

## Śnieżka

## Omówienie wyników za II kwartał 2022

**Opinia. Neutralnie.** Wyniki za 2Q22 wykazują zarówno pozytywne jak i negatywne czynniki. Z jednej strony topline był słabszy od oczekiwań, dowodząc, że popyt jest nawet niższy od naszych szacunków. Podczas gdy skorygowana EBITDA była zgodna z naszymi oczekiwaniami, niższy wynik netto był pod wpływem czynników jednorazowych i nie powinien być traktowany jako negatywny, choć potencjał dywidendowy nieco się obniżył. Spółka pokazała również spadek przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej r/r. Capex może wymagać kolejnej rewizji w górę. Z drugiej strony spółka, co jest dość zaskakujące, pokazała poprawę marży brutto kw/kw. Podejrzewamy jednak, że mogło to być spowodowane jednorazowym wpływem sprzedaży na Ukrainie i wątpimy, aby marża mogła się jeszcze bardziej poprawić w 3Q22. Pozytywnie należy ocenić również spadek wskaźnika dług netto/EBITDA. Ogólnie rzecz biorąc, spodziewalibyśmy się neutralnej reakcji rynku.

**Przychody.** Spadek przychodów o 6% r/r pokazuje, że pomimo podwyżek cen popyt jest niższy od oczekiwań i sprzedaż jednostkowa musiała być słabsza od naszych szacunków. Największym negatywnym zaskoczeniem był rynek polski i węgierski, które były odpowiednio 15% i 17% poniżej naszych oczekiwań przy 3% i 13% spadku r/r. Ukraina i pozostałe rynki zaskoczyły nas pozytywnie. Szczególnie Ukraina, co jest zastanawiające, biorąc pod uwagę, że sprzedaż pochodzi z kraju ogarniętego wojną. Widzimy dwie możliwe przyczyny takiego stanu rzeczy, jedną z nich jest zwiększona sprzedaż produktów na rynku w sytuacji, gdy przyszła dostępność produktów jest niepewna, a drugą fakt, że ukraińska waluta lekko się umocniła w porównaniu do 1Q22.

**Marża brutto.** Kolejnym pozytywnym zaskoczeniem z raportu jest poziom marży brutto, która wyniosła 40.06% w porównaniu do 38.4% w 1Q22 i 40.08% z 2Q21. Patrząc na segmentację geograficzną spółki i wynik po kosztach poszczególnych rynków widzimy, że szczególnie silna była Ukraina z marżą na poziomie 38.1% w porównaniu do marż dla Polski na poziomie 25.1% i Węgier na poziomie 23.9%. W 1Q22 wyniosły one 15.8% dla Ukrainy oraz 29.2% dla Polski i 17.8% dla Węgier. Dlatego obawiamy się, czy tak dobry wynik dla Ukrainy jest trwały.

**SG&A.** Spółce udało się uzyskać oszczędności w kosztach sprzedaży, które były o 13% niższe od naszych szacunków. Częściowo rekompensują to koszty zarządu, które okazały się o 12% wyższe od naszych oczekiwań.

**EBITDA.** Raportowana EBITDA była o 12% wyższa od konsensusu, jednak po skorygowaniu o zdarzenia jednorazowe była zaledwie o 2% wyższa od szacunków analityków. Spółka zaksięgowła PLN 3.4m w pozostałych przychodach operacyjnych, które domyślamy się, że są prawdopodobnie odwróceniem odpisów, a więc pozycją niegotówkową.

**Zysk netto.** Zaksięgowany zysk netto był o 22% niższy od konsensusu rynkowego i w znacznym stopniu został obciążony przez zdarzenia jednorazowe. Spółka poinformowała, że w związku z decyzją lokalnego organu podatkowego ma zaległy podatek w wysokości PLN 2.6m (z odsetkami PLN 0.9m), co negatywnie wpłynęło na poziom podatku dochodowego i kosztów finansowych w kwartale. Powtarzający się wynik netto jest zbliżony do oczekiwanego.

**Przepływy pieniężne.** Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej Śnieżki na poziomie PLN 27m były o 44% niższe r/r, na co duży wpływ miał wzrost

## Śnieżka

SPRZEDAŻ  
FV PLN 50.77

26% potencjału spadku

Cena bieżąca 13 września 2022 PLN 68.40

Analityk

Michał Pilch

należności, który został w całości pokryty przez wzrost zobowiązań. Zapasy spadły o PLN 3.8m, co może być kolejnym sygnałem niskiego popytu. Podczas gdy w ostatnim raporcie podnosiliśmy naszą prognozę capexu na 2022 rok do PLN 60m, poziom PLN 35m po I poł roku może sugerować dalszą rewizję.

**Zadłużenie.** Dług brutto wzrósł o PLN 2.5m, ale poziom gotówki był wyższy o PLN 15m. Spadek zadłużenia netto spowodował spadek wskaźnika dług netto/EBITDA do 3.1x z 3.3x w poprzednim kwartale.

Wykres 1. Śnieżka kwartalne wyniki

PLN mln	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	r/rkw./kw.	2Q22E	IPOP 2Q22E	Kons 2Q22	Wyniki vs. kons.	
Przychody	167.8	263.3	251.1	139.1	182.6	226.9	240.8	144.5	189.9	213.5	-6%	12%	234.3	-9%	<b>236.4</b>	-10%
Polska	106.0	172.8	159.2	86.4	126.6	151.5	156.2	92.8	137.5	146.5	-3%	7%	171.5	-15%		
Węgry	33.0	52.0	49.6	27.4	31.0	41.8	44.2	27.5	34.6	36.6	-13%	6%	43.8	-17%		
Ukraina	16.1	22.2	24.1	14.0	15.7	20.4	26.6	17.6	8.8	17.1	-16%	95%	9.0	90%		
Pozostałe	12.7	16.3	18.2	11.2	9.3	13.2	13.9	6.6	8.9	13.3	1%	49%	10.0	33%		
Koszt własny sprzedaży	96.0	150.8	143.9	85.1	106.3	136.0	145.3	92.0	116.9	128.0	-6%	9%	146.5	-13%		
<b>Zysk brutto</b>	<b>71.8</b>	<b>112.6</b>	<b>107.3</b>	<b>54.0</b>	<b>76.3</b>	<b>90.9</b>	<b>95.5</b>	<b>52.5</b>	<b>73.0</b>	<b>85.5</b>	-6%	17%	<b>87.9</b>	-3%		
<i>Marża brutto</i>	<i>43%</i>	<i>43%</i>	<i>43%</i>	<i>39%</i>	<i>42%</i>	<i>40%</i>	<i>40%</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>	<i>40%</i>	<i>0pp</i>	<i>1.6pp</i>	<i>38%</i>	<i>2.6pp</i>		
Pozostałe przychody operacyjne	0.2	0.7	0.5	0.1	1.4	0.7	0.5	-0.3	1.5	3.4						
Pozostałe koszty operacyjne	0.8	0.6	0.8	1.3	2.5	0.1	0.7	-1.3	2.6	0.5						
Koszty sprzedaży	32.2	46.0	44.4	33.7	31.8	44.9	43.8	31.4	31.9	37.7	-16%	18%	43.4	-13%		
Koszty ogólnego zarządu	18.9	22.7	19.6	23.7	21.4	22.7	21.0	23.1	22.1	26.2	16%	18%	23.4	12%		
<b>EBIT</b>	<b>20.1</b>	<b>44.1</b>	<b>43.0</b>	<b>-4.6</b>	<b>22.0</b>	<b>24.0</b>	<b>30.6</b>	<b>-1.1</b>	<b>17.8</b>	<b>24.5</b>	2%	38%	<b>21.1</b>	16%	<b>21.3</b>	15%
Deprecjacja	8.0	8.5	8.5	8.5	8.8	8.8	9.2	9.2	8.8	9.3	6%	5%				
<b>EBITDA</b>	<b>28.1</b>	<b>52.6</b>	<b>51.5</b>	<b>3.9</b>	<b>30.8</b>	<b>32.7</b>	<b>39.8</b>	<b>8.1</b>	<b>26.6</b>	<b>33.8</b>	3%	27%	<b>29.9</b>	13%	<b>30.3</b>	12%
Marża EBITDA	17%	20%	21%	3%	17%	14%	17%	6%	14%	16%	1.4pp	1.8pp				
<b>skor. EBITDA</b>	<b>28.7</b>	<b>52.5</b>	<b>51.8</b>	<b>5.1</b>	<b>31.9</b>	<b>32.2</b>	<b>40.0</b>	<b>7.1</b>	<b>27.8</b>	<b>30.9</b>	-4%	11%	<b>29.9</b>	3%		
Marża skor. EBITDA	17%	20%	21%	4%	17%	14%	17%	5%	15%	14%	0.3pp	-0.1pp				
Przychody finansowe	0.0	1.2	1.1	1.2	0.1	1.5	0.5	1.0	0.1	0.3	-81%	409%				
Koszty finansowe	1.1	1.0	0.7	-0.2	0.9	0.7	1.2	-0.7	3.7	6.1	761%	66%				
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>19.0</b>	<b>44.6</b>	<b>43.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>21.3</b>	<b>25.0</b>	<b>30.1</b>	<b>0.5</b>	<b>14.2</b>	<b>18.8</b>	-25%	32%				
Podatek dochodowy	3.7	7.5	8.0	-1.5	3.9	3.3	4.8	0.4	2.2	7.8	136%	249%				
%	19.4%	16.9%	18.4%	45.3%	18.5%	13.2%	16.0%	85.6%	15.7%	41.3%	28.2pp	25.7pp				
<b>Zysk netto (j.d.)</b>	<b>14.2</b>	<b>33.6</b>	<b>32.6</b>	<b>-2.5</b>	<b>16.3</b>	<b>20.2</b>	<b>23.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>11.1</b>	<b>8.9</b>	-56%	-20%	<b>12.8</b>	-31%	<b>11.4</b>	-22%
Marża netto	8.5%	12.8%	13.0%	-1.8%	8.9%	8.9%	9.7%	0.0%	5.8%	4.2%	-4.7pp	-1.7pp				
<b>Przepływy pieniężne</b>																
Przepływy pien. z dział. oper.	2.4	56.8	62.7	-1.2	-8.1	48.5	67.3	33.8	-51.9	27.0	-44%	na				
Capex	-41.3	-21.5	-23.2	-40.8	-24.6	-17.7	-35.4	-32.8	-18.2	-16.9	-5%	-7%				
FCF	-38.9	35.3	39.5	-42.0	-32.7	30.9	31.9	1.0	-70.1	10.1	-67%	na				
<b>Bilans</b>																
Dług netto	225.7	197.7	193.0	233.4	267.3	290.4	262.6	277.5	352.4	339.8						
Dług netto/EBITDA	2.0	1.5	1.4	1.7	1.9	2.4	2.4	2.5	3.3	3.1						

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NIł - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

## IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2022 – 30 czerwca 2022)

	Liczba	%
Kup	17	71%
Trzymaj	5	21%
Sprzedaj	2	8%
Suma	17	100%

## Historia ratingów – Śnieżka

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
04/07/2022	SPRZEDAJ	PLN 53,27	PLN 75,00	Michał Pilch
14/12/2021	SPRZEDAJ	PLN 64,61	PLN 77,80	Michał Pilch
08/09/2021	SPRZEDAJ	PLN 71.39	PLN 83.40	Michał Pilch
08/12/2020	ZAWIESZONA	-	-	-
10/07/2020	KUPUJ	PLN 97.30	PLN 86.00	Piotr Jusiński