

# Śnieżka

## Scenariusz ukraiński

Podnosimy naszą rekomendację dla Śnieżki do KUPUJ wobec poprzedniej SPRZEDAJ po podwyższeniu FV do PLN 75.87 na akcję, co implikuje 24% potencjał wzrostu. Nasza prognoza opiera się głównie na rosnącym popycie na produkty spółki na rynku ukraińskim. Grupa korzysta obecnie z niższej produkcji u konkurencji, natomiast długoterminowy wzrost może być wspierany przez inwestycje zagraniczne w odbudowę Ukrainy. Jednocześnie zwracamy uwagę na spadek cen kluczowych materiałów - stali i bieli tytanowej, co powinno dać oddech marżom w kolejnych latach. Nasze prognozy EBITDA wynoszą PLN 119m (wzrost o 4% r/r) w 2023E oraz PLN 132m (wzrost o 11% r/r) w 2024E, co przekłada się na EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 8.8x i 7.8x.

**Perspektywy segmentu Ukraina.** Śnieżka prawdopodobnie skorzysta na przyszłej odbudowie Ukrainy, lecz sprzedaż na tym rynku już obecnie notuje wzrosty. W 1Q22 sprzedaż spadła do poziomu PLN 8.8m, ale w 3Q22 wyniosła już PLN 27.2m (wzrost o 3% r/r). W 3Q22 stanowiła ona 11% przychodów grupy, ale 29% jej wyniku EBIT. Zdaniem zarządu, ponadprzeciętna marża w segmencie wynika z posiadania przez firmę własnego zakładu produkcyjnego oraz polityki sprzedaży zakładającej 100% przedpłaty (powoduje to brak należności i kosztów windykacji). W latach 2023-24E prognozujemy sprzedaż na Ukrainie na poziomie łącznie PLN 210m, a EBIT na poziomie PLN 54m. W dłuższym okresie patrzymy na raport Banku Światowego "Ukraine: Rapid Damage and Needs Assessment", w którym szacuje się, że potrzeby w zakresie odbudowy i odnowy budynków mieszkalnych wyniosą USD 69 mld (szacunki na dzień 1 czerwca 2022 r.).

**Producenci farb w Ukrainie.** Według zarządu, obecny wzrost popytu wynika ze zmniejszonej produkcji farb w fabrykach na wschodzie Ukrainy, ponieważ były one bardziej dotknięte działaniami wojennymi. Według Fluggera, kluczowymi producentami farb dekoracyjnych na rynku są Henkel i Śnieżka, natomiast ich własna marka Eskaro zajmuje 4-5 pozycję (źródło). Zakłady Henkela w Ukrainie znajdują się we Lwowie, Kijowie, Aleszkach i w obwodzie charkowskim. Dwie ostatnie znajdują się dokładnie na linii frontu na południu i wschodzie kraju. Eskaro ma fabrykę w Odessie o szacowanej zdolności produkcyjnej 15 tys. ton rocznie. Wśród krajowych producentów Polysan ("jeden z wiodących producentów na Ukrainie") posiada zakład w Sumach, który od początku wojny do kwietnia 2022 roku znajdował się pod rosyjską okupacją. **Perspektywy kosztów.** Zwracamy uwagę na cenowy trend spadkowy w kosztach kluczowych materiałów. Cena bieli tytanowej w Chinach jest niższa o 26% od maksimum z maja 2022 r., natomiast ceny stali w Europie Północnej są obecnie niższe o 55% od maksimum z marca 2022 r. **Capex i dywidenda.** Bieżący rok jest ostatnim z podwyższonym capexem, po którym powinien on zbliżyć się do poziomu amortyzacji. W okresie prognozy zakładamy capex na poziomie PLN 45m rocznie. Powinno to zapewnić miejsce na wypłatę dywidendy. Zakładamy stopę dywidendy w przedziale 2.4-6.6% w ciągu najbliższych 3 lat.

Tabela 1. Śnieżka podsumowanie prognoz

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody (PLN mln)	821.3	794.9	811.6	782.3	827.1	949.5
EBITDA (PLN mln)	136.1	111.4	114.3	119.0	132.2	158.3
EBIT (PLN mln)	102.5	75.5	76.6	80.1	92.9	118.5
Zysk netto (PLN mln)	78.0	59.7	39.5	49.9	64.0	86.1
EPS (PLN)	6.2	4.7	3.1	4.0	5.1	6.8
DPS (PLN)	2.6	3.6	2.5	1.5	3.2	4.1
P/E (x)	14.4	16.1	19.6	15.5	12.1	9.0
EV/EBITDA (x)	10.2	11.4	9.4	8.8	7.8	6.4

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Sektor przemysłowy

## Śnieżka

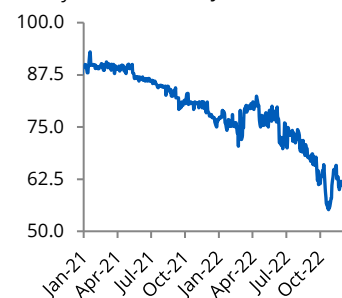
### KUPUJ

### FV PLN 75.87

24% potencjał wzrostu

Cena z dnia 8 grudnia 2022 PLN 61.40

Podwyższona do KUPUJ



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	12.6
Kapitalizacja (EUR m)	164.8
12M śr. dzienny wolumen (k)	0.4
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	82.40/54.40
Waga w WIG (%)	0.10
Reuters	SKA.WA
Bloomberg	SKA.PW

#### Stopa zwrotu

1M	-4.1%
3M	-8.1%
12M	-18.2%

#### 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

## KUPUJ

FV PLN 75.87

Kap. EUR 165m

Potencjał wzrostu 23.6%

Mnożniki	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	16.1	19.6	15.5	12.1	9.0
EV/EBITDA (x)	11.4	9.4	8.8	7.8	6.4
EV/Sprzedaż (x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
P/BV (x)	2.9	2.2	2.0	1.9	1.7
stopa FCF (%)	1.5%	4.9%	5.6%	7.0%	8.6%
DY (%)	5.9%	4.1%	2.4%	5.2%	6.6%

Na akcję	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (mln sztuk)	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
BPS (PLN)	4.7	3.1	4.0	5.1	6.8
BVPS (PLN)	26.5	27.3	30.2	32.5	35.7
FCFPS (PLN)	1.1	3.0	3.4	4.3	5.3
DPS (PLN)	3.60	2.50	1.50	3.16	4.06

Zmiana r/r (%)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	-3.2%	2.1%	-3.6%	5.7%	14.8%
EBITDA	-18.2%	2.6%	4.1%	11.1%	19.7%
EBITDA adj.	-18.2%	2.6%	4.1%	11.1%	19.7%
EBIT	-26.4%	1.6%	4.5%	15.9%	27.6%
Zysk netto	-23.4%	-33.8%	26.2%	28.3%	34.5%

Wskaźniki	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Marża brutto (%)	39.7%	38.2%	39.7%	40.7%	42.0%
Marża EBITDA (%)	14.0%	14.1%	15.2%	16.0%	16.7%
Marża EBIT (%)	9.5%	9.4%	10.2%	11.2%	12.5%
Marża netto (%)	7.5%	4.9%	6.4%	7.7%	9.1%
Dług netto / EBITDA (x)	2.49	2.35	2.02	1.69	1.29
Dług netto / Kap. Wł. (x)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE (%)	19.3%	12.9%	14.4%	16.8%	20.3%
ROA (%)	7.4%	4.9%	6.3%	7.9%	10.0%
ROIC (%)	10.6%	10.0%	10.8%	12.2%	14.7%

Założenia	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Geograficzna segmentacja sprzedaży</b>					
Polska	527.11	543.11	516.34	541.73	598.17
Węgry	144.55	139.23	125.17	128.20	142.42
Ukraina	80.27	78.13	93.88	115.79	170.91
<b>Sprzedaż w podziale na produkty</b>					
Wyroby dekoracyjne	620.55	625.51	600.68	637.26	739.18
Chemia budowlana	106.33	107.18	102.92	109.19	126.66
Wyroby przemysłowe	10.55	10.64	10.21	10.84	12.57
Towary	45.00	55.05	56.15	57.27	58.42
Pozostałe przychody	6.66	6.89	7.03	7.17	7.31
Materiały	5.78	5.34	5.34	5.34	5.34
<b>EBIT w podziale na kraje</b>					
Polska	55	57	54	58	65
Węgry	13	11	11	14	16
Ukraina	17	19	25	29	50
Koszty nieprzypisane	19	20	20	18	22

P&L (PLN mln)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	821.3	794.9	811.6	782.3	827.1	949.5
Koszt własny sprzedaży	475.7	479.6	501.4	471.4	490.2	550.8
<b>Zysk brutto</b>	<b>345.6</b>	<b>315.3</b>	<b>310.2</b>	<b>310.9</b>	<b>336.9</b>	<b>398.6</b>
Koszty sprzedaży	156.3	151.9	141.3	136.9	148.9	175.7
Koszty ogólnego zarządu	84.8	88.1	94.3	93.9	95.1	104.4
PPO/PKO netto	-2.0	0.2	2.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>136.1</b>	<b>111.4</b>	<b>114.3</b>	<b>119.0</b>	<b>132.2</b>	<b>158.3</b>
EBITDA skor.	<b>134.2</b>	<b>111.6</b>	<b>116.3</b>	<b>119.0</b>	<b>132.2</b>	<b>158.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>102.5</b>	<b>75.5</b>	<b>76.6</b>	<b>80.1</b>	<b>92.9</b>	<b>118.5</b>
Przychody/koszty fin. netto	0.9	1.0	-20.5	-12.7	-8.1	-6.6
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>104.0</b>	<b>76.8</b>	<b>56.3</b>	<b>67.8</b>	<b>85.2</b>	<b>112.5</b>
Podatek dochodowy	17.8	12.5	11.8	12.9	16.2	21.4
Udział w zysku j. stowarzyszonej	8.2	4.6	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Zysk netto</b>	<b>78.0</b>	<b>59.7</b>	<b>39.5</b>	<b>49.9</b>	<b>64.0</b>	<b>86.1</b>

BILANS (PLN mln)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>492.4</b>	<b>577.3</b>	<b>583.5</b>	<b>589.6</b>	<b>595.2</b>	<b>600.4</b>
WNIP oraz goodwill	84.6	83.2	76.0	75.1	74.1	73.3
Rzeczowe aktywa trwałe	401.9	489.6	502.9	510.0	516.6	522.6
Inne aktywa trwałe	5.9	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>217.2</b>	<b>225.7</b>	<b>214.8</b>	<b>200.3</b>	<b>217.4</b>	<b>259.1</b>
Zapasy	104.1	136.0	106.7	107.2	113.3	130.1
Należności krótkoterminowe	95.3	63.2	77.8	75.0	79.3	91.0
Inwestycje krótkoterminowe	15.5	16.2	20.0	7.8	14.6	27.7
Inne aktywa obrotowe	2.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
<b>Aktywa razem</b>	<b>709.6</b>	<b>803.0</b>	<b>798.3</b>	<b>789.9</b>	<b>812.7</b>	<b>859.5</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>326.3</b>	<b>334.0</b>	<b>344.9</b>	<b>380.9</b>	<b>410.0</b>	<b>449.9</b>
Mniejszości	32.8	29.9	30.2	30.2	30.2	30.2
<b>Zobowiązania długo.</b>	<b>119.3</b>	<b>270.6</b>	<b>213.9</b>	<b>213.9</b>	<b>202.9</b>	<b>196.9</b>
Kredyty i pożyczki	96.6	247.6	182.5	182.5	171.5	165.5
Inne zobowiązania długo.	22.7	23.0	31.3	31.3	31.3	31.3
<b>Zobowiązania krótko.</b>	<b>264.0</b>	<b>198.4</b>	<b>239.5</b>	<b>195.2</b>	<b>199.9</b>	<b>212.8</b>
Zobowiązania handlowe	72.3	103.2	104.5	96.5	97.4	106.7
Bieżąca część kredytów i pożyczek	147.4	39.1	90.0	50.0	50.0	50.0
Inne zobowiązania krótko.	44.3	56.1	45.0	48.7	52.4	56.1
<b>Pasywa razem</b>	<b>709.6</b>	<b>803.0</b>	<b>798.3</b>	<b>789.9</b>	<b>812.7</b>	<b>859.5</b>
Cykl konwersji gotówki (w dniach)	56	44	36	40	42	44
Dług brutto (PLN mln)	248.9	293.7	288.8	248.8	237.8	231.8
<b>Dług netto (PLN mln)</b>	<b>233.4</b>	<b>277.5</b>	<b>268.8</b>	<b>240.9</b>	<b>223.2</b>	<b>204.1</b>

PRZEPŁYWY PIENIĘŻNE (PLN mln)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Przepływy pien. z dział. oper.</b>	<b>120.7</b>	<b>124.1</b>	<b>99.4</b>	<b>89.4</b>	<b>100.2</b>	<b>112.9</b>
Zysk przed opodatkowaniem	104.0	76.8	56.3	67.8	85.2	112.5
Amortyzacja	33.6	36.0	37.7	38.9	39.4	39.8
Zmiany w kap. obrotowym	0.0	27.3	16.0	-5.7	-9.4	-19.3
Podatek	-20.3	-17.4	-11.8	-12.9	-16.2	-21.4
Pozostałe	3.4	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
<b>Przepływy pien. z dział. inw.</b>	<b>-124.8</b>	<b>-108.5</b>	<b>-58.2</b>	<b>-43.2</b>	<b>-43.2</b>	<b>-43.2</b>
Capex	-126.8	-110.5	-60.0	-45.0	-45.0	-45.0
Pozostałe	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>Przepływy pien. z dział. fin.</b>	<b>-12.8</b>	<b>-16.1</b>	<b>-37.4</b>	<b>-58.3</b>	<b>-50.3</b>	<b>-56.6</b>
Zmiana poziomu długu	29.0	42.0	-6.5	-40.0	-11.0	-6.0
Odsetki zapłacone	-3.3	-4.2	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
Dywidendy	-38.0	-53.2	-31.5	-19.0	-39.9	-51.2
Pozostałe	-0.5	-0.7	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>Zmiana środków pien.</b>	<b>-20.8</b>	<b>0.7</b>	<b>3.8</b>	<b>-12.2</b>	<b>6.7</b>	<b>13.1</b>
<b>Środki pien. na koniec okresu</b>	<b>15.5</b>	<b>16.2</b>	<b>20.0</b>	<b>7.8</b>	<b>14.6</b>	<b>27.7</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 2. Śnieżka wycena DCF 2023-27E

DCF (PLN m)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny
Przychody ze sprzedaży	782	827	949	1091	1256	1293
<b>EBITDA</b>	<b>119</b>	<b>132</b>	<b>158</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>242</b>
<b>EBIT</b>	<b>80</b>	<b>93</b>	<b>119</b>	<b>152</b>	<b>195</b>	<b>199</b>
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>NOPAT</b>	<b>65</b>	<b>75</b>	<b>96</b>	<b>123</b>	<b>158</b>	<b>161</b>
+ Amortyzacja	39	39	40	40	41	43
+ Capex	-45	-45	-45	-45	-45	-42
+ Zmiana w kapitale obrotowym netto	-6	-9	-19	-17	-20	-8
+ Leasing	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>FCFF</b>	<b>52</b>	<b>59</b>	<b>70</b>	<b>100</b>	<b>132</b>	<b>153</b>
Czynnik dyskontowy	0.89	0.80	0.72	0.64	0.57	
<b>Wartość bieżąca FCFF</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>64</b>	<b>76</b>	<b>1 003</b>
<b>Wartość rezydualna</b>						<b>1 745</b>
Stopa wolna od ryzyka	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.6%
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	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.3%</b>
Premia długu	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>Koszt długu po podatku</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.7%</b>
Udział długu	26.0%	23.1%	22.2%	21.8%	20.6%	20.6%
<b>WACC</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.8%</b>
Wartość bieżąca FCFF	284					
+ zdyskontowana wartość rezydualna	1 003					
<b>Wartość przedsiębiorstwa =</b>	<b>1 287</b>					
+ Gotówka	20					
+ Dług	-289					
+ Mniejszości/ wypłacone dywidendy	-30					
<b>Wartość kapitału własnego =</b>	<b>988</b>					
Liczba akcji (m)	13					
<b>Wycena DCF na akcję (PLN)</b>	<b>78.32</b>					

Wrażliwość DCF (PLN)	WACC w okresie rezydualnym							
	13.3%	12.8%	12.3%	11.8%	11.3%	10.8%	10.3%	
Wzrost w okresie rezydualnym	2.5%	63.74	66.90	70.39	74.25	78.55	83.38	88.82
	3.0%	66.70	70.18	74.03	78.32	83.13	88.56	94.74
	3.5%	69.98	73.82	78.09	82.89	88.31	94.47	101.54

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 3. Śnieżka wycena DDM 2023-27E

DDM	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Okres rezydualny
<b>DPS (PLN na akcję)</b>	<b>1.5</b>	<b>3.2</b>	<b>4.1</b>	<b>5.5</b>	<b>7.2</b>	<b>11.3</b>
Koszt kapitału własnego	13.6%	13.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.3%
Czynnik dyskontowy	0.87	0.77	0.68	0.60	0.53	
Zdyskontowany DPS (PLN na akcję)	1.3	2.4	2.8	3.3	3.8	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN na akcję)						13.6
Wzrost w okresie rezydualnym						3.0%
Zdyskontowana wartość rezydualnego DPS (PLN na akcję)						59.8
<b>Wycena DDM na akcję (PLN na akcję)</b>						<b>73.42</b>

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 4. Podsumowanie wyceny

Śnieżka, podsumowanie wyceny	Waga	Cena
DCF wartość godziwa (PLN na akcję)	50%	78.32
DDM: wartość godziwa (PLN na akcję)	50%	73.42
<b>Wartość godziwa (PLN na akcję)</b>		<b>75.87</b>

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 5. Zmiany w prognozach

	2022E			2023E			2024E		
	Obecnie	Poprzednio	r/r	Obecnie	Poprzednio	r/r	Obecnie	Poprzednio	r/r
Przychody	811.6	807	1%	782.3	789.7	-1%	827.1	820.0	1%
EBITDA	114.3	107.6	6%	119.0	143.9	-17%	132.2	164.7	-20%
EBIT	76.6	68.9	11%	80.1	104.1	-23%	92.9	124.5	-25%
Zysk netto	39.5	42.2	-6%	49.9	72.3	-31%	64.0	91.6	-30%

Źródło: IPOPEMA Research

Tabela 6. Śnieżka wycena porównawcza 2022-24E

SPÓŁKA	Cena	Kapitalizacja EUR m	P/E			EV/EBITDA			DY 2022E
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
AKZO NOBEL N.V.	EUR 64.5	11 250	21.6	16.0	12.6	12.8	10.2	8.5	3.2%
PPG INDUSTRIES INC	USD 130.7	29 468	22.1	19.2	16.8	15.0	13.3	11.9	1.9%
SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	USD 252.7	62 788	28.9	25.1	22.7	20.9	18.1	16.9	1.0%
RPM INTERNATIONAL INC	USD 103.2	12 777	22.5	19.9	17.3	15.0	13.7	11.9	1.8%
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	USD 25.6	5 412	17.4	14.5	12.3	10.9	9.3	8.4	0.0%
KANSAI PAINT CO LTD	JPY 1,764.0	3 410	20.6	18.9	17.5	10.4	8.8	8.3	1.8%
NIPPON PAINT HOLDINGS CO LTD	JPY 1,189.0	19 985	35.3	28.0	25.5	22.4	18.8	17.6	1.1%
ASIAN PAINTS LTD	INR 3,166.4	36 962	72.2	58.2	51.1	47.5	38.8	34.0	0.9%
<b>MEDIANA</b>			<b>22.3</b>	<b>19.5</b>	<b>17.4</b>	<b>15.0</b>	<b>13.5</b>	<b>11.9</b>	<b>1.4%</b>
SNIEZKA	61.4	164.8	19.6	15.5	12.1	9.4	8.8	7.8	4.1%
premia/dyskonto do spółek porównywalnych (mediana)			-12%	-20%	-30%	-37%	-35%	-35%	

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](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

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

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

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

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

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., Molecule S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo Photonics 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: Bitnet 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 – 30 września 2022)

	Liczba	%
Kup	29	44%
Trzymaj	20	30%
Sprzedaj	17	26%
Suma	66	100%

#### Historia ratingów – Śnieżka

Data	Rekomendacja	FV	Cena z rekomendacji	Autor
10/07/2020	KUPUJ	PLN 97.30	PLN 86.00	Piotr Jusiński
08/12/2020	ZAWIESZONA	-	-	-
08/09/2021	SPRZEDAJ	PLN 71.39	PLN 83.40	Michał Pilch
13/12/2021	SPRZEDAJ	PLN 64.61	PLN 77.80	Michał Pilch
04/07/2022	SPRZEDAJ	PLN 53.27	PLN 75.00	Michał Pilch
13/12/2022	KUPUJ	PLN 75.87	PLN 61.40	Michał Pilch