

# Śnieżka

## Jak pokryć rosnące koszty?

Podtrzymujemy naszą rekomendację **SPRZEDAJ** i obniżamy wartość godziwą do PLN 64.61 na akcję, co oznacza 17% potencjał spadkowy. W 2021r. spółka notowała wyniki poniżej naszych oczekiwań, w związku z czym obniżyliśmy nasze prognozy na ten rok. Patrząc na perspektywy popytu i kosztów, spodziewamy się, że wyniki w 2022r. pozostaną na podobnym poziomie r/r i nieznacznie poprawią się w kolejnych latach. Nasza prognoza EBITDA na 2021/22 to PLN 106.3m (spadek o 22% r/r) i PLN 108.9m (wzrost o 3% r/r), co przekłada się na EV/EBITDA odpowiednio na poziomach 11.8x i 11.4x.

**Popyt.** Od czasu wrześniowego raportu spółka dwukrotnie pokazała wyniki poniżej naszych kwartalnych założeń. Początkowo prognozowaliśmy PLN 803.9m przychodów w 2021r., ale po danych za 9M21 spodziewalibyśmy się PLN 785m (spadek o 4.4% r/r). Okazało się, że czynniki takie jak przesunięcie wydatków konsumenckich miały większy wpływ niż oczekiwaliśmy. Patrząc na segmentację geograficzną najbardziej rozczarował nas rynek polski, podczas gdy Ukraina wypadła lepiej od oczekiwań. W przypadku naszego wschodniego sąsiada może się to drastycznie zmienić ze względu na potencjalny konflikt z Rosją.

**Koszty.** Problem rosnących kosztów kluczowych materiałów jest podobny jak wtedy, gdy pisaliśmy nasz poprzedni raport. Jedynymi pozytywami, jakie obecnie obserwujemy, są spadki cen bieli tytanowej w Chinach i stali w Europie Północnej (odpowiednio o 1.5% i 14% w porównaniu z wrześniem 2021). Co więcej, spółka wydaje się być bardziej agresywna, jeśli chodzi o wprowadzanie podwyżek cen (z drugiej strony na polskim rynku widzimy, że wzrosty cen farb są w dalszym ciągu niższe niż w przypadku chemii budowlanej ogółem). W przypadku żywic, sytuacja może się nawet pogorszyć patrząc na rosnące ceny ropy (wzrost o 4,8% w stosunku do września). Spodziewalibyśmy się również wyższej presji ze strony kosztów pracy wywołanej inflacją oraz ze strony słabnącej złotówki, która wpływa na koszt komponentów kupowanych w euro (ok. EUR 50m). Koszt energii nie stanowi większego problemu, ponieważ odpowiada za zaledwie 1% technicznego kosztu wytworzenia. Podsumowując, jakakolwiek znacząca poprawa marż w 2022r. jest mało prawdopodobna.

**Capex i dywidendy.** Nasze początkowe założenie dotyczące nakładów inwestycyjnych na 2021r. wynosiło PLN 100m, ale po ostatnich komentarzach ze strony spółki zwiększamy je do PLN 105m. Oczekiwane wskaźniki wypłaty dywidendy pozostawiliśmy bez zmian, ale ze względu na niższą prognozę zysku netto na 2021r. ( PLN 53.2m wobec PLN 67.1m) DPS do wypłaty w 2022r. miałyby wynieść PLN 2.5 wobec PLN 2.9 w naszej poprzedniej prognozie (na okres 2023-25 również obniżyliśmy prognozowany DPS).

Tabela 1. Śnieżka podsumowanie prognoz

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody (PLN mln)	586.8	717.1	821.3	785.4	793.4	812.7
EBITDA (PLN mln)	98.4	106.8	136.1	106.3	108.9	126.9
EBIT (PLN mln)	79.6	79.0	102.5	70.6	65.8	83.0
Zysk netto (PLN mln)	61.6	59.5	78.0	53.2	46.2	58.9
EPS (PLN)	5.0	5.0	6.8	4.6	4.1	5.2
DPS (PLN)	2.2	2.6	2.6	3.6	2.5	3.3
P/E (x)	14.6	16.0	13.0	16.9	18.8	14.9
EV/EBITDA (x)	10.0	11.1	10.0	11.8	11.4	9.6

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sektor przemysłowy

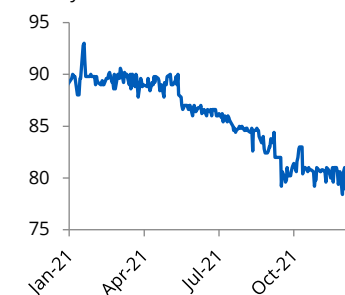
## Śnieżka

### SPRZEDAJ FV PLN 64.61

17% potencjału spadku

Cena z dnia 9 grudnia 2021 PLN 77.80

Podtrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	12.6
Kapitalizacja (EUR m)	212.5
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.6
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	94.0/77.40
Waga w WIG (%)	0.11
Reuters	SKA.WA
Bloomberg	SKA.WV

#### Stopa zwrotu

1M	-2.3%
3M	-5.1%
12M	-7.6%

#### 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

## ŚNIEŻKA

## SPRZEDAŻ

Kap. EUR 213m

FV PLN 64.61

Potencjał spadku -17%

Mnożniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	16.0	13.0	16.9	18.8	14.9	12.8
EV/EBITDA (x)	11.1	10.0	11.8	11.4	9.6	8.5
EV/Sprzedaż (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
P/BV (x)	3.4	3.4	2.8	2.6	2.6	2.5
stopa FCF (%)	1.1%	-0.5%	0.4%	4.0%	6.7%	7.8%
DY (%)	3.3%	3.3%	4.6%	3.3%	4.3%	5.4%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (mln sztuk)	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
EPS (PLN)	5.0	6.8	4.6	4.1	5.2	6.1
BVPS (PLN)	23.6	25.9	27.8	29.4	31.3	33.2
FCFPS (PLN)	0.9	-0.5	0.3	3.1	5.2	6.1
DPS (PLN)	2.60	2.60	3.60	2.54	3.31	4.18

Zmiana r/r (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	22.2%	14.5%	-4.4%	1.0%	2.4%	2.4%
EBITDA	8.6%	27.4%	-21.9%	2.5%	16.5%	10.3%
EBITDA adj.	8.6%	27.4%	-21.9%	2.5%	16.5%	10.3%
EBIT	-0.9%	29.8%	-31.1%	-6.8%	26.1%	15.4%
Zysk netto	-3.5%	31.0%	-31.8%	-13.2%	27.5%	16.3%

Wskaźniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Marża brutto (%)	42.4%	42.1%	39.5%	39.3%	41.2%	42.5%
Marża EBITDA (%)	14.9%	16.6%	13.5%	13.7%	15.6%	16.8%
Marża EBIT (%)	11.0%	12.5%	9.0%	8.3%	10.2%	11.5%
Marża netto (%)	8.3%	9.5%	6.8%	5.8%	7.2%	8.2%
Dług netto / EBITDA (x)	1.74	1.71	2.55	2.40	1.84	1.48
Dług netto / Kap. Wł. (x)	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	21.0%	26.4%	16.6%	14.1%	16.7%	18.2%
ROA (%)	9.0%	11.0%	7.1%	6.0%	7.7%	8.9%
ROIC (%)	19.5%	21.6%	14.7%	12.5%	14.7%	16.3%

Założenia	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Geograficzna segmentacja sprzedaży</b>					
Polska	524.47	521.38	515.72	544.51	557.75
Węgry	162.07	142.00	150.75	158.48	166.49
Ukraina	76.36	77.52	75.38	69.08	66.60
Białoruś	22.63	16.46	23.80	22.76	24.14
Pozostałe	35.80	27.99	27.77	17.88	17.48
<b>Sprzedaż w podziale na produkty</b>					
Wyroby dekoracyjne	635.53	604.77	610.46	625.63	641.18
Chemia budowlana	109.51	105.92	106.91	109.57	112.29
Wyroby przemysłowe	8.98	8.68	8.77	8.98	9.21
Towary	55.07	53.97	55.05	56.15	57.27
Pozostałe przychody	6.90	6.76	6.89	7.03	7.17
Materiały	5.34	5.34	5.34	5.34	5.34

P&L (PLN mln)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Przychody	717.1	821.3	785.4	793.4	812.7	832.5
Koszt własny sprzedaży	413.0	475.7	474.8	481.8	477.9	478.7
<b>Zysk brutto</b>	<b>304.1</b>	<b>345.6</b>	<b>310.6</b>	<b>311.7</b>	<b>334.8</b>	<b>353.8</b>
Koszty sprzedaży	142.2	156.3	152.5	155.6	158.7	161.8
Koszty ogólnego zarządu	77.0	84.8	87.5	90.3	93.2	96.2
PPO/PKO netto	-5.9	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>106.8</b>	<b>136.1</b>	<b>106.3</b>	<b>108.9</b>	<b>126.9</b>	<b>140.0</b>
EBITDA skor.	106.8	136.1	106.3	108.9	126.9	140.0
<b>EBIT</b>	<b>79.0</b>	<b>102.5</b>	<b>70.6</b>	<b>65.8</b>	<b>83.0</b>	<b>95.8</b>
Przychody/koszty fin. netto	-0.4	0.9	-0.6	-2.7	-3.2	-3.1
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>79.0</b>	<b>104.0</b>	<b>70.5</b>	<b>63.6</b>	<b>80.3</b>	<b>93.2</b>
Podatek dochodowy	16.3	17.8	12.3	11.5	14.5	16.8
Udział w zysku j. stowarzyszonej	3.1	8.2	5.0	6.0	7.0	8.0
<b>Zysk netto</b>	<b>59.5</b>	<b>78.0</b>	<b>53.2</b>	<b>46.2</b>	<b>58.9</b>	<b>68.4</b>
Zysk netto skor.	59.5	78.0	53.2	46.2	58.9	68.4

BILANS (PLN mln)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>415.7</b>	<b>492.4</b>	<b>528.7</b>	<b>529.0</b>	<b>522.4</b>	<b>516.6</b>
WNiP oraz goodwill	79.2	84.6	80.3	71.6	67.7	64.1
Rzeczowe aktywa trwałe	330.5	401.9	443.5	452.5	449.8	447.6
Inne aktywa trwałe	6.0	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>248.0</b>	<b>217.2</b>	<b>217.0</b>	<b>237.8</b>	<b>245.6</b>	<b>252.3</b>
Zapasy	108.5	104.1	105.4	110.9	113.6	116.3
Należności krótkoterminowe	100.8	95.3	96.8	102.2	104.6	107.2
Inwestycje krótkoterminowe	36.3	15.5	12.4	22.5	25.1	26.6
Inne aktywa obrotowe	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>663.7</b>	<b>709.6</b>	<b>745.7</b>	<b>766.7</b>	<b>768.0</b>	<b>768.9</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>298.0</b>	<b>326.3</b>	<b>351.1</b>	<b>371.3</b>	<b>395.4</b>	<b>419.2</b>
Mniejszości	32.9	32.8	32.8	32.8	32.8	32.8
<b>Zobowiązania długo.</b>	<b>158.8</b>	<b>119.3</b>	<b>172.7</b>	<b>147.7</b>	<b>107.7</b>	<b>82.7</b>
Kredyty i pożyczki	112.8	96.6	150.0	125.0	85.0	60.0
Inne zobowiązania długo.	46.0	22.7	22.7	22.7	22.7	22.7
<b>Zobowiązania krótko.</b>	<b>206.9</b>	<b>264.0</b>	<b>221.9</b>	<b>247.8</b>	<b>264.9</b>	<b>267.1</b>
Zobowiązania handlowe	90.1	72.3	86.1	87.0	89.1	91.2
Bieżąca część kredytów i pożyczek	106.5	147.4	129.0	154.0	169.0	169.0
Inne zobowiązania krótko.	10.3	44.3	6.8	6.8	6.8	6.8
<b>Pasywa razem</b>	<b>663.7</b>	<b>709.6</b>	<b>745.7</b>	<b>766.7</b>	<b>768.0</b>	<b>768.9</b>
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	61	56	54	58	58	58
Dług brutto (PLN mln)	221.8	248.9	283.9	283.9	258.9	233.9
<b>Dług netto (PLN mln)</b>	<b>185.5</b>	<b>233.4</b>	<b>271.5</b>	<b>261.4</b>	<b>233.8</b>	<b>207.3</b>

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLN mln)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>Przepływy pien. z dział. oper.</b>	<b>99.2</b>	<b>120.7</b>	<b>108.7</b>	<b>89.4</b>	<b>110.8</b>	<b>121.5</b>
Zysk przed opodatkowaniem	79.0	104.0	70.5	63.6	80.3	93.2
Amortyzacja	27.9	33.6	35.7	43.1	44.0	44.2
Mniejszości	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiany w kap. obrotowym	9.0	0.0	10.8	-9.9	-3.1	-3.1
Pozostałe	-16.3	-16.9	-8.4	-7.5	-10.5	-12.8
<b>Przepływy pien. z dział. inw.</b>	<b>-175.6</b>	<b>-124.8</b>	<b>-103.1</b>	<b>-49.0</b>	<b>-43.1</b>	<b>-44.0</b>
Capex	-88.0	-126.8	-105.0	-50.0	-45.0	-45.0
Pozostałe	-87.6	2.0	1.9	1.0	1.9	1.0
<b>Przepływy pien. z dział. fin.</b>	<b>105.7</b>	<b>-12.8</b>	<b>-8.7</b>	<b>-30.3</b>	<b>-65.0</b>	<b>-76.0</b>
Emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana poziomu długu	149.8	29.0	35.0	0.0	-25.0	-25.0
Odsetki zapłacone	-3.4	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
Dywidendy	-40.5	-38.0	-45.4	-32.0	-41.7	-52.7
Pozostałe	-0.2	-0.5	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Zmiana środków pien.</b>	<b>29.3</b>	<b>-16.9</b>	<b>-3.1</b>	<b>10.1</b>	<b>2.6</b>	<b>1.5</b>
<b>Środki pien. na koniec okresu</b>	<b>36.3</b>	<b>15.5</b>	<b>12.4</b>	<b>22.5</b>	<b>25.1</b>	<b>26.6</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 5. Śnieżka wycena DCF 2021-25E

DCF (PLN mln)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny
Wzrost przychodów	-4.4%	1.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.0%
Przychody	<b>785</b>	<b>793</b>	<b>813</b>	<b>832</b>	<b>853</b>	<b>870</b>
Marża brutto	40%	39%	41%	42%	43%	
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	240	246	252	258	264	
<b>EBIT</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>83</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>109</b>
Marża EBIT	9%	8%	10%	12%	12%	13%
Efektywna stopa podatkowa	18%	18%	18%	18%	18%	18%
<b>NOPAT</b>	<b>58</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>90</b>
+ Amortyzacja	36	43	44	44	44	42
<b>EBITDA</b>	<b>106</b>	<b>109</b>	<b>127</b>	<b>140</b>	<b>148</b>	<b>151</b>
Marża EBITDA	14%	14%	16%	17%	17%	17%
- Capex	-105	-50	-45	-45	-45	-42
- Zmiana w kapitale obrotowym netto	11	-10	-3	-3	-3	-4
<b>FCF</b>	<b>0</b>	<b>37</b>	<b>64</b>	<b>75</b>	<b>81</b>	<b>86</b>
Wartość rezydualna						1 309
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.6%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>938</b>
NPV FCF	204					
+ Zdyskontowana wartość rezydualna	938					
<b>Aktywa operacyjne przedsiębiorstwa =</b>	<b>1 142</b>					
+ Gotówka	22					
<b>Wartość przedsiębiorstwa =</b>	<b>1 164</b>					
- Dług brutto =	-249					
- Mniejszości/wypłacone dywidendy =	-80					
<b>Wartość kapitału własnego =</b>	<b>835</b>					
Liczba akcji (mln)	13					
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>66.2</b>					

**Główne założenia**

CAGR przychodów 2021E-2025E	2.1%
Średnia marża EBIT w 2021E-2025E	10.2%
Premia za ryzyko	5.0%
Beta	1.00
Wzrost w okresie rezydualnym	2.0%
Średni WACC w 2021E-2025E	8.6%

**Wrażliwość DCF (PLN na akcję)**

	WACC w okresie rezydualnym							
	10.1%	9.6%	9.1%	8.6%	8.1%	7.6%	7.1%	
Wzrost w okresie rezydualnym	1.5%	49.0	52.5	56.6	61.1	66.4	72.6	79.8
	2.0%	52.3	56.3	60.9	66.2	72.3	79.5	88.2
	2.5%	56.1	60.6	65.9	72.0	79.2	87.8	98.4

**Wrażliwość DCF (PLN na akcję)**

	Marża EBIT w okresie rezydualnym							
	9.3%	10.3%	11.3%	12.3%	13.3%	14.3%	15.3%	
Wzrost w okresie rezydualnym	1.5%	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
	2.0%	66.2	66.2	66.2	66.2	66.2	66.2	66.2
	2.5%	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Śnieżka wycena DDM 2021-25E

Śnieżka: DDM	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Okres rezydualny
<b>DPS (PLN)</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>	<b>3.3</b>	<b>4.2</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
Stopa wolna od ryzyka	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	
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	1.24	1.24	1.22	1.20	1.17	
Koszt kapitału własnego	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%	
Czynnik dyskontowy	0.99	0.91	0.83	0.76	0.70	
Zdyskontowany DPS (PLN na akcję)	3.6	2.3	2.7	3.2	3.4	
<b>Suma zdyskontowanych DPS w okresie prognozy</b>	<b>15.2</b>					
Wzrost w okresie rezydualnym						2.0%
Koszt kapitału własnego w okresie rezydualnym						9.2%
<b>Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (PLN)</b>						<b>47.9</b>
<b>Wycena DDM na akcję (PLN)</b>						<b>63.1</b>

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 7. Podsumowanie wyceny

Śnieżka, podsumowanie wyceny	
<b>I metoda: DCF</b>	
Wycena (PLN na akcję)	66.2
Waga	50%
<b>II metoda: DDM</b>	
Wycena (PLN na akcję)	63.1
Waga	50%
<b>Wycena (PLN na akcję)</b>	<b>64.61</b>

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 7. Zmiany w prognozach

	2021			2022			2023		
	Obecnie	Poprzednio	różnica %	Obecnie	Poprzednio	różnica %	Obecnie	Poprzednio	różnica %
Przychody	785.4	803.9	-2%	793.4	812.0	-2%	812.7	831.8	-2%
EBITDA	106.3	114.7	-7%	108.9	114.9	-5%	126.9	127.0	0%
EBIT	70.6	81.1	-13%	65.8	74.8	-12%	83.0	85.8	-3%
Zysk netto	53.2	60.5	-12%	46.2	54.2	-15%	58.9	63.0	-7%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 7. Śnieżka wycena porównawcza 2021-23E

SPÓŁKA	Cena	Kapitalizacja			P/E			EV/EBITDA			DYDN/EBITDA ZN CAGREBITDA CAGRMarża EBITDA		
		EUR mln	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2021E	2021-23E	2021-23E	2021E
AKZO NOBEL N.V.	EUR 95.7	17 950	23.2	19.4	17.5	13.7	11.7	10.6	2.4%	1.3	15.1%	13.4%	15.1%
PPG INDUSTRIES INC	USD 163.4	34 270	24.6	20.2	18.0	16.8	14.0	12.5	1.5%	1.9	16.9%	15.2%	15.6%
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	USD 346.5	80 267	40.0	34.3	30.7	28.8	24.6	22.5	0.7%	2.4	14.2%	12.8%	17.3%
RPM INTERNATIONAL INC	USD 97.4	11 167	26.4	21.6	20.6	16.9	14.3	13.6	1.7%	2.4	13.3%	10.3%	13.7%
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	USD 32.7	6 598	18.1	15.3	13.2	11.6	9.8	8.6	0.0%	3.1	17.3%	11.8%	20.0%
FERRO CORP	USD 21.6	1 576	17.3	15.8	14.7	9.4	8.4	7.5	na	0.7	8.4%	6.2%	18.2%
KANSAI PAINT CO LTD	JPY 2,629.0	5 586	30.7	25.0	21.6	13.4	11.3	9.7	1.3%	0.1	19.0%	13.9%	13.4%
NIPPON PAINT HOLDINGS CO LTD	JPY 1,310.0	24 202	47.9	39.2	34.5	28.8	24.7	22.1	0.9%	2.7	17.9%	13.6%	12.0%
ASIAN PAINTS LTD	INR 3,283.2	36 877	100.5	73.5	60.5	65.3	48.7	40.4	0.8%	-0.8	28.9%	26.3%	17.6%
<b>MEDIANA</b>			<b>26.4</b>	<b>21.6</b>	<b>20.6</b>	<b>16.8</b>	<b>14.0</b>	<b>12.5</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.9</b>	<b>16.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>15.6%</b>
ŚNIEZKA	77.8	212.5	16.9	18.8	14.9	11.8	11.4	9.6	4.6%	2.6	6.4%	9.3%	13.5%
premia/dyskonto wobec peersów (mediana)			-36%	-13%	-28%	-30%	-18%	-23%					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 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 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/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:

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 lipca 2021 – 30 września 2021)

	Liczba	%
Kup	52	74%
Trzymaj	14	20%
Sprzedaj	4	6%
Suma	70	100%

#### Historia ratingów – Śnieżka

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
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