

Śnieżka

Farba jeszcze nie wyschła

Podtrzymujemy naszą rekomendację **SPRZEDAJ** dla Śnieżki i obniżamy FV do PLN 53.27 na akcję, co implikuje 29% potencjał spadkowy. Początek roku 2022 nie był dla spółki szczęśliwy - EBITDA w 1Q22 spadła o 14% r/r. W 2022 marże powinny być w dalszym ciągu pod presją utrzymujących się wysokich kosztów. Wprowadzone podwyżki cen oraz powoli spadające ceny bieli tytanowej i stali powinny jednak częściowo zniwelować ten efekt w 2H22. Uważamy, że w 2023 r. spółka może skorzystać na wprowadzonych w 2020-21 podwyższonych cenach sprzedaży, a koszty materiałów powinny znacząco się obniżyć. Nasza prognoza EBITDA na lata 2022 i 2023 wynosi odpowiednio PLN 107.6m (spadek o 3% r/r) i PLN 143.9m (wzrost o 34% r/r), co przekłada się na EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 11.6x i 8.2x (wobec 5-letniej średniej 1Y forward na poziomie 10.3x).

Popyt. Oczekujemy, że spadek wolumenów utrzyma się w bieżącym roku. W 2022 za główny negatywny czynnik uważamy wzrost stóp procentowych wpływający na dochody rozporządzalne konsumentów. W przeciwieństwie do opinii zarządu, oczekujemy spadku popytu na produkty premium, ze względu na większą skłonność do oszczędzania. W kwestii potencjalnego popytu na Ukrainie, zakładamy, że CAGR sprzedaży w latach 2022E-26E wyniesie 22%. Ograniczony wzrost wynika głównie z faktu, że deprecjacja waluty sprzyja lokalnym producentom, gdyż firmy zagraniczne w takiej sytuacji zazwyczaj mocno podnoszą ceny. Wzrost Śnieżki na rynku naszym zdaniem nie będzie znacznie przekraczał możliwości produkcyjnych fabryki w Jaworowie. Oczekujemy, że w 2022 r. sprzedaż Grupy wzrośnie o 1.5% r/r, a w 2023 spadnie o 2.1% r/r.

Koszty. Obecna cena bieli tytanowej (19% całkowitych kosztów materiałów Śnieżki) w Chinach spadła o 2.3% w porównaniu z najwyższym poziomem z kwietnia. Jeszcze większe spadki wystąpiły w przypadku stali (również 19% kosztów materiałowych), które spadły o 28% w porównaniu z najwyższym poziomem z marca. Biorąc pod uwagę obecne ceny ropy naftowej, ceny spoiw mogą nadal pozostawać na wysokim poziomie. Dodatkowo, niższa sprzedaż produktów premium będzie miała wpływ na rentowność. Śnieżka ma prawdopodobnie obecnie dość drogie zapasy, co również negatywnie wpłynie na rentowność. W 2022 r. oczekujemy spadku marży brutto do 39% z 40% w 2021 r. i wzrostu do 43% w 2023 r., gdyż spodziewamy się dalszego spadku kosztów, a ceny produktów powinny być mniej więcej stabilne w 2023 r.

Capex/dywidendy. W 2022 roku Śnieżka zakończy inwestycję w centrum logistyczne w Zawadzie. W kolejnych latach spodziewamy się capex'u nieznacznie przewyższającego amortyzację. Podwyższamy naszą prognozę capex na 2022E do PLN 60m vs. PLN 50m zakładane wcześniej (zarząd zakłada PLN 55m). Przy założeniu wypłaty 50% (zamiast zakładanych wcześniej 80%) do momentu osiągnięcia wskaźnika dn/EBITDA na poziomie 1.0x, oczekujemy DPS na poziomie PLN 1.7 z zysku netto w 2022 roku vs. PLN 3.3 oczekiwanych wcześniej.

Tabela 1. Śnieżka podsumowanie prognoz

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody (PLN mln)	717.1	821.3	794.9	807.0	789.7	820.0
EBITDA (PLN mln)	106.8	136.1	111.4	107.6	143.9	164.7
EBIT (PLN mln)	79.0	102.5	75.5	68.9	104.1	124.5
Zysk netto (PLN mln)	59.5	78.0	59.7	42.2	72.3	91.6
EPS (PLN)	5.0	6.8	5.1	3.3	5.7	7.3
DPS (PLN)	2.6	2.6	3.6	2.5	1.7	2.9
P/E (x)	16.5	13.0	15.0	22.4	13.1	10.3
EV/EBITDA (x)	11.4	10.0	11.1	11.6	8.2	6.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sektor przemysłowy

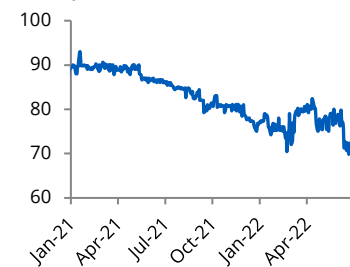
Śnieżka

SPRZEDAJ FV PLN 53.27

29% potencjału spadku

Cena z dnia 30 czerwca 2022 PLN 75.00

Podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	12.6
Kapitalizacja (EUR m)	202.2
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.4
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	86.40/67.20
Waga w WIG (%)	0.13
Reuters	SKA.WA
Bloomberg	SKA PW

Stopa zwrotu

1M	1.0%
3M	-3.8%
12M	-9.8%

Akcjonariusze (% akcji)

Pan Stanisław Cymbor	21.95%
Pan Jerzy Pater	21.95%
Pan Piotr Mikrut	12.80%
OFE Aviva Santander	9.99%
Pan Rafał Mikrut	9.15%
OFE NN	8.07%
Pozostali	16.09%

Analitycy

Michał Pilch

ŚNIEŻKA

SPRZEDAŻ

Kap. EUR 202m

FV PLN 53.27

Potencjał spadku -29%

Mnożniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	13.0	15.0	22.4	13.1	10.3
EV/EBITDA (x)	10.0	11.1	11.6	8.2	6.8
EV/Sprzedaż (x)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
P/BV (x)	3.4	2.9	2.4	2.1	1.8
stopa FCF (%)	-0.5%	1.4%	0.3%	8.6%	9.9%
DY (%)	3.5%	4.8%	3.3%	2.2%	3.8%

Na akcję	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (mln sztuk)	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
BPS (PLN)	6.8	5.1	3.3	5.7	7.3
BVPS (PLN)	25.9	26.5	30.9	35.5	40.5
FCFPS (PLN)	-0.5	1.1	0.3	6.4	7.4
DPS (PLN)	2.60	3.60	2.50	1.67	2.86

Zmiana r/r (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	14.5%	-3.2%	1.5%	-2.1%	3.8%
EBITDA	27.4%	-18.2%	-3.5%	33.8%	14.5%
EBITDA adj.	27.4%	-18.2%	-3.5%	33.8%	14.5%
EBIT	29.8%	-26.4%	-8.7%	51.1%	19.6%
Zysk netto	31.0%	-23.4%	-29.4%	71.5%	26.7%

Wskaźniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marża brutto (%)	42.1%	39.7%	39.3%	43.2%	45.2%
Marża EBITDA (%)	16.6%	14.0%	13.3%	18.2%	20.1%
Marża EBIT (%)	12.5%	9.5%	8.5%	13.2%	15.2%
Marża netto (%)	9.5%	7.5%	5.2%	9.2%	11.2%
Dług netto / EBITDA (x)	1.71	2.49	2.76	1.62	1.05
Dług netto / Kap. Wł. (x)	0.7	0.8	0.8	0.5	0.3
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
ROE (%)	26.4%	19.3%	12.3%	17.7%	19.5%
ROA (%)	11.0%	7.4%	5.0%	8.4%	10.4%
ROIC (%)	15.7%	10.6%	8.4%	12.5%	14.7%

Założenia	2020	2 021 €	2022E	2023E	2024E
Geograficzna segmentacja sprzedaży					
Polska	524.47	527.11	563.06	560.66	573.99
Węgry	162.07	144.55	161.17	142.14	155.80
Ukraina	76.36	80.27	37.78	78.97	82.00
Sprzedaż w podziale na produkty					
Wyroby dekoracyjne	635.53	620.55	619.00	606.43	630.87
Chemia budowlana	109.51	106.33	106.06	103.91	108.10
Wyroby przemysłowe	8.98	10.55	11.03	10.80	11.24
Towary	55.07	45.00	55.05	56.15	57.27
Pozostałe przychody	6.90	6.66	6.89	7.03	7.17
Materiały	5.34	5.78	5.34	5.34	5.34

P&L (PLN mln)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	717.1	821.3	794.9	807.0	789.7	820.0
Koszt własny sprzedaży	413.0	475.7	479.6	490.2	448.7	449.5
Zysk brutto	304.1	345.6	315.3	316.7	341.0	370.5
Koszty sprzedaży	142.2	156.3	151.9	158.0	150.0	155.8
Koszty ogólnego zarządu	77.0	84.8	88.1	89.9	86.9	90.2
PPO/PKO netto	-5.9	-2.0	0.2	0.0	0.0	0.0
EBITDA	106.8	136.1	111.4	107.6	143.9	164.7
EBITDA skor.	106.8	136.1	111.4	107.6	143.9	164.7
EBIT	79.0	102.5	75.5	68.9	104.1	124.5
Przychody/koszty fin. netto	-0.4	0.9	1.0	-10.7	-8.0	-3.6
Zysk przed opodatkowaniem	79.0	104.0	76.8	58.7	96.7	121.5
Podatek dochodowy	16.3	17.8	12.5	10.6	17.4	21.9
Udział w zysku j. stowarzyszonej	3.1	8.2	0.0	6.0	7.0	8.0
Zysk netto	59.5	78.0	59.7	42.2	72.3	91.6

BILANS (PLN mln)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	415.7	492.4	577.3	593.7	598.8	603.6
WNIp oraz goodwill	79.2	84.6	83.2	77.6	76.4	75.2
Rzeczowe aktywa trwałe	330.5	401.9	489.6	511.9	518.3	524.3
Inne aktywa trwałe	6.0	5.9	4.5	4.2	4.2	4.2
Aktywa obrotowe	248.0	217.2	225.7	252.9	261.5	279.1
Zapasy	108.5	104.1	136.0	110.5	108.2	112.3
Należności krótkoterminowe	100.8	95.3	63.2	121.6	119.0	123.6
Inwestycje krótkoterminowe	36.3	15.5	16.2	18.5	32.1	40.9
Inne aktywa obrotowe	2.4	2.3	10.3	2.3	2.3	2.3
Aktywa razem	663.7	709.6	803.0	846.6	860.4	882.7
Kapitały własne	298.0	326.3	334.0	390.0	448.2	511.6
Mniejszości	32.9	32.8	29.9	29.9	29.9	29.9
Zobowiązania długo.	158.8	119.3	270.6	303.4	253.3	232.2
Kredyty i pożyczki	112.8	96.6	247.6	280.7	230.6	209.5
Inne zobowiązania długo.	46.0	22.7	23.0	22.7	22.7	22.7
Zobowiązania krótko.	206.9	264.0	198.4	153.2	158.9	138.9
Zobowiązania handlowe	90.1	72.3	103.2	88.4	86.5	89.9
Bieżąca część kredytów i pożyczek	106.5	147.4	39.1	30.0	30.0	0.0
Inne zobowiązania krótko.	10.3	44.3	56.1	34.8	42.4	49.0
Pasywa razem	663.7	709.6	803.0	846.6	860.4	882.7
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	61	56	44	65	65	65
Dług brutto (PLN mln)	221.8	248.9	293.7	315.6	265.4	214.4
Dług netto (PLN mln)	185.5	233.4	277.5	297.1	233.4	173.5

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLN mln)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przepływy pien. z dział. oper.	99.2	120.7	124.1	63.3	126.2	138.4
Zysk przed opodatkowaniem	79.0	104.0	0.0	58.7	96.7	121.5
Amortyzacja	27.9	33.6	36.0	38.7	39.8	40.2
Mniejszości	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w kap. obrotowym	10.1	7.4	-6.9	-32.2	6.9	-12.0
Pozostałe	-17.4	-24.3	95.1	-1.9	-17.2	-11.3
Przepływy pien. z dział. inw.	-175.6	-124.8	-108.5	-59.0	-43.1	-44.0
Capex	-88.0	-126.8	-110.5	-60.0	-45.0	-45.0
Pozostałe	-87.6	2.0	2.0	1.0	1.9	1.0
Przepływy pien. z dział. fin.	105.7	-12.8	-16.1	1.8	-69.5	-85.5
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	149.8	29.0	42.0	31.7	-50.1	-51.1
Odsetki zapłacone	-3.4	-3.3	-4.2	-3.3	-3.3	-3.3
Dywidendy	-40.5	-38.0	-53.2	-31.5	-21.1	-36.1
Pozostałe	-0.2	-0.5	-0.7	5.0	5.0	5.0
Zmiana środków pien.	29.3	-16.9	-0.5	6.1	13.6	8.9
Środki pien. na koniec okresu	36.3	15.5	16.2	18.5	32.1	40.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 2. Śnieżka wycena DCF 2022-26E

DCF (PLN m)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny	
Przychody ze sprzedaży	807	790	820	852	884	911	
EBITDA	108	144	165	182	205	200	
EBIT	69	104	125	141	164	158	
Efektywna stopa podatkowa	18.0%	18.0%	18.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
NOPAT	56	85	102	114	133	128	
+ Amortyzacja	39	40	40	41	41	42	
+ Capex	-60	-45	-45	-45	-45	-42	
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	-48	3	-5	-6	-6	-6	
FCFF	-13	83	92	104	123	122	
Czynnik dyskontowy	0.94	0.84	0.75	0.67	0.60		
Wartość bieżąca FCFF	-12	70	69	70	74	757	
Wartość rezydualna						1 262	
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	7.4%	
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Beta nielewarowana	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Beta zalewarowana	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	
Koszt kapitału własnego	14.0%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	13.5%	
Premia długu	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
Efektywna stopa podatkowa	18.0%	18.0%	18.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
Koszt długu po podatku	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%	6.4%	
Udział długu	24.7%	21.6%	18.1%	14.8%	10.8%	10.8%	
WACC	12.0%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%	12.7%	
Wartość bieżąca FCFF	272						
+ zdyskontowana wartość rezydualna		757					
Wartość przedsiębiorstwa =	1 029						
+ Gotówka	16						
+ Dług	-294						
+ Mniejszości/ wypłacone dywidendy	-61						
Wartość kapitału własnego =	690						
Liczba akcji (m)	13						
Wycena DCF na akcję (PLN)	54.68						
Wrażliwość DCF (PLN)				WACC w okresie rezydualnym			
	14.2%	13.7%	13.2%	12.7%	12.2%	11.7%	11.2%
	2.5%	44.5	46.7	49.2	51.8	54.8	58.1
Wzrost w okresie rezydualnym	3.0%	46.6	49.1	51.7	54.7	57.9	61.6
	3.5%	49.0	51.6	54.6	57.8	61.5	65.6
Wrażliwość DCF (PLN)				Raportowana marża EBITDA w okresie rezydualnym			
	19.0%	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%
	2.5%	41.6	45.0	48.4	51.8	55.3	58.7
Wzrost w okresie rezydualnym	3.0%	43.8	47.4	51.1	54.7	58.3	61.9
	3.5%	46.3	50.2	54.0	57.8	61.7	65.5

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 3. Śnieżka wycena DDM 2022-26E

DDM	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Okres rezydualny
DPS (PLN na akcję)	0.0	1.7	2.9	5.8	6.7	7.3
Koszt kapitału własnego	14.0%	13.5%	13.3%	13.1%	12.9%	13.5%
Czynnik dyskontowy	0.94	0.82	0.73	0.64	0.57	
Zdyskontowany DPS (PLN na akcję)	0.0	1.4	2.1	3.7	3.8	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN na akcję)						11.0
Wzrost w okresie rezydualnym						3.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (PLN na akcję)						40.9
Wycena DDM na akcję (PLN na akcję)						51.85

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. Podsumowanie wyceny

Śnieżka, podsumowanie wyceny	Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN na akcję)	50%	54.68
DDM: wartość godziwa (PLN na akcję)	50%	51.85
Wartość godziwa (PLN na akcję)		53.27

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Zmiany w prognozach

	2022E			2023E			2024E		
	Obecnie	Poprzednio	r/r	Obecnie	Poprzednio	r/r	Obecnie	Poprzednio	r/r
Przychody	807.0	793.4	2%	789.7	812.7	-3%	820.0	832.5	-2%
EBITDA	107.6	108.9	-1%	143.9	126.9	13%	164.7	140.0	18%
EBIT	68.9	65.8	5%	104.1	83.0	25%	124.5	95.8	30%
Zysk netto	42.2	46.2	-9%	72.3	58.9	23%	91.6	68.4	34%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Śnieżka wycena porównawcza 2022-24E

SPÓŁKA	Cena	Kapitalizacja	P/E			EV/EBITDA			DY
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
		EUR m							
AKZO NOBEL N.V.	EUR 62.8	11 152	14.2	11.2	10.0	9.4	7.7	7.1	3.6%
PPG INDUSTRIES INC	USD 117.9	26 691	17.0	14.0	12.9	12.1	10.1	9.1	2.2%
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	USD 235.2	58 682	24.9	21.8	19.8	18.9	16.3	15.0	1.1%
RPM INTERNATIONAL INC	USD 80.5	9 996	21.9	18.3	16.3	14.7	12.5	11.4	2.1%
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	USD 22.4	4 760	12.6	10.1	8.6	8.9	7.4	6.5	0.0%
KANSAI PAINT CO LTD	JPY 1,781.0	3 443	23.6	20.6	18.6	10.1	8.9	8.2	1.8%
NIPPON PAINT HOLDINGS CO LTD	JPY 1,050.0	17 649	32.5	25.6	23.3	21.2	17.4	16.1	1.2%
ASIAN PAINTS LTD	INR 2,773.2	32 372	62.5	51.1	43.5	41.3	34.1	29.3	1.1%
SELENA FM SA	PLN 22.9	111	8.8	12.4	9.5	3.2	4.8	4.5	4.4%
MEDIANA			21.9	18.3	16.3	12.1	10.1	9.1	1.8%
SNIEZKA	75.0	202.2	19.7	11.9	9.5	11.6	8.2	6.8	3.3%
premia/dyskonto do spółek porównywalnych (mediana)			-10%	-35%	-42%	-4%	-19%	-25%	

Źródło: Bloomberg, 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 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 wewnętrzną regulację zapewniającą, 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 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 – 30 czerwca 2022)

	Liczba	%
Kup	17	71%
Trzymaj	5	21%
Sprzedaj	2	8%
Suma	24	100%

Historia ratingów – Śnieżka

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
04/07/2022	SPRZEDAJ	PLN 53.27	PLN 75.00	Michał Pilch
13/12/2021	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