

2020-12-31 13:30

<b>Cena docelowa 31.12.2021[PLN]</b>	<b>106,00</b>
Wycena DCF [PLN]	92,61
Wycena porównawcza [PLN]	128,06
Cena rynkowa [PLN]	89,00
Pot.wzrostu/spadku [%]	19,10%
Kapitalizacja [mln PLN]	1 123,0
Free float [mln PLN]	209,4
Sektor	Przemysł materiałów budowlanych
Kod GPW	SKA
Bloomberg	SKA PW

**Analitik:**
**Tomasz Czarnecki**

Tel.: (22) 53 95 542

**Artur Wizner**

Tel.: (22) 53 95 548

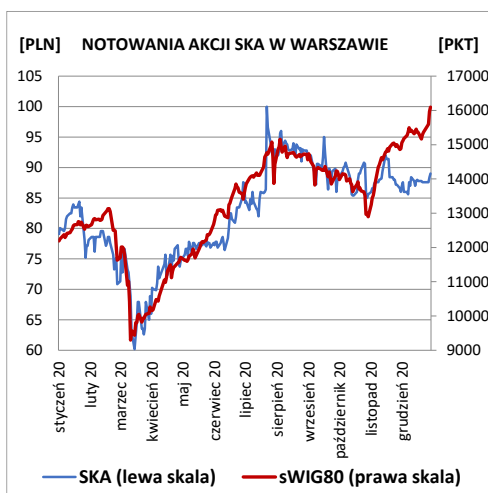
**Profil Spółki:**

Śnieżka jest producentem farb i lakierów. Działalność spółki obejmuje produkcję farb emulsyjnych, olejno-ftalowych oraz mas szpachlowych. Podstawowym rynkiem zbytu jest dla spółki rynek polski, jednak wytwarzane produkty są eksportowane także na Ukrainę, Białoruś oraz do pozostałych krajów Europy Wschodniej.

 Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Główni Akcjonariusze :	[%]
Jerzy Pater*	20,14
Stanisław Cymbor*	20,14
Aviva PTE Aviva Santander SA	11,58
Piotr Mikrut	10,07
Rafał Mikrut	10,07
Nationale-Nederlanden PTE SA	9,35

\* z podmiotami powiązanymi



# ŚNIEŻKA S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

**Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki ŚNIEŻKA – od Kupuj i określamy cenę docelową na poziomie 106 zł/akcję, tj. 19% powyżej ceny rynkowej.**

Perspektywy rozwoju Spółki postrzegamy w bardziej kolorowych barwach z uwagi na:

- Efekty synergii z przejętego w 2019 roku Poli-Farbe, które są już wyraźnie widoczne w 2020 roku, lecz realizacja planu restrukturyzacji przejętej Spółki rozłożona do 2022 roku zawiera potencjał do dalszej poprawy wyników z tego tytułu.
- Trend wzmożonych zakupów remontowych utrzymujący się w 2Q oraz 3Q 2020 kluczowy dla poziomu rocznych wyników, jest możliwy do powtórzenia również w przyszłym roku.
- Proces rozbudowy mocy logistycznych i sprzedażowych - budowane Centrum Logistyczne w Zawadzie k. Dębicy, pozwoli Spółce znacznie zwiększyć efektywność procesów logistycznych i obniżyć capex.
- Optymalizacja procesów zarządzania, poprzez tworzenie centrów kompetencji. Zapowiadana zmiana koncepcji modelu zarządzania poprzez wydzielenie zorganizowanej części przedsiębiorstwa, której zadaniem będzie działalność sprzedażowo-marketingowa.
- Silny popyt na nowe mieszkania – utrzymujący się trend, korzystny dla biznesu Spółki.
- Potencjał do poprawy sprzedaży na rynku białoruskim po okresie mocnych spadków - wynik mniejszego ryzyka politycznego
- Pozytywne dla biznesu Spółki trendy na rynku remontowym.

[tys. zł]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>717 082</b>	<b>824 295</b>	<b>730 368</b>	<b>735 832</b>	<b>740 775</b>	<b>745 288</b>
<b>EBITDA</b>	106 824	122 745	104 373	104 360	104 466	104 172
<i>marża EBITDA</i>	14,9%	14,9%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
<b>EBIT</b>	78 970	94 134	77 206	77 783	78 306	78 783
<b>Wynik netto</b>	<b>62 647</b>	<b>73 414</b>	<b>60 511</b>	<b>61 038</b>	<b>61 230</b>	<b>61 734</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>265 426</b>	<b>335 827</b>	<b>358 138</b>	<b>419 177</b>	<b>442 453</b>	<b>466 121</b>
<b>Dług netto</b>	185 466	141 291	129 286	98 927	73 898	42 063
P/E	17,9	15,3	18,6	18,4	18,3	18,2
P/BV	4,2	3,3	3,1	2,7	2,5	2,4
EV/EBITDA	12,2	10,3	12,0	11,7	11,5	11,2
DY	2,63%	2,97%	3,00%	3,20%	3,40%	3,70%

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

# ŚNIEŻKA S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

### Spis treści

1. STRATEGIA.....	3
2. MODEL BIZNESOWY .....	3
3. WYCENA .....	5
4. PROGNOZY FINANSOWE.....	8
5. CZYNNIKI RYZYKA .....	13
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	16

## 1. STRATEGIA

Głównym założeniem długoterminowej strategii rozwoju Grupy Kapitałowej Śnieżka na najbliższe lata jest osiągnięcie pozycji lidera w segmencie farb dekoracyjnych w Europie Środkowo-Wschodniej, ze szczególnym uwzględnieniem rynków: polskiego, węgierskiego, ukraińskiego i białoruskiego.

Strategia rozwoju Grupy Śnieżka zakłada szczególną aktywność w trzech obszarach:

- ✚ wzrost udziału wyrobów dostarczanych przez spółki Grupy Kapitałowej do kanału nowoczesnego tj. sieci marketów budowlanych (DIY), zarówno w Polsce, jak i na Ukrainie i w Rosji
- ✚ kontynuowanie programu budowy i przebudowy sieci sklepów partnerskich w Polsce, a także na kluczowych rynkach zagranicznych
- ✚ inwestycje kapitałowe związane z potencjalnymi możliwościami akwizycji w Europie Środkowo-Wschodniej.

Cele strategiczne Grupa Kapitałowa Śnieżka chce realizować poprzez dalsze dostosowywanie oferty do potrzeb konsumentów na rynkach lokalnych poszczególnych państw poprzez bogate portfolio oraz multibranding. W procesie osiągania pozycji lidera rynku farb i lakierów w kraju oraz Europie Wschodniej szczególny nacisk Spółka chce położyć na wzrost sprzedaży w nowoczesnych kanałach dystrybucji.

W skład grupy kapitałowej Grupy Kapitałowej Śnieżka wchodzi:

- Poli-Farbe Vegyipari Kft. (80% udziałów),
- Śnieżka-Ukraina sp. z o.o. (83,48% udziałów),
- Śnieżka-BelPol Sp. z o.o. (100% udziałów),
- TM Investment Sp. z o.o. (100% udziałów),
- PlastBud Sp. z o.o. (10,07% udziałów),
- Radomska Fabryka Farb i Lakierów S.A. (91,5% udziałów)

## 2. MODEL BIZNESOWY

Produkty FFIL Śnieżka SA są dostępne w wielu kanałach dystrybucji. Wśród nich dominująca jest rola kanału niezależnego, w ramach którego od kilku lat funkcjonuje m.in. sieć „Sklepów Firmowych” i „Salonów Firmowych”. To punkty sprzedaży detalicznej spełniające określone wymagania, tworzone w partnerstwie z klientami biznesowymi Spółki, w oparciu o gotowy model współpracy biznesowej. Podobny model funkcjonuje na rynku ukraińskim, gdzie Grupa posiada sieć sklepów partnerskich. Spółka współpracuje również z międzynarodowymi i lokalnymi sieciami marketów budowlanych (kanał DIY). W Polsce jej produkty są obecne w marketach sieci Leroy Merlin, OBI, Castorama, Jula, Bricomarché, a także w placówkach Grupy PSB i Merkury. Wielokanałowa dystrybucja jest jednym z założeń strategii wzrostu sprzedaży Spółki, a jednocześnie minimalizuje ryzyko związane ze zbyt dużym uzależnieniem się od jednego kanału dystrybucji lub dystrybutora.

Na rynkach zagranicznych sprzedaż produktów Spółki jest prowadzona głównie w modelu pośrednim. Jej wyroby dystrybuowane są przez hurtownie, sklepy detaliczne oraz sieci marketów budowlanych.

Produkty Grupy Kapitałowej Śnieżka są sprzedawane pod następującymi markami handlowymi:



Grupa Kapitałowa Śnieżka posiada 7 zakładów produkcyjnych: 4 w Polsce (Brzeźnica, Lubzina, Pustków, Radom) i po jednym na Węgrzech (Bócsa), Ukrainie (Jaworów) oraz Białorusi (Żodino k. Mińska).



Źródło: Spółka, PREZENTACJA WYNIKÓW ZA 1-3Q 2020 r.

Produkty Grupy są sprzedawane w kilkunastu krajach głównie Europy Środkowo – Wschodniej. Sprzedaż zagraniczna stanowi ponad 35% przychodów Spółki. W krajach, gdzie Spółka nie ma magazynów/produkcji, prowadzi sprzedaż poprzez podmioty dystrybucyjne i biura handlowe.



\* wyroby przemysłowe, materiały, pozostałe przychody

Źródło: Spółka, PREZENTACJA WYNIKÓW ZA 1-3Q 2020 r.

### 3. WYCENA

Wartość akcji Grupy Śnieżka S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 93 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 128 PLN.

#### Wycena porównawcza

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	128
Wycena DCF	75%	93
Cena wynikowa		101
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>106</b>

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Z powodu brak na GPW innych podmiotów z branży farb w analizie porównawczej wycenę akcji Grupy Śnieżka S.A. odnieśliśmy do 8 światowych spółek operujących w branży. Zagraniczne spółki mimo, że sprzedaż farb ma dominujący udział w ich przychodach, często posiadają inną ekspozycję produktową (wyższy udział farb przemysłowych, produkcja innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu do producentów farb którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów (AkzoNobel, PPG), działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Ze względu na te czynniki dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 25% w ostatecznej wycenie.

#### Wycena porównawcza

Producenci farb	Kurs [PLN]	Kapitalizacja mln PLN	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
TIKKURILA OYJ	24,95	5 057,7	30,9	24,2	24,1	6,5	5,7	5,3	16,8	13,6	13,9
PPG INDUSTRIES INC	143,22	126 555,0	23,0	25,4	21,0	6,4	5,8	5,2	14,5	15,7	13,6
AKZO NOBEL N.V.	88,22	77 269,3	29,1	23,7	20,4	2,9	2,8	2,7	14,0	13,2	11,8
RPM	90,50	43 991,6	35,3	30,7	22,1	8,0	8,2	7,3	20,0	18,4	14,7
SHERWIN	727,13	247 060,2	34,3	29,9	27,2	16,2	15,2	13,5	23,9	21,4	19,8
FULLER	52,75	10 209,4	17,6	20,1	16,2	2,1	2,1	2,0	10,2	11,4	10,3
AXALTA COATING SYSTEMS LTD	28,56	25 159,0	15,7	24,1	16,3	4,7	4,6	3,9	10,0	12,8	10,2
CARLISLE COS INC	155,94	31 139,7	19,4	28,0	21,9	3,2	3,4	3,0	11,3	13,6	12,1
<b>Mediana</b>	-	-	<b>26,0</b>	<b>24,8</b>	<b>21,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>14,2</b>	<b>13,6</b>	<b>12,8</b>
SNIEZKA	89,00	1 123,0	15,3	18,6	18,4	3,0	2,9	2,7	10,6	12,5	12,5
premia (dyskonto)			-0,4	-0,3	-0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,0
<b>Implikowana wycena</b>	-	<b>1 615,8</b>	<b>1 912,0</b>	<b>1 501,0</b>	<b>1 309,1</b>	<b>2 047,5</b>	<b>2 005,8</b>	<b>1 886,8</b>	<b>1 503,4</b>	<b>1 223,5</b>	<b>1 153,2</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>			<b>128,06</b>								

Źródło: DM BPS, Bloomberg

## Założenia do modelu DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- + Beta na poziomie: 0,62 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- + Premia za ryzyko: 5,5%.
- + Stopa wolna od ryzyka: 1,24% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- + Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- + Dług netto: na poziomie z końca III Q 2020 roku.
- + Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży materiałów budowlanych).

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
<b>Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi</b>	<b>717 082,0</b>	<b>824 294,9</b>	<b>730 368,3</b>	<b>735 832,4</b>	<b>740 775,2</b>	<b>745 287,7</b>	<b>749 014,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>106 824,0</b>	<b>122 744,9</b>	<b>104 372,6</b>	<b>104 359,9</b>	<b>104 466,3</b>	<b>104 172,3</b>	
<b>EBIT</b>	<b>78 970,0</b>	<b>94 134,4</b>	<b>77 205,6</b>	<b>77 783,2</b>	<b>78 305,7</b>	<b>78 782,7</b>	<b>79 176,7</b>
Stopa podatkowa	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>NOPLAT</b>	62 647,0	73 414,4	60 511,0	61 038,2	61 230,4	61 734,2	62 825,3
Amortyzacja	27 854,0	28 610,5	27 167,0	26 576,7	26 160,5	25 389,6	25 389,6
CAPEX	-77 500,0	-78 000,0	-43 000,0	32 000,0	26 000,0	25 390,0	25 390,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	7 224,0	7 151,9	1 274,0	6 390,4	838,1	7 431,3	7 431,3
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>160 777,0</b>	<b>172 873,0</b>	<b>129 404,0</b>	<b>49 224,4</b>	<b>60 552,9</b>	<b>54 302,6</b>	<b>55 393,6</b>
Współczynnik dyskontujący		0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	0,74
<b>DFCF</b>		<b>164 216,2</b>	<b>116 808,2</b>	<b>42 249,3</b>	<b>49 467,4</b>	<b>42 252,0</b>	<b>41 051,6</b>
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		1 233 145,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		913 871,5					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>1 286 612,5</b>					
Dług netto/(gotówka netto)		181 600,8					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>1 105 011,7</b>					
Ilość akcji [w mln]		11932,3					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>93</b>					
Przychody zmiana r/r		15,0%	-11,4%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%
EBIT zmiana r/r		19,2%	-18,0%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%
FCF zmiana r/r		7,5%	-25,1%	-62,0%	23,0%	-10,3%	2,0%
Marża EBITDA		14,9%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%	0,0%
Marża EBIT		11,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Marża NOPLAT		8,9%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%
CAPEX/Przychody		-9,5%	-5,9%	4,3%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX/Amortyzacja		-272,6%	-158,3%	120,4%	99,4%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		7 151,86	1 274,03	6 390,44	838,05	7 431,25	7 431,25
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		10,5					
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w</b>		<b>71,0%</b>					

Kalkulacja WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,24%	1,2%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62	0,62
Beta (zlewarowana)	0,88	0,86	0,80	0,77	0,74	0,74
Koszt kapitału własnego	6,1%	5,9%	5,6%	5,4%	5,3%	5,3%
Udział kapitału własnego	49,9%	52,3%	61,0%	61,3%	64,3%	64,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	50,1%	47,7%	39,0%	38,7%	35,7%	35,7%
<b>WACC</b>	<b>5,27%</b>	<b>5,24%</b>	<b>5,17%</b>	<b>5,06%</b>	<b>4,99%</b>	<b>4,99%</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę współczynnika wzrostu po okresie prognozy oraz zmianę premii za ryzyko.

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	76	77	79	80	81	89	98	111	127
	0,50%	79	81	82	83	85	93	104	117	135
	0,25%	83	84	85	87	89	98	109	125	146
	0,00%	86	88	89	91	93	103	116	133	157
	-0,25%	90	92	93	95	97	108	123	142	171
	-0,50%	94	96	98	100	102	114	131	153	187
	-0,75%	98	100	103	105	107	121	140	166	206
	-1,00%	103	106	108	110	113	129	150	181	229

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## 4. PROGNOZY FINANSOWE

### Prognoza na 4Q'20 i lata 2021-2024

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>167 765,0</b>	<b>263 330,0</b>	<b>251 137,0</b>	<b>142 062,9</b>	<b>717 082,0</b>	<b>824 294,9</b>	<b>730 368,3</b>	<b>735 832,4</b>	<b>740 775,2</b>	<b>745 287,7</b>
<i>zmiana r/r</i>	30,55%	31,03%	2,05%	0,40%	22,20%	14,95%	-11,39%	0,75%	0,67%	0,61%
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>95 991</b>	<b>150 761</b>	<b>143 880</b>	<b>103 945</b>	<b>412 999</b>	<b>494 577</b>	<b>438 221</b>	<b>441 499</b>	<b>444 465</b>	<b>447 173</b>
<i>zmiana r/r</i>	29,92%	33,48%	1,33%	23,48%	21,10%	19,75%	-11,39%	0,75%	0,67%	0,61%
<b>ZbZS</b>	<b>71 774</b>	<b>112 569</b>	<b>107 257</b>	<b>38 118</b>	<b>304 083</b>	<b>329 718</b>	<b>292 147</b>	<b>294 333</b>	<b>296 310</b>	<b>298 115</b>
<i>zmiana r/r</i>	31,40%	27,88%	3,01%	-33,50%	-44,15%	8,43%	-11,39%	0,75%	0,67%	0,61%
<i>marża</i>	42,78%	42,75%	42,71%	26,83%	42,41%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%	40,00%
Koszty sprzedaży	32 202	45 967	44 406	26 622	142 173	149 197	132 197	133 186	134 080	134 897
Koszty ogólnego zarządu	18 895	22 656	19 559	20 413	77 009	81 523	78 436	79 023	79 553	80 038
<b>EBITDA</b>	<b>28 114</b>	<b>52 589</b>	<b>51 526</b>	<b>-9 484</b>	<b>106 824</b>	<b>122 745</b>	<b>104 373</b>	<b>104 360</b>	<b>104 466</b>	<b>104 172</b>
<i>zmiana r/r</i>	24,33%	65,23%	0,33%	-	8,60%	14,90%	-14,97%	-0,01%	0,10%	-0,28%
<i>marża</i>	16,76%	19,97%	20,52%	-6,68%	14,90%	14,89%	14,29%	14,18%	14,10%	13,98%
<b>EBIT</b>	<b>20 068</b>	<b>44 048</b>	<b>42 990</b>	<b>-12 972</b>	<b>78 970</b>	<b>94 134</b>	<b>77 206</b>	<b>77 783</b>	<b>78 306</b>	<b>78 783</b>
<i>zmiana r/r</i>	16,16%	72,08%	-2,55%	-	-0,90%	19,20%	-17,98%	0,75%	0,67%	0,61%
<i>marża</i>	11,96%	16,73%	17,12%	-9,13%	11,01%	11,42%	10,57%	10,57%	10,57%	10,57%
<b>ZB</b>	<b>19 027</b>	<b>44 574</b>	<b>43 606</b>	<b>-14 685</b>	<b>78 952</b>	<b>92 522</b>	<b>76 260</b>	<b>76 924</b>	<b>77 167</b>	<b>77 802</b>
<i>zmiana r/r</i>	11,14%	74,05%	-0,62%	-	0,70%	17,19%	-17,58%	0,87%	0,31%	0,82%
<i>marża</i>	11,34%	16,93%	17,36%	-10,34%	11,01%	11,22%	10,44%	10,45%	10,42%	10,44%
<b>ZN</b>	<b>15 332</b>	<b>37 059</b>	<b>35 568</b>	<b>-14 545</b>	<b>62 647</b>	<b>73 414</b>	<b>60 511</b>	<b>61 038</b>	<b>61 230</b>	<b>61 734</b>
<i>zmiana r/r</i>	8,67%	82,57%	-1,16%	-	-1,20%	17,19%	-17,58%	0,87%	0,31%	0,82%
<i>marża</i>	9,1%	14,1%	14,2%	-10,2%	8,7%	8,9%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%

Źródło: DM Banku BPS S.A.



## Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>564 480,7</b>	<b>586 777,0</b>	<b>717 082,0</b>	<b>824 294,9</b>	<b>730 368,3</b>	<b>735 832,4</b>	<b>740 775,2</b>	<b>745 287,7</b>
Koszt własny sprzedaży	-341 583,0	-341 059,0	-412 999,0	-494 576,9	-438 221,0	-441 499,4	-444 465,1	-447 172,6
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>222 897,7</b>	<b>245 718,0</b>	<b>304 083,0</b>	<b>329 718,0</b>	<b>292 147,3</b>	<b>294 332,9</b>	<b>296 310,1</b>	<b>298 115,1</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-149 696,7	-162 727,0	-219 182,0	-230 720,2	-210 632,5	-212 208,3	-213 633,8	-214 935,2
<b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>	<b>73 201,0</b>	<b>82 991,0</b>	<b>84 901,0</b>	<b>98 997,8</b>	<b>81 514,8</b>	<b>82 124,6</b>	<b>82 676,3</b>	<b>83 179,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>89 833,0</b>	<b>98 370,0</b>	<b>106 824,0</b>	<b>122 744,9</b>	<b>104 372,6</b>	<b>104 359,9</b>	<b>104 466,3</b>	<b>104 172,3</b>
<b>EBIT</b>	<b>73 900,0</b>	<b>79 647,0</b>	<b>78 970,0</b>	<b>94 134,4</b>	<b>77 205,6</b>	<b>77 783,2</b>	<b>78 305,7</b>	<b>78 782,7</b>
Zysk (strata) brutto	70 286,0	78 441,0	78 952,0	92 521,7	76 260,1	76 924,5	77 166,7	77 801,6
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>56 692,0</b>	<b>63 389,0</b>	<b>62 647,0</b>	<b>73 414,4</b>	<b>60 511,0</b>	<b>61 038,2</b>	<b>61 230,4</b>	<b>61 734,2</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza bilansu

BILANS [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>182 680,0</b>	<b>234 952,0</b>	<b>415 721,0</b>	<b>417 061,4</b>	<b>409 146,8</b>	<b>401 290,3</b>	<b>393 800,6</b>	<b>386 711,9</b>
Wartości niematerialne i prawne	1 923,0	10 298,0	79 201,0	85 845,0	85 845,0	85 845,0	85 845,0	85 845,0
Rzeczowe aktywa trwałe	166 034,0	218 433,0	330 542,0	322 741,2	315 124,5	307 687,6	300 426,2	293 336,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>181 057,0</b>	<b>169 529,0</b>	<b>245 727,0</b>	<b>255 333,7</b>	<b>275 207,8</b>	<b>286 094,2</b>	<b>328 456,2</b>	<b>338 743,4</b>
Zapasy	79 468,0	84 129,0	108 481,0	109 153,6	109 830,3	110 511,3	111 196,5	111 885,9
Należności krótkoterminowe	77 711,0	77 235,0	98 549,0	103 377,9	108 443,4	113 757,1	119 331,2	125 178,5
Inwestycje krótkoterminowe	23 378,0	7 730,0	38 565,0	28 837,0	38 837,0	32 337,0	33 337,0	34 837,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>369 110,0</b>	<b>404 481,0</b>	<b>661 448,0</b>	<b>672 395,1</b>	<b>684 354,6</b>	<b>687 384,5</b>	<b>722 256,7</b>	<b>725 455,3</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>224 620,0</b>	<b>262 484,0</b>	<b>265 426,0</b>	<b>335 827,4</b>	<b>358 138,4</b>	<b>419 176,6</b>	<b>442 453,0</b>	<b>466 121,2</b>
Kapitał (fundusz) podstawowy	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0	12 618,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	131 258,0	144 683,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0	167 231,0
Zyski zatrzymane	123 859,0	144 450,0	147 922,0	221 336,4	243 647,4	304 685,6	327 962,0	351 630,2
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>140 572,0</b>	<b>135 569,0</b>	<b>363 081,0</b>	<b>316 903,1</b>	<b>307 025,2</b>	<b>287 654,8</b>	<b>262 240,4</b>	<b>242 934,1</b>
Zobowiązania długoterminowe	3 537,0	5 159,0	158 798,0	136 259,6	126 379,0	108 867,5	86 006,0	68 476,5
Długoterminowe %	0,0	0,0	114 992,0	92 736,0	85 600,0	65 464,0	45 328,0	25 192,0
Zobowiązania krótkoterminowe	137 035,0	130 410,0	204 283,0	180 643,5	180 646,2	178 787,3	176 234,4	174 457,6
Krótkoterminowe %	75 241,0	65 492,0	106 811,0	85 209,1	85 520,3	85 798,7	86 050,5	86 280,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>369 110,0</b>	<b>404 481,0</b>	<b>661 448,0</b>	<b>672 395,1</b>	<b>684 354,6</b>	<b>687 384,5</b>	<b>722 256,7</b>	<b>725 455,3</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Prognoza przepływów finansowych.

CASH FLOW [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF Operacyjny	62 156,0	80 715,0	99 157,0	107 000,0	115 000,0	121 000,0	134 000,0	136 000,0
CF Inwestycyjny	-27 003,0	-56 346,0	-175 605,0	-70 500,0	-35 000,0	-34 500,0	-34 000,0	-34 500,0
CF Finansowy	-22 326,0	-40 322,0	105 730,0	-44 000,0	-70 000,0	-93 000,0	-99 000,0	-100 000,0
Przepływy pieniężne netto	12 827,0	-15 953,0	29 282,0	-7 500,0	10 000,0	-6 500,0	1 000,0	1 500,0
Środki pieniężne na początek okresu	9 588,0	21 444,0	5 563,0	36 337,0	28 837,0	38 837,0	32 337,0	33 337,0
Środki pieniężne na koniec okresu	21 444,0	5 563,0	36 337,0	28 837,0	38 837,0	32 337,0	33 337,0	34 837,0

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

## Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-1,9%	3,9%	22,2%	15,0%	-11,4%	0,7%	0,7%	0,6%
EBITDA zmiana r/r	8,7%	9,5%	8,6%	14,9%	-15,0%	0,0%	0,1%	-0,3%
EBIT zmiana r/r	14,3%	7,8%	-0,9%	19,2%	-18,0%	0,7%	0,7%	0,6%
Zysk netto zmiana r/r	5,1%	11,8%	-1,2%	17,2%	-17,6%	0,9%	0,3%	0,8%
Marża brutto na sprzedaży	39,5%	41,9%	42,4%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Marża EBITDA	15,9%	16,8%	14,9%	14,9%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Marża EBIT	13,1%	13,6%	11,0%	11,4%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Marża brutto	12,5%	13,4%	11,0%	11,2%	10,4%	10,5%	10,4%	10,4%
Marża netto	10,0%	10,8%	8,7%	8,9%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
COGS / Przychody	87,0%	85,9%	88,2%	88,0%	88,8%	88,8%	88,8%	88,8%
SG&A / Przychody	27,0%	28,9%	31,7%	29,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
SG&A / COGS	31,1%	33,7%	36,0%	32,9%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
ROE	25,2%	24,1%	23,6%	21,9%	16,9%	14,6%	13,8%	13,2%
ROA	15,4%	15,7%	9,5%	10,9%	8,8%	8,9%	8,5%	8,5%
Dług	75 241,0	65 492,0	221 803,0	177 945,1	171 120,3	151 262,7	131 378,5	111 472,5
D/(D+E)	25,1%	20,0%	45,5%	34,6%	32,3%	26,5%	22,9%	19,3%
D/E	33,5%	25,0%	83,6%	53,0%	47,8%	36,1%	29,7%	23,9%
Odsetki / EBIT	5,7%	2,5%	3,5%	3,2%	3,4%	3,6%	3,6%	3,5%
Dług netto	53 797,0	59 929,0	185 466,0	149 108,1	132 283,3	118 925,7	98 041,5	76 635,5
Dług netto / Kapitał własny	24,0%	22,8%	69,9%	44,4%	36,9%	28,4%	22,2%	16,4%
Dług netto / EBITDA	59,9%	60,9%	173,6%	121,5%	126,7%	114,0%	93,8%	73,6%
Dług netto / EBIT	72,8%	75,2%	234,9%	158,4%	171,3%	152,9%	125,2%	97,3%
EV	1 069 185,2	1 063 053,2	937 516,2	973 874,2	990 699,0	1 004 056,6	1 024 940,7	1 046 346,8
Dług / EV	7,0%	6,2%	23,7%	18,3%	17,3%	15,1%	12,8%	10,7%
CAPEX / Przychody	3,8%	12,1%	19,5%	2,5%	2,7%	4,3%	3,5%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	133,2%	379,9%	502,5%	72,7%	72,0%	120,4%	99,4%	100,0%
Amortyzacja / Przychody	2,8%	3,2%	3,9%	3,5%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,8%	0,3%	4,0%	2,7%	1,7%	6,1%	1,6%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Rynek mieszkaniowy w Europie Środkowej

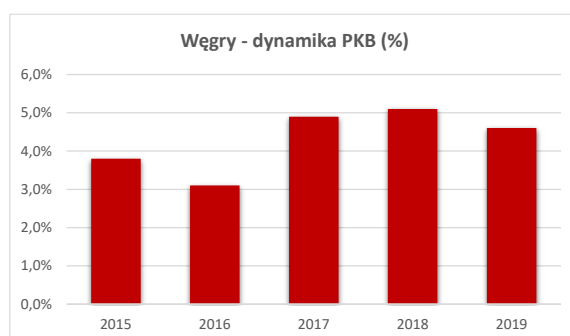
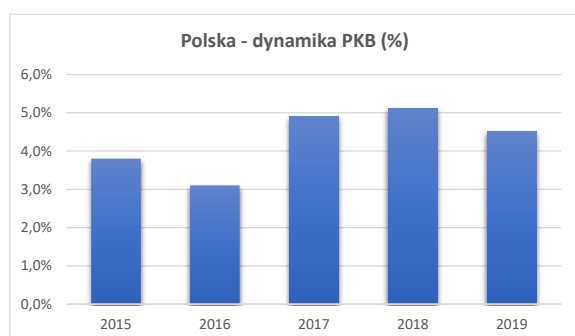
Bieżący rok z powodu pandemii COVID-19 był specyficzny pod wieloma względami. Z jednej strony w związku z wiosennym lockdownem, spadła liczba transakcji na rynku nieruchomości oraz liczba wydanych pozwoleń na budowę, z drugiej zaś strony ludzie uziemieni w domach dokonywali masowych remontów, co przełożyło się na znaczny wzrost przychodów Spółki w pierwszym półroczu. W naszej ocenie, taka sytuacja może potrwać jeszcze przez część 2021 roku, natomiast w dłuższym horyzoncie na sprzedaż materiałów wykończeniowych najistotniejszy wpływ będzie miał popyt na mieszkania i remonty, a ten z kolei jest uzależniony od czynników makroekonomicznych takich jak wzrost PKB, nastrojów konsumenckich, stóp procentowych, poziomu płac będących miarą siły nabywczej gospodarstw domowych, inflacji, bezrobocia i dynamiki konsumpcji. Ważne są również programy stymulujące popyt, a także podaż nieruchomości.

W Europie Środkowo-Wschodniej liczba wydawanych pozwoleń na budowę, rozpoczynanych budów i oddawanych mieszkań od kilku lat rośnie. Czynniki wzrostu mają mocne podłoże fundamentalne. W naszej ocenie dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym powinna się jeszcze utrzymać przez około 2 lata. Jest ona być wspierana niskimi stopami

procentowymi, niskim bezrobociem, rosnącą siłą nabywczą obywateli. Oczekiwane przez nas schłodzenie koniunktury może nastąpić na skutek nasycenia rynku, wzrostu cen mieszkań, wyhamowania wzrostu płac i prawdopodobnie rosnących stóp procentowych. Jednak należy zwrócić uwagę, że większość popytu na produkty Spółki wynika z przeprowadzanych remontów.

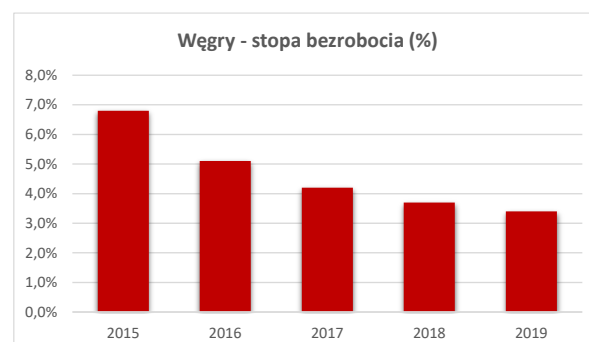
Poniżej przedstawione wykresy pokazują powyższe wartości dla dwóch rynków, które aktualnie posiadają dominujący udział w przychodach Grupy Kapitałowej Śnieżka – Polska (64,2%) oraz Węgry (19,7%). Uważamy, że po przejściu Poli-Farbe w nadchodzącym roku Spółka będzie koncentrować swoje działania operacyjne i sprzedażowe na rynku Węgierskim w celu maksymalizacji synergii z przeprowadzonej transakcji.

### Dynamika PKB



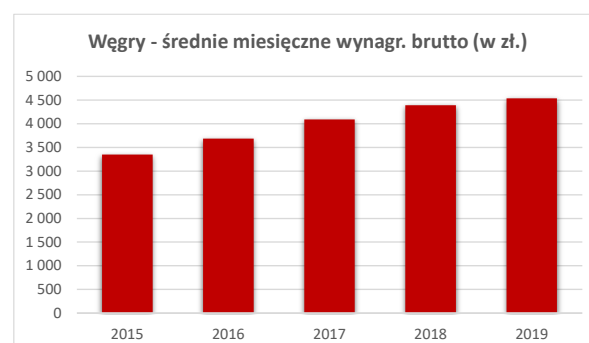
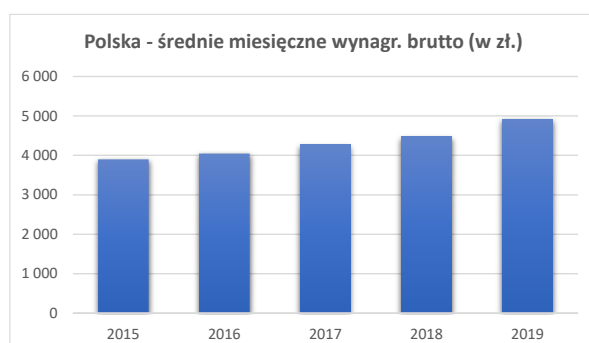
Źródło: EUROSTAT

### Stopa bezrobocia



Źródło: EUROSTAT

### Średnie miesięczne wynagrodzenie brutto

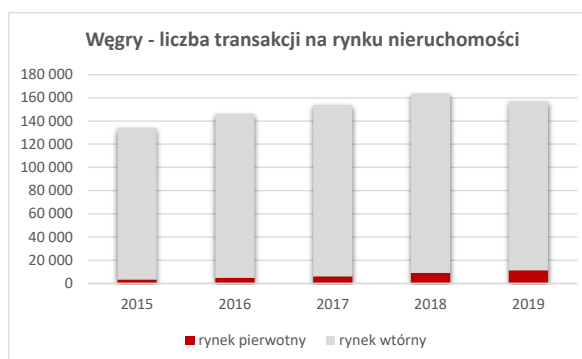


Źródło: EUROSTAT

## Liczba transakcji na rynku nieruchomości



Źródło: GUS



Źródło: KSH - Központi Statisztikai Hivatal

Polska jest europejskim rekordzistą pod względem budowanych mieszkań w Europie Środkowej. W całym zeszłym roku w Polsce oddano prawie 200 tys. mieszkań. Jednak na tysiąc mieszkańców w Polsce przypada 390,7 mieszkań, co stawia nas pod tym względem na ostatnim miejscu w Unii Europejskiej. Pod względem liczby nowych mieszkań, na Węgrzech zostało ich oddanych znacznie mniej (18,3 tys.), natomiast porównując liczbę transakcji na rynku nieruchomości w sumie (rynek pierwotny i wtórny), jest ona bardzo zbliżona na obu rynkach.

Rozwój rynku mieszkaniowego na Węgrzech w najbliższych latach powinien być wspierany wzrostem gospodarczym, wzrostem realnego dochodu gospodarstw domowych, niskim poziomem stóp procentowych przekładającym się na niskie oprocentowanie kredytów hipotecznych oraz programami rządowymi.

Analitycy MFW prognozują, że w roku 2021 dynamika PKB na Węgrzech wyniesie 4% przy utrzymującej się niskiej stopie bezrobocia (4,4%). Zagrożeniem dla rozwoju rynku mieszkaniowego mogą być rosnące ceny domów i powolny proces budowy nowych mieszkań.

W naszej ocenie w 2021 roku na większości rynków Europy Środkowo-Wschodniej utrzyma się powolny, aczkolwiek stabilny wzrost a zachowania popytowe konsumentów wrócą do standardu sprzed pandemii. Prognozujemy ok. 7% spadek przychodów Grupy Kapitałowej Śnieżka w ujęciu r/r, natomiast ok. 2% wzrost w porównaniu do roku 2019. Dodatkowymi argumentami przemawiającymi za utrzymaniem się wzrostowej tendencji rynku farb jest wciąż znacznie mniejsze zużycie farb w Polsce i na Węgrzech w przeliczeniu na 1 mieszkańca w porównaniu do krajów Europy Zachodniej, oraz ponad 2-krotnie niższe na Ukrainie i Białorusi w porównaniu do Polski.

## 5. CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko rozwoju rynku farb i lakierów.

Wielkość polskiego rynku farb i lakierów zarówno pod względem ilościowym, jak i wartościowym pozostaje od kilku lat na stabilnym poziomie. Możliwość zwiększania przychodów przez Śnieżkę wynika przede wszystkim ze zdolności Spółki do zwiększania jej udziału w rynku krajowym kosztem innych producentów oraz ekspansji Spółki na rynki Europy Środkowo-Wschodniej.

### Ryzyko związane z konkurencją.

Na rynku farb i lakierów występuje silna konkurencja, głównie ze strony podmiotów kontrolowanych przez inwestorów branżowych oraz wielu małych producentach skoncentrowanych na wytwarzaniu tanich farb dla budownictwa. Pozyskanie nowych klientów ostatecznych przy stabilnej wielkości rynku prowadzi do zaostrzenia konkurencji, a w konsekwencji do presji na obniżanie marż oraz wydłużanie terminów płatności. Powoduje to powstanie ryzyka dla utrzymania obecnej efektywności działania Spółki.

### Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży.

Zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych, występuje silna sezonowość, która jest charakterystyczna dla sektora farb i lakierów. W szczególności ryzykiem jest możliwość wystąpienia ostrej i dłuższej niż zwykle zimy oraz zdecydowanie większych niż zwykle opadów deszczu. Sezonowość sprzedaży wymusza na Spółce dostosowanie produkcji do zmieniającego się poziomu popytu, co w efekcie doprowadza do wysokiego wykorzystania mocy produkcyjnych w miesiącach maj-wrzesień (w sezonie) i niskiego w pozostałych miesiącach (poza sezonem), a w konsekwencji wpływa negatywnie na uzyskiwane przez Spółkę wyniki finansowe poza sezonem. Dodatkowo w okresie zimowym, celem zwiększenia przychodów ze sprzedaży, konieczne jest wydłużanie odbiorcom terminów płatności, co zwiększa zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

### Ryzyko związane z rynkiem budowlanym

W strukturze sprzedaży Spółki dominujący udział mają wyroby przeznaczone dla budownictwa, co skutkuje silnym zwiększeniem przychodów ze sprzedaży w okresie letnim i znacznym ich ograniczeniem w okresie zimowym. Silne uzależnienie od jednego sektora gospodarki, w przypadku pogorszenia koniunktury w budownictwie, a co za tym idzie ograniczenia popytu na farby i lakiery, może stwarzać zagrożenie obniżenia generowanych przez Spółkę przychodów.

### Ryzyko kontrahentów

Odbiorcami produktów Spółki są w dużej mierze hurtownie o regionalnym zasięgu działania. W wyniku konkurencji rynkowej oraz czynników wewnętrznych, w szczególności

związanych z zarządzaniem i organizacją tych przedsiębiorstw, niektóre z nich mają problemy z płynnością finansową. Sytuacja ta powoduje ryzyko utraty przez Spółkę aktywów, a szczególności należności lub konieczność dodatkowego zaangażowania finansowego w te podmioty.

### **Ryzyko zaangażowania Spółki na innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej**

Tempo rozwoju oraz wielkość rynku farb i lakierów na innych rynkach Europy Środkowo- Wschodniej jest trudne do oszacowania. Dodatkowo na rynkach Ukraińskim oraz Białoruskim istnieje ryzyko polityczne oraz ryzyko zmian regulacji prawnych w związku z tym, że te kraje nie należą do Unii Europejskiej.

### **Ryzyko walutowe**

Spółka generuje przychody na różnych rynkach, a w związku z tym jest narażona na ryzyko walutowe w szczególności kursów HUF, UAH oraz BYN. Dodatkowo za dużą część materiałów, Spółka dokonuje płatności w walutach obcych, przeważnie w EUR. Zgodnie z polityką Zarządu, Spółka dokonuje transakcji ograniczających możliwość poniesienia istotnych kosztów wynikających ze zmian kursów walut.

### **Ryzyko inwestycji**

Ryzyko dotyczy zarówno dotrzymania terminów oraz wzrostu kosztów realizowanych przez Spółkę inwestycji w rozwój produkcji, jak również ryzyko nie osiągnięcia spodziewanych efektów synergii ze spółkami przejmowanymi.

### **Ryzyko związane z COVID-19**

Ryzyko związane z trwającą pandemią przejawia się poprzez ryzyko ciągłości produkcji, ryzyko dystrybucji oraz ryzyko ograniczeń w swobodnym przemieszczaniu się pracowników Spółki pomiędzy zakładami zlokalizowanymi na terenie różnych krajów.

#### WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwanych finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (*ang. price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

#### Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany-prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany-prognozowanie spadku ponad 10%

## 6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 31 grudnia 2020 roku, 13:30

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 31 grudnia 2020 roku, 13:40

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partycularnych lub wskazań konfliktów interesów i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje emitenta będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złożył emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty może dojść do zawarcia umów z emitentem.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitikami przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.



Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

<p><b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b></p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a></p> <p><a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a></p>	
<p><b>Departament Analiz</b></p>	
<p><b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542</p> <p><b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548</p>	<p><b>Wojciech Białek</b> Analityk</p> <p><b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny</p>
<p><b>Departament Sprzedaży</b></p>	
<p><b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541</p> <p><b>Artur Kobos, MPW</b> Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:artur.kobos@dmbps.pl">artur.kobos@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 511</p>	<p><b>Krzysztof Jeż</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 525</p> <p><b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522</p> <p><b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560</p> <p><b>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</b></p>

## Rekomendacje Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. wydane w ostatnich 12 miesiącach.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
Śnieżka	Kupuj	106,00	89,00	Raport Inicjujący	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
JSW	Trzymaj	27,00	25,17	Raport Aktualizujący	22.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	629,00	650,00	Raport Aktualizujący	10.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	2,19	1,79	Raport Aktualizujący	03.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	23,20	18,25	Raport Aktualizujący	16.11.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	464,00	405,00	Raport Aktualizujący	26.03.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
JSW	Kupuj	36,00	21,38	Raport Inicjujący	31.12.2019	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner