

Śnieżka

Blaknący popyt, rosnące koszty

Wznawiamy pokrycie analityczne spółki Śnieżka rekomendacją **SPRZEDAJ** i wartością godziwą na poziomie 71.39 zł na akcję, co oznacza 14% potencjał spadkowy. Nasze nastawienie opiera się na założeniu, że sprzedaż firmy ulegnie pogorszeniu po pandemicznym szaleństwie, a klienci przestawią się na inny rodzaj wydatków, czego nie byli w stanie dokonać w 2020 roku. Ponadto spodziewamy się negatywnej presji ze strony kosztów materiałów (żywice, biel tytanowa) w tym roku i w 2022E – rzeczywistość z jaką boryka się duża część spółek przemysłowych. Zakładamy, że synergia z Poli-Farbe zostały w większości wykorzystane i fakt podwyżek stóp procentowych na Węgrzech może negatywnie wpłynąć na przyszłą rentowność oddziału. Tym samym prognozujemy EBITDA na poziomie 114.7 mln zł, 114.9 mln zł i 127 mln zł odpowiednio w 2021, 2022 i 2023 roku wobec 136.1 mln zł w 2020 roku.

Rynek rok po pandemii. Silny popyt, który pojawił się podczas pandemii, wynikał z niecodziennej sytuacji na świecie i prawdopodobnie nie powtórzy się w roku obecnym. Efekt przesunięcia wydatków konsumenckich na wystrój oraz wyposażenie gospodarstw domowych domu z wydatków na podróże i kulturę prawdopodobnie odwróci się w 2021r. Tym samym spodziewamy się niewielkiego spadku sprzedaży w 2021r. (-2.1%). Niemniej jednak nadal zakładamy niewielki wzrost w kolejnych latach ze względu na pewną stabilizację wydatków konsumenckich i ekspansję na Węgrzech. Bardziej widoczne odbicie sprzedaży będzie prawdopodobnie utrudnione przez zbliżające się podwyżki stóp procentowych w Polsce i już wprowadzane na Węgrzech.

Rosnące koszty materiałów. Czynnikiem, który może mieć kluczowe znaczenie w bieżącym i przyszłym roku, są rosnące koszty materiałów, które nawet jeśli zaczną spadać w nadchodzących miesiącach, mogą wpłynąć na marżę również w 2022r. Po pierwsze może to być spowodowane przedłużającym się stopniowym i nieznacznym spadkiem kosztów materiałów (tak jak miało to miejsce w 2011r., kiedy firma notowała wysokie koszty bieli tytanowej). Po drugie, istnieje pewne opóźnienie w przenoszeniu tych kosztów z zapasów na koszt sprzedanych produktów, co może również przedłużyć ich negatywny wpływ. Oczekujemy, że marża EBITDA spadnie do 14-15% w latach 2021-23E.

Wydatki inwestycyjne. Śnieżka jest w trakcie realizacji inwestycji mających na celu usprawnienie procesu produkcyjnego. W związku z tym oczekujemy 100 mln zł nakładów inwestycyjnych w tym roku i stopniowego powrotu do 45 mln zł nakładów utrzymaniowych w 2023r. (50 mln zł w 2022r.). Zatem, zakładamy że Śnieżka będzie w stanie wypłacać dywidendę na poziomie ok. 4.5-6% stopy dywidendy od 2023E i utrzymanie 80% wskaźnika wypłaty dywidendy w długim okresie (w 2022E oczekujemy niższego DPR ze względu na wysokie nakłady inwestycyjne w 2021r.). Nasze oczekiwania przekładają się na DPS w wysokości 2.9 zł na akcję do zapłacenia w 2022E i 3.9 zł w 2023E.

Tabela 1. Śnieżka podsumowanie prognoz

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody (PLN mln)	586.8	717.1	821.3	803.9	812.0	831.8
EBITDA (PLN mln)	98.4	106.8	136.1	114.7	114.9	127.0
EBIT (PLN mln)	79.6	79.0	102.5	81.1	74.8	85.8
Zysk netto (PLN mln)	61.6	59.5	78.0	60.5	54.2	63.0
EPS (PLN)	5.0	5.0	6.8	5.3	4.9	5.5
DPS (PLN)	2.2	2.6	2.6	3.6	2.9	3.9
P/E (x)	14.6	16.0	13.0	15.6	17.2	15.0
EV/EBITDA (x)	10.0	11.1	10.0	11.5	11.3	10.1

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sektor przemysłowy

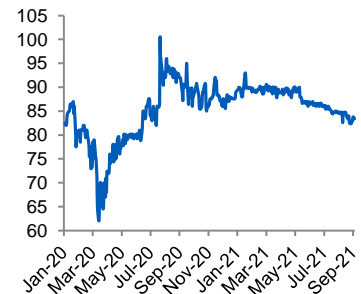
Śnieżka

SPRZEDAJ FV PLN 71.39

14% potencjału spadku

Cena z dnia 6 września 2021 PLN 83.40

Reinicjacja



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	12.6
Kapitalizacja (EUR m)	232.6
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.6
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	81.60/91.20
Waga w WIG (%)	0.11%
Reuters	SKA.WA
Bloomberg	SKA.PW

Stopa zwrotu

1M	-1.4%
3M	-3.5%
12M	-9.4%

Akcjonariusze (% akcji)

Pan Stanisław Cymbor	20.14%
Pan Jerzy Pater	20.14%
OFE Aviva Santander	11.58%
Pan Rafał Mikrut	10.07%
Pan Piotr Mikrut	10.07%
OFE NN	9.35%
Pozostali	18.65%

Analitycy

Michał Pilch

Spis treści

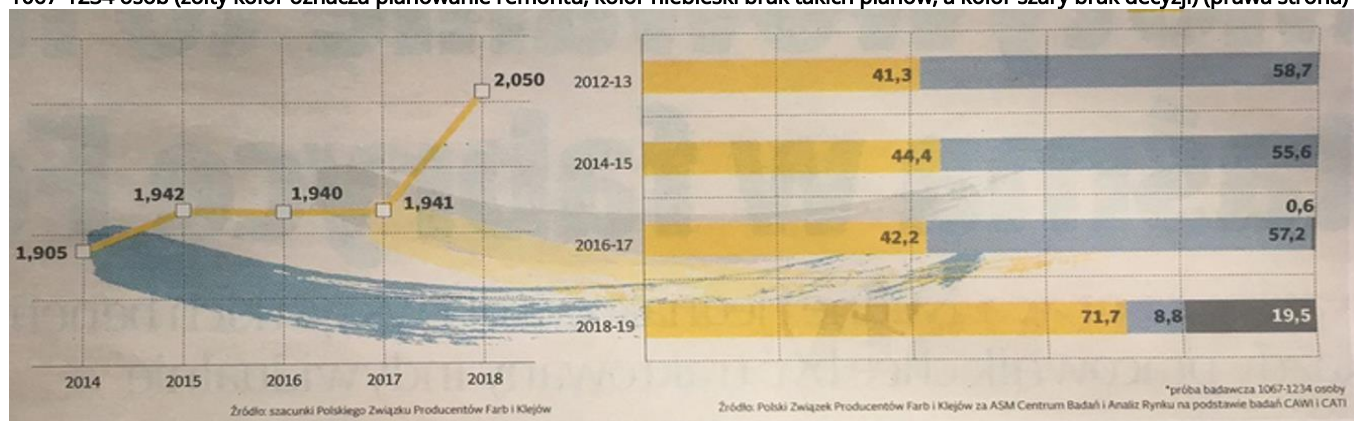
Spis treści	3
Teza inwestycyjna	4
Rzeczywistość po pandemii może okazać się rozczarowująca	4
Długoterminowe perspektywy dla sektora	5
Podstawowe informacje o spółce.....	6
Trzyletni plan inwestycyjny.....	7
Poli-Farbe – większość synergii wykorzystana już w 2020 roku.....	8
Rosnące koszty półproduktów.....	8
Sezonowość wyników	10
Perspektywy polskiego rynku farb	10
Perspektywy ukraińskiego/białoruskiego rynku farb.....	12
Struktura akcjonariatu	13
Główne ryzyka dla naszych założeń	14
Podsumowanie wyceny	15
Capex	15
Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych	16
Model zdyskontowanych dywidend	17
Wycena porównawcza	17

Teza inwestycyjna

Rzeczywistość po pandemii może okazać się rozczarowująca

Pandemia COVID-19 w dość nieoczekiwany sposób wpłynęła na wyniki Śnieżki. Podczas gdy ogólny konsensus początkowo oczekiwał nagłego spadku sprzedaży z powodu zamykania sklepów branży budowlanej, w rzeczywistości spowodowało to dokładnie coś przeciwnego. Przy dość luźnych ograniczeniach w tego typu sklepach i konieczności pozostania w izolacji, konsumenci wykazywali zwiększone zapotrzebowanie na poprawę swojej przestrzeni życiowej (np. poprzez najbardziej podstawowe remonty związane z malowaniem ścian). Firma odnotowała rekordowe wyniki po wciąż całkiem przyzwoitych w latach 2018 i 2019. Jest to zgodne z tym co mówi Zarząd, że na wyniki Śnieżki silnie wpływa skłonność klientów do przeprowadzania remontów.

Wykres 1. Sprzedaż farb dekoracyjnych do sieci handlowych (w PLN mld) (lewa strona) oraz plany remontowe Polaków w oparciu o próbę 1067-1234 osób (żółty kolor oznacza planowanie remontu, kolor niebieski brak takich planów, a kolor szary brak decyzji) (prawa strona)



Źródło: Puls Biznesu, ZPFiK

Widać to na powyższym wykresie, na którym wysoki odsetek respondentów (71.7%) wykazywał zainteresowaniem przeprowadzeniem remontu w latach 2018-19. Właśnie wtedy Śnieżka notowała solidny wzrost przychodów z polskiego rynku (5.9% r/r w 2018 i 5.4% w 2019). Według serwisu EB ([link](#)) podobny odsetek respondentów (około 73%) zdecydował podobnie podczas pandemii. Chociaż zdajemy sobie sprawę z faktu, że niektóre prace remontowe mogły zostać przełożone w wyniku znacznego popytu, niedoboru specjalistów i wynikających z tego opóźnień (mogłoby to tłumaczyć dobre wyniki spółki w I kw. 2021), zakładamy, że sytuacja ulegnie odwróceniu w całym 2021r. Pewne znamiona takiego porządku zaczynają już się pojawiać w prasie. Odsetek respondentów planujących remont domu spadł do około 40% ([link](#)). Powody mogą być różne, ale uważamy, że jeden z nich jest kluczowy; przesunięcie wydatków konsumenckich z utrzymania domu (niższe wydatki na farby, sprzęt AGD i meble) na wydatki na podróże i kulturę.

Widać wyraźnie, że wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego miało w ostatnich trzech latach zwiększony udział w wydatkach konsumentów (jest to zgodne z danymi na temat planów remontowych Polaków: najwyższy udział pojawił się w latach 2018-20). Rok 2020 dodatkowo wzmocnił ten trend poprzez ograniczenie możliwości podróżowania i dostępu do kultury. Rok później spodziewalibyśmy się dość znaczącej zmiany, ale w przeciwnym kierunku. Dzięki poluzowaniu restrykcji wydatki na podróże i kulturę powinny w 2021 roku znacząco wzrosnąć (jednocześnie wydatki na remonty domów powinny się zmniejszyć), żeby następnie powrócić do wieloletniej średniej po 2022 roku.

Wykres 2. Dane GUS na temat wydatków Polaków w podziale na segmenty w latach 2015-2020 (w %)

Segmenty	2022-25E	2021E	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Żywność i napoje bezalkoholowe			27.7%	25.1%	24.8%	24.3%	24.2%	24.0%
Napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe i narkotyki			2.9%	2.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.5%
Odzież i obuwie			4.1%	4.8%	4.9%	5.3%	5.6%	5.4%
Użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii			18.8%	18.0%	18.3%	19.5%	19.6%	20.1%
w tym nośniki energii			10.3%	9.8%	10.3%	10.7%	10.8%	11.4%
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp.dom.	5.0-5.5%	5.0%	5.7%	5.6%	5.7%	5.2%	5.1%	5.0%
Zdrowie			5.3%	5.1%	5.0%	5.5%	5.3%	5.3%
Transport			8.8%	9.7%	10.5%	8.7%	8.7%	8.8%
Łączność			4.9%	4.4%	4.0%	4.7%	5.0%	5.0%
Rekreacja i kultura	6.5-7.0%	7.0%	5.7%	6.6%	6.5%	6.9%	6.9%	6.7%
Edukacja			1.0%	1.5%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%
Restauracje i hotele	4.5-5.0%	5.0%	3.8%	4.9%	5.0%	4.6%	4.4%	4.2%
Pozostałe towary i usługi			6.1%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	5.9%
Wydatki pozostałe			3.7%	4.0%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%

Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Długoterminowe perspektywy dla sektora

W krajach wschodzących rynek farb dekoracyjnych rośnie znacznie szybciej niż w gospodarkach rozwiniętych. Na przykład w Europie Zachodniej rynek jest dojrzały i odzwierciedla kondycję gospodarki, stąd średnie roczne stopy wzrostu na poziomie 2% w nadchodzących latach okazują się maksimum oczekiwanym przez IHS Markit. To samo źródło przewiduje co najmniej dwa razy wyższy wzrost na rynkach wschodzących. Najlepsze perspektywy wzrostu mają Chiny (średni roczny wzrost o 5–6%), Indie (6%), Polska (3–4%) i Arabia Saudyjska (4.0–4.5%). Całkowity globalny wzrost ilościowy szacowany jest na około 4% rocznie w latach 2018-2023.

W naszej wycenie zakładamy niższy wzrost przychodów spółki. Pewną rolę może tu odegrać podwyżka stop procentowych, ze względu na dość wysoką inflację. W latach 2019-20 trend migracji klientów w kierunku produktów premium (z wyższą marżą) ze względu na większe możliwości finansowe, a także rosnącą świadomość (czynniki środowiskowe, trwałość farb, ogólny wzrost standardu życia itp.) był szczególnie widoczny w Polsce. Ewentualna podwyżka stóp mogłaby spowodować wzrost skłonności do oszczędzania i tym samym odwrócenie tego trendu. Z drugiej strony Zarząd Śnieżki przekonuje, że średnie roczne zużycie farby w litrach na mieszkańca jest nadal niższe niż w Europie Zachodniej, co wskazuje na wciąż znaczący długoterminowy potencjał wzrostu rynku w Polsce.

Tabela 2. Prognoza średnio-rocznego wzrostu na rynku farb, ilościowo, w latach 2018-2023

Kraj	Stopa wzrostu ilościowo (IHS)	Wzrost przychodów w Grupie Śnieżka w latach 2022-25E (Ipopema)
Japonia	0%	
Europa Zachodnia	1.5-2%	
Stany Zjednoczone	2%	
Polska	3-4%	2-3%
Arabia Saudyjska	4-4.5%	
Chiny	5-6%	
Indie	6%	
Globalnie	4%	

Źródło: Spółka, IHS, IPOPEMA Research

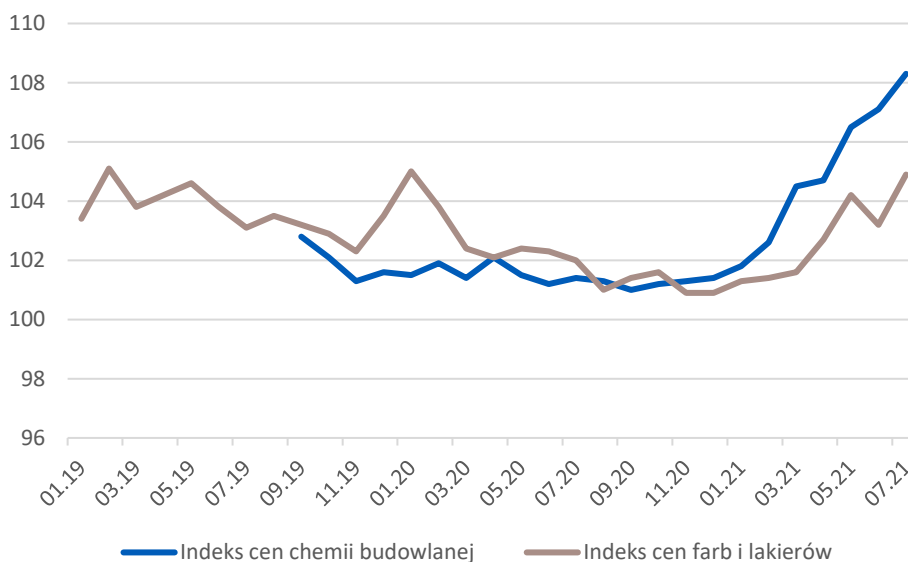
Mimo że dość zachowawczo prognozujemy wzrost przychodów spółki w kolejnych latach, ogólna perspektywa długoterminowa pozostaje solidna. Dochód rozporządzalny w 2020r. wzrósł r/r (nawet z uwzględnieniem inflacji). Może to prowadzi to do zwiększonych wydatków w kontekście projektów remontowych i przebudowy gospodarstw domowych. Zmiany klimatyczne pozwalają na dłuższe prowadzenie prac – długie i suche sezony letnie i jesienne sprzyjają wydłużeniu sezonowości remontów, co również może pobudzić wzrost sprzedaży.

Łączna liczba mieszkań oddanych do użytku w 2020 r. była jeszcze wyższa niż w 2019 r. (roku, w którym ta liczba była najwyższa od 20 lat). W pierwszych siedmiu miesiącach 2021r. liczba oddanych do użytku mieszkań wzrosła o 2.3% r/r, a liczba pozwoleń na budowę również

wykazuje wzrost r/r (wg GUS). Mimo że te dane powinny wspierać biznes spółki, sam Zarząd wskazuje na dość niską korelację między budową nowych mieszkań a sprzedażą farb.

Patrząc na trendy cenowe materiałów budowlanych widzimy pewne pole do dalszego wzrostu, zwłaszcza tych, których produkcja jest energochłonna. Jednakże wzrost cen farb zwolnił w 2021r. i pozostaje w tyle za ogólnym wskaźnikiem, co może być niepokojące, biorąc pod uwagę obecny trend inflacyjny w zakresie materiałów (zmniejszona zdolność przenoszenia rosnących kosztów na klienta końcowego).

Wykres 3. Indeksy cen farb i lakierów oraz chemii budowlanej w 2019-21



Źródło: PSB, IPOPEMA Research

Prognozy makroekonomiczne dla Polski są nieco lepsze niż przewidywano w 2020 roku. Według obecnego konsensusu Bloomberg'a, szacowany PKB w Polsce spadł o 2.7% r/r wobec oczekiwanych wcześniej 3.8% w 2020 roku, a w 2021 ma wzrosnąć o 5% wobec początkowej estymacji 3.7%.

Podstawowe informacje o spółce

Według szacunków własnych spółki, Śnieżka jest liderem rynku farb i lakierów w Polsce i na Ukrainie oraz liderem rynku szpachli na Białorusi.

Podstawowym przedmiotem działalności spółki jest produkcja farb, lakierów, rozpuszczalników, zapraw, szpachli itp. oraz sprzedaż hurtowa i detaliczna materiałów budowlanych. Firma posiada 30-letnie doświadczenie w produkcji farb, wytwarzając rocznie około 190 milionów litrów różnych produktów chemii budowlanej. Obecnie Grupa Śnieżka składa się z ponad 1000 pracowników. W grudniu 2003 roku firma zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Śnieżka zamierza zwiększać swój potencjał rynkowy poprzez ekspansję na nowych rynkach oraz dalszy rozwój oferty produktowej pod markami Śnieżka, Magnat, Poli Farbe, Vidaron, Foveo-Tech, Rafil i Beston.

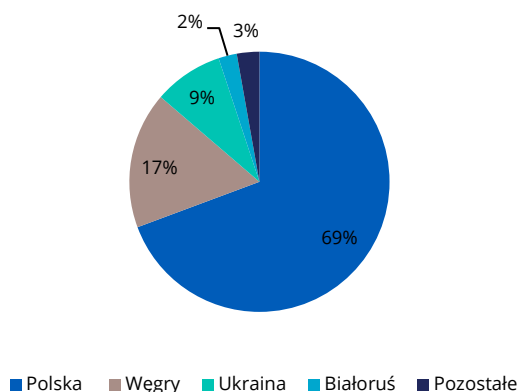
Segment dekoracyjny odpowiada za około 80% przychodów firmy. Charakteryzuje się zrównoważonym wzrostem (wzrost o 14% r/r w I kw. 2021 i wzrost o 16% r/r w całym 2020). W 2020 roku wartość sprzedaży produktów dekoracyjnych wyniosła 635.53 mln zł wobec 545.96 mln zł w 2019 roku. Asortyment farb oferowanych przez Śnieżkę jest bardzo szeroki, o różnych parametrach i przeznaczonych do różnych zastosowań. Większość produktów do malowania ścian i sufitów to emulsje lateksowe i akrylowe.

Segment chemii budowlanej odpowiada za około 13% przychodów firmy. Na razie segment ten odnotowuje spadek sprzedaży w 2021 roku (o 11% r/r w I kw. 2021). Chemia budowlana to grupa produktów stosowanych w materiałach budowlanych, izolacyjnych lub wykończeniowych. Należą do nich produkty na bazie spoiw mineralnych i organicznych oraz

materiałów powłokowych (farby, lakiery, impregnaty, podkłady). Pozostałe segmenty to produkty przemysłowe (około 1% przychodów), towary (około 5%) oraz materiały (około 1%).

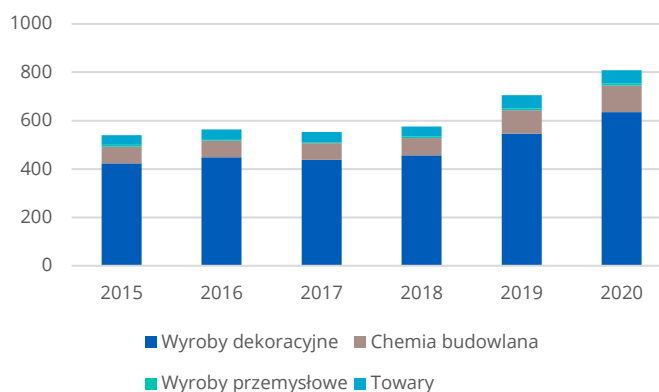
W kwestii podziału geograficznego, od I kwartału 2021 większość sprzedaży pochodzi z Polski (69%), podczas gdy węgierska jednostka zaskoczyła negatywnie ze względu na spadek udziału do 17% z 19.7% odnotowanych w 2020 r. Mimo to, Węgry nadal pozostają drugim co do wielkości rynkiem dla firmy. Jej docelowy udział ustalono na poziomie ponad 1/3 przychodów. Naszym zdaniem szybsza ekspansja będzie hamowana przez podwyższone stopy procentowe. Ukraina i Białoruś odpowiadają za odpowiednio 9% i 2% sprzedaży, ale te rynki należą do bardziej ryzykownych ze względu na sytuację geopolityczną.

Wykres 4. Geograficzna segmentacja przychodów w I kw. 2021



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 5. Przychody w podziale na segmenty produktowe w 2015-20 (w PLN mln)



Trzyletni plan inwestycyjny

Śnieżka jest w trakcie realizacji inwestycji mających na celu usprawnienie procesu produkcyjnego. Wśród nich są modernizacja linii lakierowania kolorowego oraz działania z zakresu automatyzacji w zakładach produkcyjnych. Śnieżka współpracuje również z SAP w zakresie transformacji cyfrowej – mówiąc ściślej narzędzi wspierających zarządzanie we współpracy z klientami oraz usprawniających działania marketingowe.

W zakresie inwestycji wejdzie również budowa nowego centrum logistycznego, które w 2022 roku pozwoli na bardziej efektywną dystrybucję produktów. Nowe centrum rozwiąże m.in. problem spółki związany z magazynowaniem materiałów. Ze względu na sezonowość popytu Śnieżka musi w niektórych okresach zwiększać podaż swoich produktów, stąd potrzeba takiego budynku w Zawadzie koło Dębicy. Pozwoli to na szybszą i tańszą dostawę w okresach szczytu. Bliskość autostrady znacząco usprawni również procesy logistyczne. Według prezesa spółki Pana Piotra Mikruta, Śnieżka mogłaby dzięki temu zwiększyć swoje moce o „kilkadziesiąt procent”, ale taki wzrost może być tylko stopniowy dla poszczególnych linii produkcyjnych i będzie realizowany z biegiem czasu.

W nadchodzących kwartałach spółka położy również nacisk na systematyczny rozwój dystrybucji numerycznej, czyli zwiększenie liczby sklepów, w których klienci mogą kupić gotowe farby. Strategia zakłada wzmocnienie udziałów rynkowych w segmencie produktów dedykowanych metalom, sprzedawanym pod marką Rafil.

W kanale DIY Śnieżka zamierza zwiększyć swoją obecność w polskich sieciach handlowych, m.in. PSB Mrówka (do 450 sklepów w 2023) i Bricomarché. Ponadto spółka będzie rozwijać współpracę zarówno z sieciami Castorama, jak i Leroy Merlin oraz Obi (który zgodnie z nową strategią planuje ekspansję na mniejsze miasta). Dodatkowo każdy z wyżej wymienionych marketów budowlanych rozbuduje swój kanał e-commerce.

Poli-Farbe – większość synergii wykorzystana już w 2020 roku

Marża EBITDA Poli-Farbe w momencie przejęcia była o około 8.5 p.p. niższa niż Śnieżki, co oznaczało, że przejęcie było postrzegane jako duże ryzyko erozji marży w dłuższej perspektywie. Spółce udało się jednak powrócić do poziomów marż z 2018 roku już dwa lata po transakcji. Naszym zdaniem udało się to osiągnąć głównie dzięki efektom synergii, takiej jak optymalizacja kosztów i cen, które prawdopodobnie odegrały tu kluczową rolę. Naturalnie poprawie marżowości sprzyjało otoczenie gospodarcze charakteryzujące się silnym popytem. W kolejnych latach spodziewamy się jednak, że synergie będą już mniej znaczące.

Nadal zakładamy, że przejęcie Poli-Farbe pomoże w ekspansji na rynki Europy Południowo-Wschodniej (m.in. Bałkany i Rumunia), ponieważ posiada ona dwie zagraniczne spółki zależne, na Słowacji i w Rumunii, co powinno prowadzić do stopniowej poprawy strumienia przychodów w regionie.

Kluczowym rynkiem dla Poli-Farbe są oczywiście Węgry, gdzie spółka księguje zdecydowaną większość swoich przychodów. Po przejęciu przez Śnieżkę, Poli-Farbe zamierza sprzedawać swoje produkty pod własną marką. Śnieżka zobowiązała się do utrzymania produkcji w zakładzie na Węgrzech przez co najmniej osiem lat.

Węgierski rynek farb szacowany jest na 150 mln euro, w porównaniu do 500 mln euro w Polsce, przy 2-3-procentowym tempie wzrostu wolumenu. Główni producenci farb i powłok na Węgrzech to Trilak Festékgyártó Kft (PPG), Poli Farbe Kft i Akzo Nobel. Firmy te mają 70% udziału w węgierskim rynku farb. Według ditp.go.th, Trilak Festékgyártó Kft. (spółka z grupy PPG EMEA) posiada udziały w rynku na poziomie około 40% w 2012 roku, a Akzo Nobel ma kolejne około 10%.

Stopniowe przechodzenie konsumentów na droższe, bardziej ekologiczne produkty z mniej niestabilnymi związkami organicznymi jest również coraz bardziej widoczne na Węgrzech. Jednak ostatnie podwyżki stóp procentowych mogą spowolnić ten trend ze względu na większą skłonność do oszczędzania (w sierpniu 2021 r. Węgierski Bank Centralny zapowiedział trzecią podwyżkę stóp procentowych o 30 punktów bazowych, ustanawiając ich poziom na 1.5%).

W Poli-Farbe akcjonariusze przyjęli politykę dywidendową, zgodnie z którą spółka będzie corocznie wypłacała dywidendę na poziomie minimum 50% zysku. Zakładamy, że Śnieżka spłaci całość zadłużenia zaciągniętego na przejęcie w równych rocznych ratach około 15 mln zł przez 8 lat. Dlatego spodziewamy się, że wskaźnik dług netto/EBITDA Śnieżki będzie stopniowo spadał do 1.3x na koniec 2025 roku.

Rosnące koszty półproduktów

Głównymi półproduktami używanymi do produkcji farb są produkty petrochemiczne i pigmenty, takie jak biel tytanowa. Stal jest używana głównie do pakowania. Spoiwa i substancje błonotwórcze to składniki występujące we wszystkich rodzajach farb, lakierów i emulsji. Rozcieńczalniki mają rozpuszczać polimer i zmniejszać lepkość spoiwa.

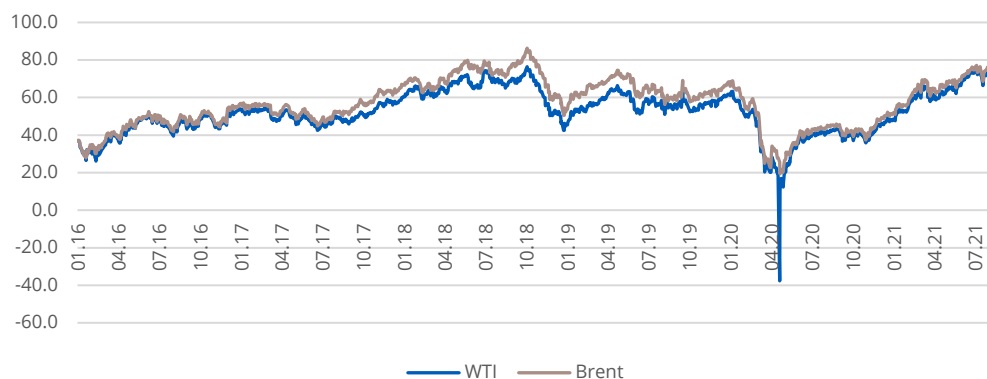
Wykres 6. Struktura kosztów w produkcji farb przez spółkę Śnieżka



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Aby uchwycić zmiany w kosztach materiałów, przyjrzymy się cenom ropy naftowej jako wskaźnikowi cen spoiw, a także cenie bieli tytanowej – dwóm kluczowym składnikom farby. Dodatkowo, warto zwrócić uwagę na ceny stali, która jest równie istotnym składnikiem kosztowym co biel tytanowa.

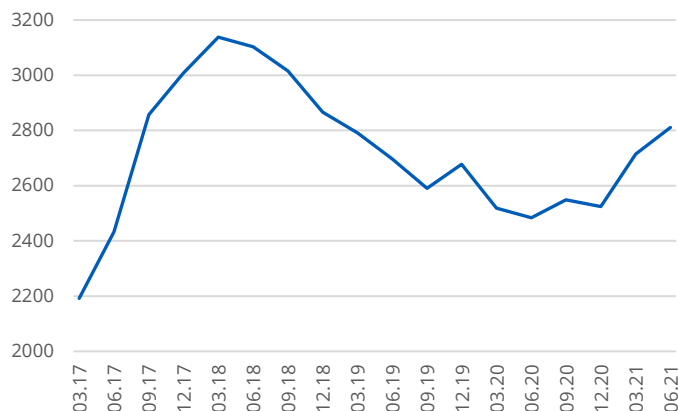
Wykres 7. Cena ropy naftowej (WTI & Brent) 2016-21 w USD/baryłkę



Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

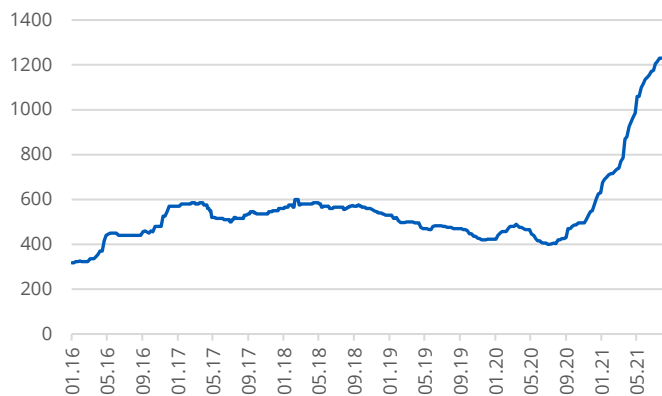
Ceny ropy odbiły się od poziomów notowanych podczas pandemii, a obecna średnia cena na 2021 r. jest o 62% i 54% wyższa od średniej w 2020 r. oraz o 12% i 4% wyższa w porównaniu z 2019 r. (odpowiednio WTI i Brent). O ile Śnieżka nie ponosi bezpośrednio kosztów ropy (jako komponentu swoich produktów), to wzrostowy trend cen ropy może wpłynąć na koszt żywic i ostatecznie negatywnie wpłynąć na marżę. Opakowania i żywice są kontraktowane kwartalnie (w przeciwieństwie do większości materiałów, które są kontraktowane na cały rok). Stwarza to ryzyko, że wzrost kosztów pojawi się dość wcześnie (II/III kwartał 2021). Co więcej, nie pomaga tu słaby kurs PLN względem EUR, a spółce brakuje naturalnego hedgingu w postaci sprzedaży w krajach z europejską walutą.

Wykres 8. Cena bieli tytanowej w UE 2017-21 (w EUR/t)



Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Wykres 9. Cena blachy stalowej walcowanej na gorąco w północnej Europie 2016-21 (w EUR/t)



W przeciwieństwie do ropy, biel tytanowa i stal stanowią bardziej bezpośrednie koszty. Cena obu materiałów znacznie wzrosła, zwłaszcza stali. Średnia cena bieli tytanowej w II kwartale 2021 była o 10% wyższa niż w 2020r. i wyższa o 3% w stosunku do 2019r. W przypadku stali średnia cena w 2021r. była o 110% wyższa niż w 2020r. i wzrosła o 107% w stosunku do średniej ceny w 2019r.

Jak już wspomnieliśmy, Śnieżka kontraktuje większość surowców na cały rok, więc podwyższony koszt bieli tytanowej może ujawnić się dopiero w 2022 roku. W przypadku stali, ponieważ opakowania negocjowane są kwartalnie, to (podobnie jak w żywicach) negatywny efekt możemy zobaczyć już w 2021.

Dość często zdarza się, że po drastycznej podwyżce cen danego materiału, późniejszy spadek nie jest już tak znaczący, a raczej przedłuża się. Jest stopniowy i wpływa na marże przez okres dłuższy niż rok (tak było m.in. w 2011 roku, kiedy wzrosła cena bieli tytanowej). Ponadto istnieje pewne opóźnienie w przenoszeniu tych kosztów z zapasów na koszt sprzedanych produktów, co również może przedłużyć ten negatywny efekt.

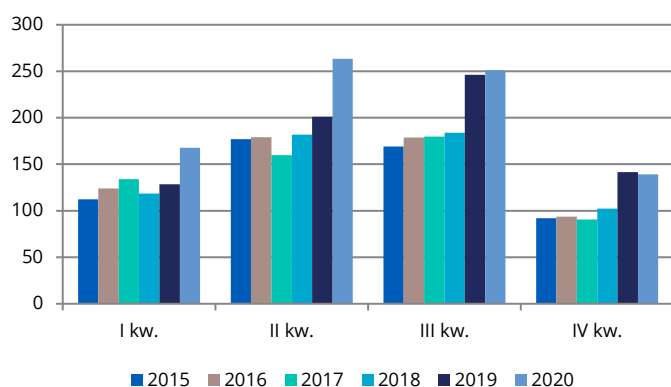
Wzrost cen kluczowych materiałów wraz z ostatnio niższą inflacją cen farb sprawia, że nasza prognoza marży brutto w 2021. spada w porównaniu z 2020r. (40% wobec 42%) i dalej w 2022 r. (39%), a następnie stopniowo wzrasta do 42% w 2025r.

W przypadku kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu zakładamy, że będą one przez pewien czas podwyższone w wyniku wydatków marketingowych związanych z promocją nowych marek (produkty Poli-Farbe) i ogólnego wzrostu ich kosztów (pandemia przyczyniła się do niższego kosztu usług reklamowych), co będzie mieć również negatywny wpływ na EBITDA i marżę zysku netto.

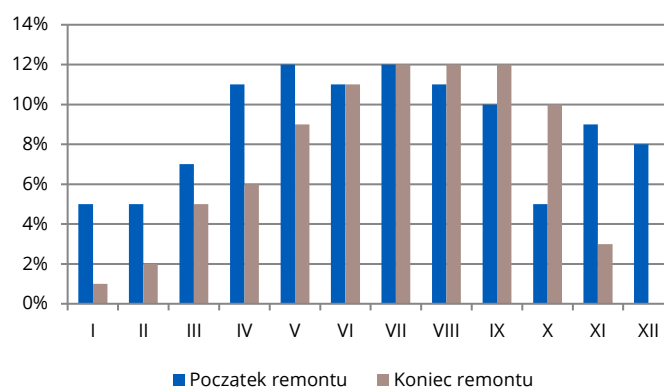
Sezonowość wyników

Sprzedaż Śnieżki ma charakter sezonowy, w zależności od intensywności prac remontowo-budowlanych w poszczególnych okresach roku, która z reguły jest większa wiosną i latem. Spółka zwykle osiąga wyższe przychody w drugim i trzecim kwartale każdego roku. Stanowią one około 65% rocznych przychodów. W miesiącach zimowych sprzedaż spada nawet do około 50% w porównaniu do letnich. Występowanie sezonowości wpływa na zmianę zapotrzebowania na kapitał obrotowy, który jest znacząco wyższy w II i III kwartale.

Wykres 10. Sezonowość wyników spółki Śnieżka (w PLN mln)



Wykres 11. Sezonowość remontów w Polsce w 2019 (%)



Źródło: Fixly.pl, Spółka, IPOPEMA Research

Perspektywy polskiego rynku farb

Na polskim rynku farb i lakierów działa około 70 firm, a Śnieżka utrzymuje swoją pozycję w pierwszej trójce. Trzej najwięksi gracze na krajowym rynku, poza Śnieżką (ok. 25% udziału), to PPG Deco Polska (marka Dekoral), AkzoNobel (marki: Dulux, Nobiles i Hammerite) oraz Tikkurila (Jedynka, Polifarb i Dębica). Odpowiadają one za ponad 80% sprzedaży na rynku. Z kolei światowa produkcja farb jest bardzo rozdrobniona, ale większość firm działa lokalnie. Rynek farb zazwyczaj rośnie proporcjonalnie do wzrostu PKB (z wyjątkami np. 2020).

Marża skorygowanej EBITDA Śnieżki wyniosła 16.8% w 2020r., o prawie 6.7 p.p. więcej niż średnia spółek, które już publikowały dane za 2020r. W 2019 marża EBITDA była wyższa o 4.4 p.p. więc wygląda na to, że Śnieżka umacnia swoją przewagę nad spółkami porównawczymi.

Tabela 3. Dane finansowe producentów farb i lakierów w Polsce (w PLN mln)

Spółka	Przychody (PLN mln)	Zysk netto (PLN mln)	EBIT (PLN mln)	EBITDA (PLN mln)	CFO (PLN mln)	Marża EBITDA (%)
Ppg Cieszyn S.A.	812	52*	66	76**	69	9.4%
Ppg Deco Polska Sp. z o.o.	676	38	44	64**	91	9.5%
Tikkurila Polska S.A.*	480	36	45	50**	36	10.4%
Hempel Paints Sp. z o.o.*	460	35	36	47**	54	10.2%
Mapei Polska Sp. z o.o.	450	49	63	77**	63	17.1%
Akzo Nobel Decorative Paints Sp. z o.o.*	315	4	10	15**	-19	4.8%
Orion PU Sp. z o.o.	309	8	13	14**	21	4.5%
Soudal Manufacturing Sp. z o.o.*	272	20	26	29**	15	10.7%
Novol Sp. z o.o.*	333	6	11	27**	14	8.1%
Fabryka Farb i Lakierow Śnieżka S.A.	821	78	103	138**	121	16.8%

*dane za 2019

**skorygowana

Źródło: e-krs, IPOPEMA Research

Według szacunków Śnieżki sprzedaż artykułów dekoracyjnych na rynku polskim odbywa się w następujących punktach dystrybucji:

- około 100 hurtowni tzw. I stopnia (redystrybuujących produkty kupowane bezpośrednio od producenta)
- około 700 sieciowych marketów budowlanych
- około 6000 sklepów detalicznych
- około 700 sklepów specjalistycznych

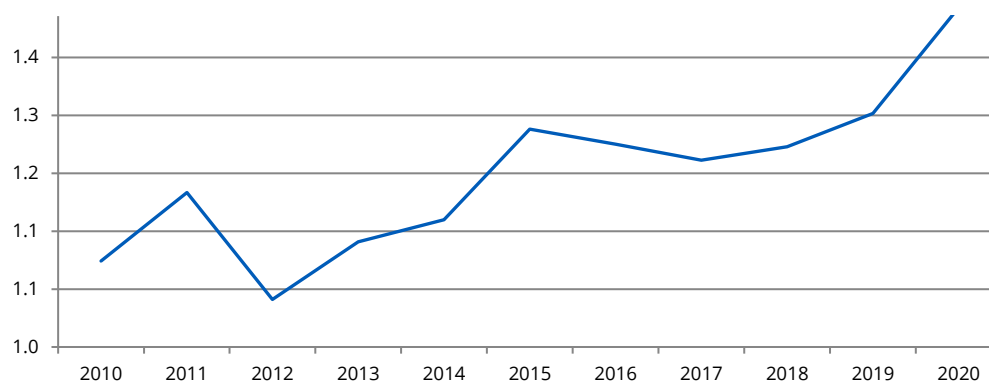
Stosunkowo niewielki udział sprzedaży trafia bezpośrednio do firm budowlanych. W szeroko rozumianej kategorii produktów dekoracyjnych podstawowymi kanałami dystrybucji są kanał niezależny obejmujący e-commerce (ok. 67%) oraz markety budowlane, takie jak Castorama i Mrówka (ok. 33%).

W Polsce popyt na farby dekoracyjne ma dwa główne źródła: remonty (ok. 80% zapotrzebowania) oraz projektowanie nowych mieszkań (20%). Branża lakiernicza w Polsce systematycznie rozwija się przy jednocyfrowym wzroście przychodów na poziomie 2-3%, z wyjątkiem roku 2018, w którym nastąpił niewielki spadek. W 2020 roku widoczny był wpływ pandemii, który zwiększył wzrost rynku do 3.4% (ilościowo) i 6.2% (wartościowo).

Odsetek Polaków, którzy zaangażowali się w prace remontowe wzrósł aż o 24 p.p. do 73% w 2020r. (w 2019r. wzrost ten wyniósł 3 p.p.). W latach 2012-2018 wskaźnik ten oscylował wokół 45% i wzrósł do 49% w 2019 roku. Taki wzrost wynika przede wszystkim z szybko rosnących płac w gospodarce, a także programu 500+ (około 20% gospodarstw przeznacza środki otrzymane z programu na remonty). Około 86% remontów obejmuje malowanie ścian lub sufitów, z czego 35% respondentów zatrudnia specjalistę do malowania.

Widać to wyraźnie w danych GUS o wielkości produkcji farb i lakierów w 2020 roku, która wzrosła o 10% r/r, wobec średniorocznego tempa wzrostu w ostatnich 10 latach na poziomie około 1.9%.

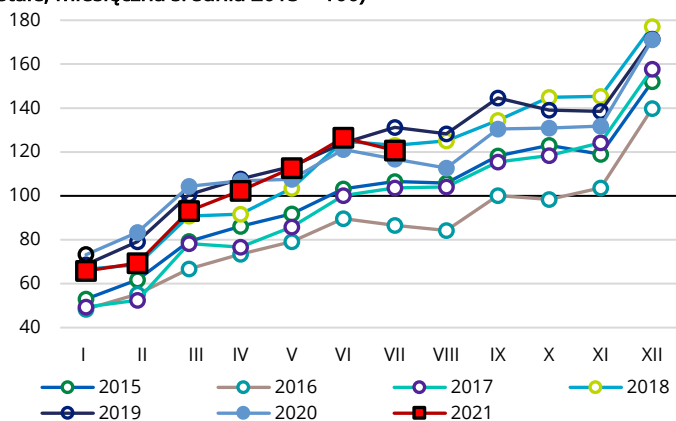
Wykres 12. Wolumen farb w Polsce w 2010-20 (w mln ton)



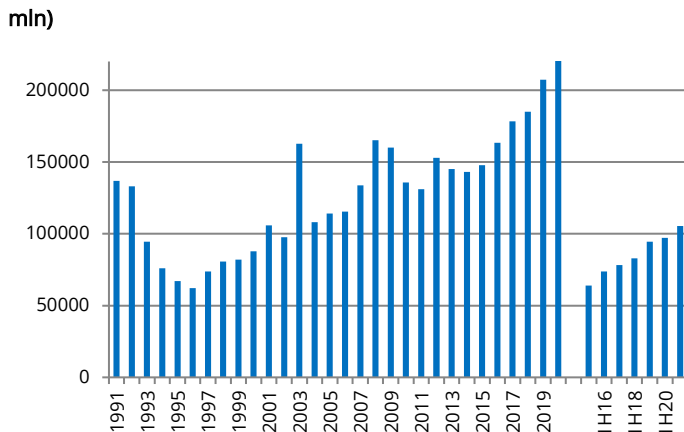
Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Produkcja budowlano-montażowa w Polsce (traktowana przez nas jako wskaźnik dla działalności remontowej gospodarstw domowych), po mocnych latach 2017-2019 odnotowała nieznaczny spadek w 2020 roku. Na ten moment 2021 jest poniżej poziomów z 2020 roku, co wskazuje na ryzyko spadku popytu na farby i lakiery. Z kolei liczba mieszkań oddanych do użytku w 2020r. przekroczyła rekordowy wynik z 2019r., a 2021 r. wygląda jak dotąd jeszcze lepiej niż rok wcześniej. Mimo to, jak podkreśla Zarząd spółki, budowa nowych mieszkań ma niską korelację ze sprzedażą jej produktów.

Wykres 13. Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce (ceny stałe; miesięczna średnia 2015 = 100) Wykres 14. Liczba mieszkań oddanych do użytku w Polsce 1991-20 (w mln)



Źródło: GUS, IPOPEMA Research



Według PZPFiK wartość sprzedaży farb dekoracyjnych wzrosła o 6.2% r/r, do ponad 2.3 mld zł w 2020r. Dynamika ta była nieco wyższa niż rok wcześniej (w 2019r. o 4.3% r/r, 2.2 mld zł). Sprzedaż ilościowa wzrosła o 3.4% r/r wobec spadku o -1.6% r/r w 2019r., co pokazuje, że inflacja odegrała rolę w poprawie przychodów sektora. PZPFiK potwierdza również trwający trend wzrostu popularności farb premium.

Perspektywy ukraińskiego/białoruskiego rynku farb

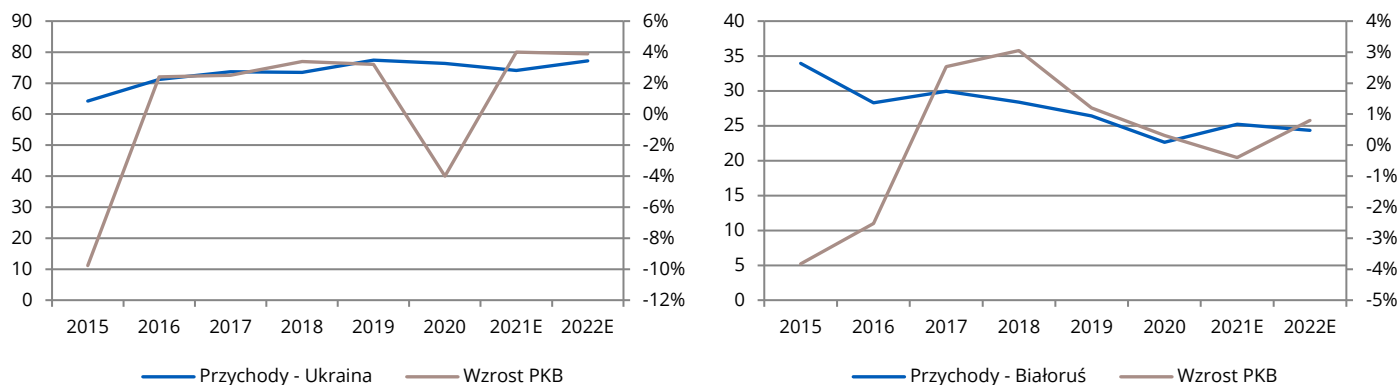
Na Ukrainie działa około 30 producentów farb i lakierów o stabilnej pozycji. Śnieżka jest jedną z nich i sprzedaje swoje produkty pod markami Śnieżka i Otto Farbe. Według badania Transparency Market Research (TMR) liderami w zakresie produkcji farb dekoracyjnych na rynku ukraińskim są: Śnieżka, Meffert Hansa Farben, ZIP, Kaparol Dniepr, Eskaro, Faydal UA, Polysan i PE Olejnikov. Zdecydowana większość przychodów realizowana jest w zachodniej i centralnej części Ukrainy. Według wycień Chem-Courier sytuacja na ukraińskim rynku farb i materiałów lakierniczych jest podatna na wahania i można ją tłumaczyć stale zmieniającymi się preferencjami lokalnych konsumentów. Ukraińcy są mniej zamożni niż polscy konsumenci, co czyni rynek bardziej wymagającym. Klienci dokładnie planują wydatki, a przed zakupem dokładnie analizują stosunek ceny do jakości produktów. Niemniej jednak nadal widoczny jest wzrost popytu ze strony odbiorcy końcowego na farby i lakiery wyższej jakości, tj. z segmentu cenowego średniego i premium. Tym samym w perspektywie długoterminowej Ukraina pozostaje dla spółki ważnym i perspektywicznym rynkiem.

Konkurencja na rynku białoruskim jest nieco silniejsza niż u jej południowego sąsiada, zarówno z markami globalnymi, jak i rosyjskimi, takimi jak: DAW (Caparol/Alpina), Eskaro (Condor), MAW, Tajfun, Ilmax, Ceresit czy Knauf. Śnieżka jest jednym z wiodących producentów farb i lakierów, z dominującą pozycją w segmencie szpachli. Spółka jest obecna zarówno w kanale B2C, będąc głównym graczem poprzez sieć DIY oraz punkty sprzedaży detalicznej dystrybutorów grupy, jak i w kanale B2B (w mniejszym stopniu). Ponieważ siła nabywczą klienta jest jeszcze mniejsza niż na Ukrainie, produkty Śnieżki traktowane są jako bardzo prestiżowe, co sprawia, że realizowane marże są dość atrakcyjne. Spodziewamy się, podobnie jak na polskim rynku, dalszego wzrostu udziału produktów z wyższych segmentów cenowych. Niektórzy białoruscy konsumenci znani są z uprzedzeń wobec białoruskich i rosyjskich marek, preferując wysokiej jakości farby znanych marek, które mają własne zakłady na Białorusi. Z drugiej strony nadal obserwowany jest protekcjonizm rynkowy, przejawiający się w polityce celnej, stosowaniu wymogów certyfikacyjnych dla towarów importowanych oraz

preferowaniu handlu w ramach Euroazjatyckiej Unii Celnej, przez co istnieje zwiększona konkurencja ze strony tańszych produktów producentów rosyjskich.

Według ostatniego konsensusu Bloomberg, szacowany realny PKB na Ukrainie wzrośnie o 4% r/r w 2021r. i o 3.9% w 2022r. W przypadku Białorusi MFW prognozuje spadek o 0.4% r/r w 2021 r. oraz umiarkowany wzrost w 2022 r. o 0.8%.

Wykres 15. Przychody Śnieżki na Ukrainie (w PLN mln) w porównaniu ze wzrostem PKB r/r (%) **Wykres 16. Przychody Śnieżki na Białorusi (w PLN mln) w porównaniu ze wzrostem PKB r/r (%)**



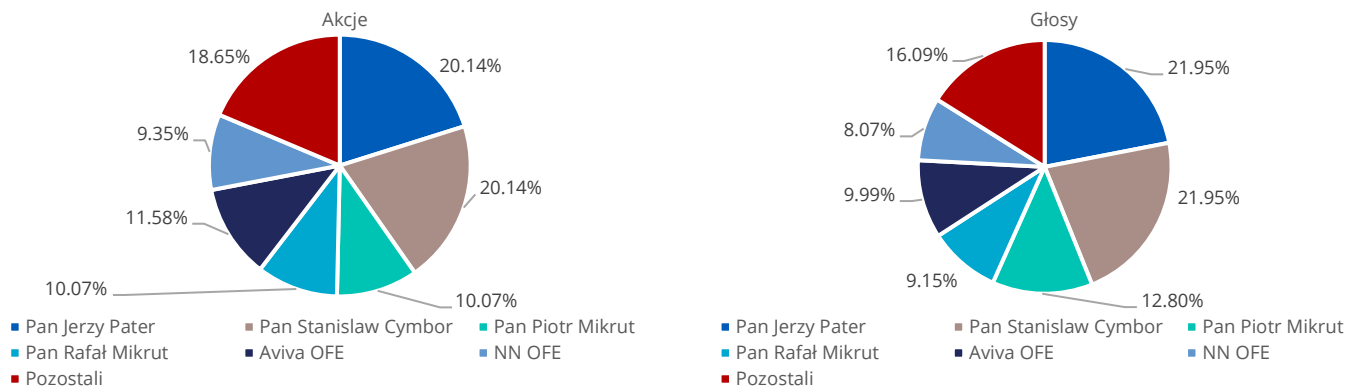
Źródło: Bloomberg, IMF, IPOPEMA Research

Wykres z danymi z Ukrainy pokazuje nietypowy charakter 2020 roku, w którym odwróciła się korelacja między wzrostem PKB a sprzedażą Śnieżki (to samo zaobserwowano w Polsce). Spodziewamy się, że powróci to do normy od 2022 roku.

Struktura akcjonariatu

Przedstawiamy strukturę akcjonariatu Śnieżki poprzez pokazanie udziałów w liczbie akcji oraz w liczbie głosów.

Wykres 17. Struktura akcjonariatu Grupy Śnieżka w oparciu o raport za I kw. 2021 (%)



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Główne ryzyka dla naszych założeń

Kluczowe ryzyka dla naszych założeń są następujące:

- **Silny popyt z roku 2020 utrzyma się również w 2021r.** Istnieje możliwość, że nadzwyczajnie wysoki popyt z roku poprzedniego pojawi się również w 2021r. Naszym zdaniem może to być spowodowane dwoma czynnikami. Przede wszystkim większe zainteresowanie remontami ujawniło brak podaży specjalistów, powodujący opóźnienia. Gdyby utrzymało się to do końca 2020 roku, pewien opóźniony popyt mógłby pojawić się nawet w 2021 roku. Mogło to być powodem przyzwoitych wyników Śnieżki w I kwartale 2021 roku. Po drugie, istnieje szansa na kolejną falę COVID-19, co może ponownie ograniczyć podróżowanie. Przyłożylibyśmy jednak do tego scenariuszu raczej niskie prawdopodobieństwo.
- **Niepewność co do kluczowych walut.** Waluty wpływają na wyniki firmy zarówno od strony przychodowej, jak i kosztowej. Wraz z przejściem Poli-Farbe przychody są bardziej uzależnione od walut obcych. W tej chwili nie tylko silniejsza hrywna ukraińska i rubel białoruski miałyby pozytywny wpływ na sprzedaż, ale około 17% przychodów w I kw. 2021 pochodziło z Węgier. Lokalna waluta (forint) może skorzystać na ostatnich podwyżkach stóp procentowych, efekt, który może okazać się bardziej pozytywny niż szacujemy. Od strony kosztów materiały kupowane za euro mogą zyskać lub ucierpieć w wyniku deprecjacji lub aprecjacji waluty europejskiej.
- **Ryzyko polityczne.** Śnieżka działa na dwóch rynkach (Białoruś i Ukraina), które są podatne na zaangażowanie sił zewnętrznych. Niestabilne rynki zwykle utrudniają rozwój biznesu. Jeśli jednak sytuacja polityczna w danym kraju nagle się poprawi, sprzedaż na tym rynku może wykazać znaczny wzrost.
- **Potencjalne wykonanie opcji Poli-Farbe.** Zawsze istnieje ryzyko (choć naszym zdaniem nieznaczne), że mniejszościowy właściciel w jednostce Poli-Farbe zechce skorzystać z prawa do wykorzystania opcji put. Byłoby to związane z wydatkami gotówkowymi w wysokości ok. 38 mln zł (obecnie wyceniane w kapitałach Grupy). To znaczna kwota, jeśli spojrzymy na obecną sytuację gotówkową Śnieżki. Jednak proces sprzedaży trwałby co najmniej rok, a firma ma dość bezpieczne linie kredytowe, więc jak przekonywaliśmy na początku, ryzyko to nie jest aż tak duże.

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Śnieżki zastosowaliśmy dwie metody, stosując wagę 50% do zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wagę 50% do wyceny opartej na zdyskontowanych dywidendach (DDM).

W oparciu o nasze prognozy otrzymujemy wartość godziwą 71.39 zł na akcję, która jest poniżej obecnej ceny rynkowej i sugeruje rekomendację SPRZEDAŻ.

Tabela 4. Śnieżka podsumowanie wyceny

I metoda: DCF	
Wycena (PLN na akcję)	72.9
Waga	50%
II metoda: DDM	
Wycena (PLN na akcję)	69.9
Waga	50%
Wycena (PLN na akcję)	71.39

Źródło: IPOPEMA Research

Capex

Spółka jest na dobrej drodze do zakończenia programu inwestycyjnego polegającego na dokończeniu automatyzacji i rozbudowy linii produkcyjnych do produkcji farb kolorowych w zakładzie w Lubzinie oraz farb białych w Pustkowie, a także wdrożeń planowanych w ramach transformacji systemów IT (systemy SAP). Ma to zapewnić Śnieżce kolejne przewagi konkurencyjne w nowoczesnych metodach zarządzania sprzedażą i obsługą klienta. Kumulacja inwestycji wiąże się również z budową nowego centrum logistycznego, które w 2022 roku pozwoli na dalszą optymalizację procesów logistycznych. Zakładamy 100 mln zł nakładów inwestycyjnych w 2021 roku i stopniowy powrót do poziomu nakładów na utrzymanie około 45 mln zł od 2023 roku.

Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych

Nasze założenia dotyczące kosztu kapitału zostały ustalone przy zastosowaniu stopy wolnej od ryzyka 2.0% i dodaniu premii za ryzyko kapitałowe w wysokości 5.0% w każdym roku. Do kalkulacji kosztu kapitału własnego używamy lewarowanej bety. W całym okresie prognozy stosujemy różne stawki podatkowe mieszczące się w przedziale od 17.5% do 18%.

Tabela 5. Śnieżka wycena DCF 2021-25E

DCF (PLN mln)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny		
Wzrost przychodów	-2.1%	1.0%	2.4%	2.4%	2.4%	1.0%		
Przychody	804	812	832	852	873	881		
Marża brutto	40%	39%	40%	41%	42%			
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	240	244	250	255	260			
EBIT	81	75	86	97	104	105		
Marża EBIT	10%	9%	10%	11%	12%	12%		
Efektwn na stopa podatkowa	18%	18%	18%	18%	18%	18%		
NOPAT	67	61	70	80	85	86		
+ Amortyzacja	34	40	41	42	42	42		
EBITDA	115	115	127	139	146	147		
- Capex	-100	-50	-45	-45	-45	-42		
- Zmiana w kapitale obrotowym netto	8	-10	-3	-3	-3	-2		
FCF	9	41	63	73	79	84		
Wartość rezydualna						1 368		
WACC	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%		
Wartość bieżąca FCF	8	38	54	58	58	1 011		
NPV FCF	216							
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	1 011							
Aktywa operacyjne przedsiębiorstwa =	1 227							
+ Gotówka	22							
Wartość przedsiębiorstwa =	1 249							
- Dług brutto =	-249							
- Mniejszości/wypłacone dywidendy =	-80							
Wartość kapitału własnego =	919							
Liczba akcji (mln)	13							
Wycena DCF na akcję (PLN)	72.9							
Wrażliwość DCF (PLN na akcję)								
		WACC w okresie rezydualnym						
		8.6%	8.1%	7.6%	7.1%	6.6%	6.1%	5.6%
	0.5%	53.6	57.6	62.1	67.3	73.4	80.6	89.1
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%	57.2	61.7	66.8	72.9	80.0	88.4	98.7
	1.5%	61.2	66.3	72.3	79.4	87.8	98.0	110.7
Wrażliwość DCF (PLN na akcję)								
		Marża EBIT w okresie rezydualnym						
		8.9%	9.9%	10.9%	11.9%	12.9%	13.9%	14.9%
	0.5%	48.3	54.7	61.0	67.3	73.7	80.0	86.4
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%	52.2	59.1	66.0	72.9	79.8	86.6	93.5
	1.5%	56.8	64.3	71.8	79.4	86.9	94.4	102.0
WACC	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Terminal Year		
WACC	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%		
Koszt kapitału własnego	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.8%		
Koszt długu po podatku	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%		
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%		
Beta niewelarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		
Beta zalewarowana	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2		
Waga długu	11%	13%	14%	14%	13%	13%		
Premia długu	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%		
Efektwn na stopa podatkowa	18%	18%	18%	18%	18%	18%		

Źródło: IPOPEMA Research

Model zdyskontowanych dywidend

Śnieżka stale wypłaca w dywidendach co najmniej 49% skonsolidowanego zysku netto. W tym roku spółka zapłaci 53% DPR, co przekłada się na DPS 3.6 zł (stopa dywidendy 4.3%). Zakładamy, że po 2021r. Śnieżka będzie w stanie wypłacać dywidendę przy stopie dywidendy na poziomie ok. 3.5-6.0%. Przekłada się to na 2.9 zł DPS w 2022r. i 3.9 zł w 2023r. W okresie rezydualnym całkowity potencjalny DPS Śnieżki szacujemy na 5.0, przy 1.0% wzroście. W modelu DDM przyjęliśmy te same założenia co w modelu DCF w odniesieniu do kosztu kapitału i lewarowanej beta.

Tabela 6. Śnieżka wycena DDM 2021-25E

Śnieżka: DDM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny
DPS (PLN)	3.6	2.9	3.9	4.4	5.0	5.0
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta nielewarowana	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
Beta zalewarowana	1.22	1.23	1.21	1.19	1.17	
Koszt kapitału własnego	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	
Czynnik dyskontowy	0.98	0.90	0.84	0.77	0.72	
Zdyskontowany DPS (PLN na akcję)	3.5	2.7	3.2	3.4	3.6	
Suma zdyskontowanych DPS w okresie prognozy	16.5					
Wzrost w okresie rezydualnym						1.0%
Koszt kapitału własnego w okresie rezydualnym						7.8%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (PLN)						53.4
Wycena DDM na akcję (PLN)						69.9

Źródło: IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej użyliśmy krajowe spółki przemysłowe oraz europejskich i amerykańskich producentów farb. Na podstawie naszych prognoz Śnieżka jest notowana na 2021E z P/E na poziomie 15.6x. Jest to dyskonto na poziomie 25% do mediany mnożników spółek porównywalnych. Zgodnie z naszymi prognozami Śnieżka wyceniana jest na EV/EBITDA 2021E na poziomie 11.5x, co stanowi 13% dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych. Uważamy, że dyskonto jest uzasadnione lokalnym zasięgiem działalności i brakiem ekspansji na rynki Europy Zachodniej.

Tabela 7. Śnieżka wycena porównawcza 2021-23E

SPÓŁKA	Cena	Kapitalizacja EUR mln	P/E			EV/EBITDA			DY	DN/EBITDA	ZN CAGR	EBITDA CAGR	Marża EBITDA
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E					
AKZO NOBEL N.V.	EUR 102.4	19 195	22.7	19.9	17.9	13.2	11.9	10.9	2.2%	1.2	12.1%	9.2%	16.6%
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	USD 307.4	68 190	20.7	18.1	16.9	14.4	12.5	11.3	1.2%	na	9.1%	8.3%	18.6%
FERRO SA	40.8 PLN	192	32.6	29.2	27.4	23.5	21.1	19.9	9.1%	0.8	-5.0%	12.9%	14.5%
AMICA SA	158.8 PLN	273	10.8	12.4	11.0	5.4	5.7	5.3	2.5%	-0.1	-1.0%	2.0%	6.7%
WIELTON SA	12.6 PLN	168	11.4	9.8	9.2	6.7	5.7	5.3	3.2%	1.9	11.4%	6.9%	6.3%
MEDIANA			20.7	18.1	16.9	13.2	11.9	10.9	2.5%	1.0	9.1%	8.3%	14.5%
ŚNIEZKA	83.4	232.6	15.6	17.2	15.0	11.5	11.3	10.1	4.3%	2.3	1.9%	5.2%	14.3%
premia/dyskonto do spółek porównywalnych (mediana)			-25%	-5%	-11%	-13%	-5%	-7%					
Implikowana cena (PLN)			110.8	87.6	93.9	99.3	88.4	91.5					

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 8. Śnieżka dane finansowe 2016-2024E

RZIS (PLN mln)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	576	564	587	717	821	804	812	832	852
<i>zmiana r/r (%)</i>		-2%	4%	22%	15%	-2%	1%	2%	2%
Koszt własny sprzedaży	352	342	341	413	476	483	493	496	500
Zysk brutto	224	223	246	304	346	321	319	335	352
Koszty sprzedaży	117	105	105	142	156	153	156	159	162
Koszty ogólnego zarządu	40	44	58	77	85	87	89	90	92
PKO/PKO netto	-2	1	-3	-6	-2	0	0	0	0
EBIT	65	74	80	79	103	81	75	86	97
<i>zmiana r/r (%)</i>		14%	8%	-1%	30%	-21%	-8%	15%	13%
EBITDA	83	90	98	107	136	115	115	127	139
<i>zmiana r/r (%)</i>		9%	10%	9%	27%	-16%	0%	11%	9%
Przychody/koszty finansowe	-1	-4	-1	0	1	0	-1	-1	-1
Zysk przed opodatkowaniem	64	70	78	79	104	82	75	85	97
Podatek dochodowy	10	14	15	16	18	14	13	15	17
Zysk netto	54	57	63	63	86	67	61	70	79
EPS (PLN)	4.27	4.49	5.02	4.96	6.83	5.35	4.85	5.55	6.30
Wskaźniki rentowności	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża brutto	38.9%	39.5%	41.9%	42.4%	42.1%	39.9%	39.3%	40.3%	41.3%
Marża EBITDA	14.4%	15.9%	16.8%	14.9%	16.6%	14.3%	14.2%	15.3%	16.3%
Marża EBIT	11.2%	13.1%	13.6%	11.0%	12.5%	10.1%	9.2%	10.3%	11.4%
Marża netto	9.4%	10.0%	10.8%	8.7%	10.5%	8.4%	7.5%	8.4%	9.3%
ROE	24.5%	24.8%	23.6%	21.0%	26.4%	18.7%	15.9%	17.3%	18.5%
Bilans (PLN mln)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Aktywa obrotowe	159	186	170	248	217	231	258	260	264
Zapasy	68	79	84	108	104	108	113	116	119
Należności	78	78	77	101	95	99	105	107	110
Gotówka	10	21	6	36	16	22	38	34	33
Pozostałe aktywa obrotowe	3	8	3	2	2	2	2	2	2
Aktywa trwałe	179	183	235	416	492	526	529	525	522
Rzeczowe aktywa trwałe	161	166	218	331	402	441	453	453	453
WNiP oraz goodwill	1	2	10	75	80	75	71	68	64
Pozostałe aktywa trwałe	17	15	6	11	11	9	5	5	5
Aktywa razem	338	369	404	664	710	757	787	785	786
Kapitały własne	220	229	269	298	326	360	385	406	429
Zobowiązania krótkoterminowe	57	75	65	107	147	129	154	169	169
Zobowiązania handlowe	52	54	57	90	72	88	89	91	93
Pozostałe zobowiązania	9	11	13	169	164	179	159	119	95
Pasywa razem	338	369	404	664	710	757	787	785	786
BVPS (PLN)	17	18	21	24	26	29	30	32	34
Dług netto	48	54	60	185	233	262	251	230	206
Dług netto / EBITDA	0.6x	0.6x	0.6x	1.7x	1.7x	2.3x	2.2x	1.8x	1.5x
Wskaźniki	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Wskaźnik płynności bieżącej	2.8	2.5	2.6	2.3	1.5	1.8	1.7	1.5	1.6
Wskaźnik płynności szybkiej	1.6	1.4	1.3	1.3	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
Dług / Aktywa	19%	23%	19%	42%	44%	41%	40%	37%	34%
Dług / Kapitały własne	30%	38%	29%	92%	95%	86%	82%	71%	61%
Przepływy pieniężne (PLN mln)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Zysk przed opodatkowaniem	64	70	78	79	104	82	75	85	97
Amortyzacja	18	16	19	28	34	34	40	41	42
Pozostałe	0	-14	-3	9	3	12	-6	1	1
Przepływy pieniężne z dział. operacyjnej	82	73	94	116	141	127	109	127	139
Capex	-31	-31	-70	-88	-127	-100	-50	-45	-45
Pozostałe	1	4	13	-88	2	2	1	2	1
Przepływy pieniężne z dział. inwestycyjnej	-30	-27	-56	-176	-125	-98	-49	-43	-44
Zmiana długu	0	20	-10	150	76	35	5	-25	-25
Wypłacone dywidendy	-41	-40	-28	-40	-38	-45	-37	-49	-56
Pozostałe	-3	-2	-3	-4	-51	2	2	2	2
Przepływy pieniężne z dział. finansowej	-44	-22	-40	106	-13	-9	-30	-72	-79
Gotówka na początku okresu	11	10	21	6	36	16	22	38	34
Wzrost/spadek gotówki	-1	13	-16	29	-17	6	16	-3	-1
Gotówka na koniec okresu	10	22	5	35	19	22	38	34	33
DPS (PLN)	3.2	3.2	2.2	2.6	2.6	3.6	2.9	3.9	4.4

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. 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 rozpowszechniana 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/gpwwpa>.

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:

Nil - 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 2020 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – Śnieżka

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
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