	16,4	14,6	18,4	15,8	14,6
FULLER	61,81	16 432,2	14,7	13,2	12,0	1,9	1,8	1,6	9,5	8,8	8,3
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	22,10	24 305,3	13,7	10,7	9,0	3,2	2,8	2,6	9,8	8,5	7,9
CARLISLE COS INC	281,49	72 604,2	13,9	13,1	12,7	4,4	3,4	2,9	10,7	10,0	9,0
Mediana	-	-	16,8	13,2	12,3	4,0	3,4	2,9	11,1	10,0	9,0
SNIEZKA	64,20	810,1	9,4	12,6	15,1	2,1	2,0	2,3	9,4	7,8	7,8
premia (dyskonto)			-0,4	0,0	0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Implikowana wycena	-	1 094,0	1 444,9	846,1	661,3	1 541,8	1 406,6	1 016,2	963,7	1 033,6	932,2
Wycena 1 akcji (PLN)			86,71								

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Założenia do modelu DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,29 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 09.2020-09.2022). (poprzednio: 0,30)
- ✚ Premia za ryzyko: 7,19%. (poprzednio: 5,08%)
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 7,00% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y), (poprzednio: 4,90%), zakładamy wzrost o 0,5 pp r/r w roku 2022 i 2023, a następnie proporcjonalny spadek
- ✚ 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	103 068,6	123 712,1	123 865,0	125 359,9	134 707,6	135 210,3
EBIT	75 455,0	64 608,8	86 754,3	88 455,7	90 157,1	100 530,3	101 032,9
Stopa podatkowa	16%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
NOPLAT	63 205,0	52 979,2	71 138,5	72 533,7	73 928,8	82 434,8	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)	-50 629,0	52 105,8	73 289,7	65 927,3	74 735,4	75 861,8	76 274,0
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,90	0,82	0,76	0,70	0,64
DFCF		50 985,5	65 699,7	54 256,8	56 571,5	52 937,0	49 065,6
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		956 251,2					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		615 138,1					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		895 588,6					
Dług netto/(gotówka netto)		154 930,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		740 658,3					
Liczba akcji [w tys.]		12617,8					
Cena jednej akcji [PLN]		59					
Przychody zmiana r/r		-9,1%	13,3%	2,0%	1,9%	1,9%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-14,4%	34,3%	2,0%	1,9%	11,5%	0,5%
FCF zmiana r/r		-202,9%	40,7%	-10,0%	13,4%	1,5%	0,5%
Marża EBITDA		14,3%	15,1%	14,8%	14,7%	15,5%	15,5%
Marża EBIT		8,9%	10,6%	10,6%	10,6%	11,6%	11,6%
Marża NOPLAT		7,3%	8,7%	8,7%	8,7%	9,5%	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 8,7
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w 68,7%

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Stopa wolna od ryzyka	7,50%	8,00%	7,50%	7,00%	6,50%	6,5%
Premia za ryzyko	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Beta	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Beta (zlewarowana)	0,52	0,49	0,49	0,46	0,45	0,45
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,5%	11,0%	10,3%	9,7%	9,7%
Udział kapitału własnego	40,2%	43,6%	43,4%	47,2%	48,0%	48,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Udział kapitału obcego	59,8%	56,4%	56,6%	52,8%	52,0%	52,0%
WACC	8,90%	9,15%	8,93%	8,72%	8,48%	8,48%

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%	55	55	56	57	57	61	65	69	74
	0,50%	55	56	56	57	58	61	65	70	75
	0,25%	56	56	57	58	58	62	66	70	76
	0,00%	56	57	57	58	59	62	66	71	76
	-0,25%	57	57	58	59	59	63	67	72	77
	-0,50%	57	58	58	59	60	63	68	72	78
	-0,75%	58	58	59	59	60	64	68	73	79
	-1,00%	58	59	59	60	61	64	69	74	80

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	440 807	491 393	501 030	510 667	511 632
<i>zmiana r/r</i>	15,18%	0,82%	-8,09%	11,48%	1,96%	1,92%	0,19%
ZBzS	345 642	315 255	281 827	327 595	334 020	340 445	355 541
<i>zmiana r/r</i>	13,67%	-8,79%	-10,60%	16,24%	1,96%	1,92%	4,43%
<i>marża</i>	42,08%	39,66%	39,00%	40,00%	40,00%	40,00%	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	103 069	123 712	123 865	125 360	134 708
<i>zmiana r/r</i>	27,45%	-18,16%	-7,49%	20,03%	0,12%	1,21%	7,46%
<i>marża</i>	16,58%	14,02%	14,26%	15,11%	14,83%	14,73%	15,53%
EBIT	102 536	75 455	64 609	86 754	88 456	90 157	100 530
<i>zmiana r/r</i>	29,84%	-26,41%	-14,37%	34,28%	1,96%	1,92%	11,51%
<i>marża</i>	12,48%	9,49%	8,94%	10,59%	10,59%	10,59%	11,59%
ZB	103 980	76 810	65 536	85 342	86 330	89 287	99 061
<i>zmiana r/r</i>	31,70%	-26,13%	-14,68%	30,22%	1,16%	3,43%	10,95%
<i>marża</i>	12,66%	9,66%	9,07%	10,42%	10,34%	10,49%	11,42%
ZN	86 194	64 340	53 739	69 981	70 790	73 215	81 230
<i>zmiana r/r</i>	37,59%	-25,35%	-16,48%	30,22%	1,16%	3,43%	10,95%
<i>marża</i>	10,5%	8,1%	7,4%	8,5%	8,5%	8,6%	9,4%

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	-440 806,5	-491 392,9	-501 030,0	-510 667,1	-511 632,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	304 083,0	345 642,4	315 255,0	281 827,1	327 595,3	334 020,0	340 444,7	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	64 416,9	86 536,9	88 234,0	89 931,2	100 300,1
EBITDA	106 824,0	136 146,2	111 418,0	103 068,6	123 712,1	123 865,0	125 359,9	134 707,6
EBIT	78 970,0	102 536,2	75 455,0	64 608,8	86 754,3	88 455,7	90 157,1	100 530,3
Zysk (strata) brutto	78 952,0	103 980,2	76 810,0	65 535,8	85 342,3	86 329,7	89 286,8	99 060,8
Zysk (strata) netto	62 647,0	86 194,2	64 340,0	53 739,3	69 980,7	70 790,4	73 215,2	81 229,9

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	3 838,3	9 297,7	5 522,6	5 479,7	6 967,9
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	325 407,4	352 717,0	353 032,9	381 288,7	384 732,4
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	167 231,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0
Zyski zatrzymane	147 922,0	234 116,2	260 256,2	228 658,4	255 968,0	256 283,9	284 539,7	287 983,4
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 oprocentowane	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 oprocentowane	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	77 450,4	103 297,9	111 336,8	106 134,5	120 501,8
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	-36 367,4	-59 959,2	-78 781,1	-70 053,1	-83 914,7
Przepływy pieniężne netto	29 282,0	-16 919,0	-519,0	-11 946,0	6 497,7	-2 736,9	995,4	2 526,4
Środki pieniężne na początek okresu	5 563,0	36 337,0	15 513,0	16 190,0	3 838,3	9 297,7	5 522,6	5 479,7
Środki pieniężne na koniec okresu	36 337,0	15 513,0	16 190,0	3 838,3	9 297,7	5 522,6	5 479,7	6 967,9

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%	-7,5%	20,0%	0,1%	1,2%	7,5%
EBIT zmiana r/r	-0,9%	29,8%	-26,4%	-14,4%	34,3%	2,0%	1,9%	11,5%
Zysk netto zmiana r/r	-1,2%	37,6%	-25,4%	-16,5%	30,2%	1,2%	3,4%	10,9%
Marża brutto na sprzedaży	42,4%	42,1%	39,7%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%	41,0%
Marża EBITDA	14,9%	16,6%	14,0%	14,3%	15,1%	14,8%	14,7%	15,5%
Marża EBIT	11,0%	12,5%	9,5%	8,9%	10,6%	10,6%	10,6%	11,6%
Marża brutto	11,0%	12,7%	9,7%	9,1%	10,4%	10,3%	10,5%	11,4%
Marża netto	8,7%	10,5%	8,1%	7,4%	8,5%	8,5%	8,6%	9,4%
COGS / Przychody	88,2%	87,3%	90,5%	91,1%	89,4%	89,4%	89,4%	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%	33,3%	33,2%	33,2%	33,2%	33,6%
ROE	23,6%	24,7%	17,2%	16,5%	19,8%	20,1%	19,2%	21,1%
ROA	9,5%	12,8%	9,4%	6,6%	8,7%	8,7%	9,1%	10,1%
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%	49,9%	46,0%	46,0%	41,6%	40,4%
D/E	83,6%	51,0%	45,7%	99,4%	85,2%	85,1%	71,3%	67,7%
Odsetki / EBIT	3,5%	2,5%	2,8%	3,8%	4,9%	5,3%	4,2%	4,2%
Dług netto	185 466,0	162 432,1	154 930,3	319 739,7	291 364,3	295 007,4	266 256,3	253 352,1
Dług netto / Kapitał własny	69,9%	46,6%	41,3%	98,3%	82,6%	83,6%	69,8%	65,9%
Dług netto / EBITDA	173,6%	119,3%	139,1%	310,2%	235,5%	238,2%	212,4%	188,1%
Dług netto / EBIT	234,9%	158,4%	205,3%	494,9%	335,9%	333,5%	295,3%	252,0%
EV	624 595,3	647 629,3	655 131,1	490 321,6	518 697,1	515 053,9	543 805,1	556 709,2
Dług / EV	35,5%	27,5%	26,1%	66,0%	58,0%	58,3%	50,0%	46,8%
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: 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 zaostrzania 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.

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 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: 29 września 2022 roku, 08:50

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 29 września 2022 roku, 08:55

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.

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
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	06.10.2021	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	01.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	08.10.2021	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	18.10.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	17.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	24.11.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	24.11.2021	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	02.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	03.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	10.12.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	10.12.2021	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	30.12.2021	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	30.12.2021	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	04.01.2022	Artur Wizner
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 Czarniecki, 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 Czarniecki
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	Analiza wyników	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