

# ŚNIEŻKA

## RAPORT ANALITYCZNY

Rynek farb w Polsce ma za sobą trzy lata spadków wolumenów. Jednocześnie w 2H'23 zaczęły pojawiać się sygnały odwrócenia tego trendu. Wskaźniki zaufania konsumenta poprawiają się, co powinno stymulować odbicie na rynku remontowym. Sprzyjająca pozostaje sytuacja na rynku surowców dla spółki, dodatkowo wzmacniana przez silne PLN vs EUR. Jednocześnie mnożniki przy jakich handlowa jest Śnieżka są wyraźnie poniżej 10-letniej mediany zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Główni międzynarodowi gracze w obszarze farb (Akzo, PPG, SHW) wskazali na 2024 rok korzystny outlook po stronie kosztowej oraz możliwość przynajmniej lekkiej odbudowy popytu w obszarze farb dekoracyjnych. Podwyższamy nasze średnioterminowe założenia prognoz w modelu (spółka w ostatnich kwartałach prezentowała wyniki powyżej naszych oczekiwań). Nasza obecna cena docelowa to 93,1 PLN (poprzednio 79,9 PLN). Implikuje to rekomendację Kupuj (poprzednio Akumuluj).

### Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'23 spółka osiągnęła 705 mln PLN przychodów (+8% r/r), 145 mln PLN EBITDA (+43% r/r) oraz 77 mln PLN zysku netto (+93% r/r). Dług netto spadł do 239 mln PLN (dn/EBITDA=1,6x) z 331 mln PLN rok wcześniej (3,0x).

### Segmenty

1-3Q'23 sprzedaż spółki na rynku polskim wzrosła o 9% r/r. W 2023 roku wg naszych prognoz będzie to 588 mln PLN (68% udziału w grupie). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (15% przychodów w 1-3Q'23, dynamika: -7% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'23; +33% r/r). Sprzedaż wyrobów dekoracyjnych odpowiada za 81% przychodów spółki, a chemii budowlanej za 12%. Według GfK ok. 71% farb dekoracyjnych wykorzystywane jest na rynku remontowym, 13% na pierwotnym, a 16% jednocześnie w obu kierunkach.

### Otoczenie rynkowe

Wartość rynku farb dekoracyjnych w Polsce w 2023 to wg PZPFİK ok. 2,62 mld PLN (+13% r/r), równocześnie pod względem wolumenów odnotowano -2% spadek r/r. Wolumen od rekordowego 2020 roku spadł łącznie o -20% (przy +12% wzroście wartościowym). Zakładamy, że okres 2024-25 powinien przynieść stopniową odbudowę popytu (wzrost dochodów realnych oraz wejście w naturalny cykl nowego popytu remontowego). Równocześnie nadal spada presja kosztowa w branży (ceny bieli są obecnie ok 8% niższe r/r), a spółce sprzyja umocnienie PLN (zakupy surowców). W naszej opinii rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na dłuższe opieranie się ewentualnej presji na ceny (wg PSB w I'24 ceny farb wzrosły o 7% r/r).

### Prognozy wyników, wskaźniki

4Q jest sezonowo najsłabszym okresem roku (EBITDA w 4Q'23 prognozujemy na 9 mln PLN vs 5 mln PLN rok temu). W całym 2023 zakładamy 859 mln PLN przychodów, 155 mln PLN EBITDA (18% marży) oraz 75 mln PLN zysku netto. W 2024 roku spodziewamy się odpowiednio 906 / 164 / 89 mln PLN. Zakładamy, że efekt przychodowy podwyżek cen będzie już niewielki, natomiast liczymy na stopniową odbudowę wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją. Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'24=7,3x, '25=6,3x), pozostają wyższe na tle krajowych spółek z branży materiałów budowlanych, jednak obecnie są one wyraźnie poniżej 10-letniej mediany zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Spółka nadal handlowana jest z istotnym dyskontem do zagranicznych producentów farb. Ryzykiem pozostaje działalność w Ukrainie (zakład produkcyjny). W średnim/długim terminie pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić deeskalacja działań wojennych w Ukrainie czy udane wyjście spółki w na kolejne (po Węgrzech) rynki Europy Centralnej i Południowej.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	821,3	794,9	791,7	859,4	906,1	977,8
Wynik brutto ze sprzed. [mln PLN]	345,6	315,3	304,2	375,7	399,2	432,4
SG&A [mln PLN]	241,1	240,0	235,4	260,9	271,2	290,2
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	104,5	75,2	68,8	114,8	128,0	142,3
PPO/PKO [mln PLN]	-2,0	0,2	0,6	0,7	-1,8	-1,8
EBITDA [mln PLN]	136,1	111,4	106,2	154,6	164,0	177,3
EBIT [mln PLN]	102,5	75,5	69,4	115,6	126,2	140,5
Zysk brutto [mln PLN]	104,0	76,8	53,0	96,2	112,9	130,8
Zysk netto [mln PLN]	78,0	59,7	36,7	74,5	88,5	102,9
P/BV	3,4	3,3	3,4	2,8	2,5	2,2
P/E	12,9	16,9	27,4	13,5	11,4	9,8
EV/EBITDA	9,4	11,9	12,6	8,1	7,3	6,3
EV/EBIT	12,5	17,6	19,2	10,8	9,4	8,0

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

# KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: AKUMULUJ)

**WYCENA 93,1 PLN**

01 MARZEC 2024, 07:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	89,3
Wycena porównawcza [PLN]	108,3
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>93,1</b>
<b>Potencjał do wzrostu / spadku</b>	<b>16,7%</b>
Koszt kapitału	13,4%
Cena rynkowa [PLN]	79,8
Kapitalizacja [mln PLN]	1 006,9
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	88,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	72,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-5,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	7,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	10,8%
Struktura akcjonariatu:	
Stanisław Cymbor	20,1%
Jerzy Pater	20,1%
OFE Allianz	14,4%
Rafał Mikrut	10,1%
Piotr Mikrut	10,1%
OFE N-N	9,4%
Pozostali	15,8%

stopa zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

**Krzysztof Pado**

pado@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-32

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	6
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE .....	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	11
DANE FINANSOWE .....	17

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	12,9	16,9	27,4	13,5	11,4	9,8	9,0
P/BV	3,4	3,3	3,4	2,8	2,5	2,2	2,1
EV/EBITDA	9,4	11,9	12,6	8,1	7,3	6,3	6,0
EV/EBIT	12,5	17,6	19,2	10,8	9,4	8,0	7,4
EV/S	1,6	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1	1,1
BVPS	23,3	24,1	23,2	28,1	32,1	36,8	37,5
EPS	6,2	4,7	2,9	5,9	7,0	8,2	8,8
DPS (w danym roku)	2,6	3,6	2,5	2,0	3,0	3,5	8,2
Payout ratio	55%	58%	53%	69%	50%	50%	100%

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>821</b>	<b>795</b>	<b>792</b>	<b>859</b>	<b>906</b>	<b>978</b>	<b>1 040</b>
Polska	524	527	537	588	613	659	695
Węgry	162	145	137	130	141	152	161
Ukraina	76	80	68	87	95	104	114
Pozostałe	58	43	49	54	57	63	69
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>346</b>	<b>315</b>	<b>304</b>	<b>376</b>	<b>399</b>	<b>432</b>	<b>460</b>
SG&A	241	240	235	261	271	290	307
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>105</b>	<b>75</b>	<b>69</b>	<b>115</b>	<b>128</b>	<b>142</b>	<b>153</b>
Polska	135	134	135	195	207	224	238
Węgry	38	22	20	23	26	30	33
Ukraina	28	25	22	27	29	32	34
Pozostałe	19	9	14	15	18	19	21
Nieprzypisane	-116	-115	-122	-146	-153	-163	-173
PPO/PKO	-2	0	1	1	-2	-2	-3
<b>EBITDA</b>	<b>136</b>	<b>111</b>	<b>106</b>	<b>155</b>	<b>164</b>	<b>177</b>	<b>187</b>
EBIT	103	75	69	116	126	140	150
Zysk brutto	104	77	53	96	113	131	143
<b>Zysk netto</b>	<b>78</b>	<b>60</b>	<b>37</b>	<b>75</b>	<b>89</b>	<b>103</b>	<b>111</b>
<b>Dług netto</b>	<b>271</b>	<b>320</b>	<b>327</b>	<b>242</b>	<b>183</b>	<b>117</b>	<b>107</b>

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	15%	-3%	0%	9%	5%	8%	6%
EBITDA zmiana r/r	27%	-18%	-5%	46%	6%	8%	5%
Zysk netto zmiana r/r	31%	-23%	-39%	103%	19%	16%	8%
Marża brutto ze sprzedaży	42,1%	39,7%	38,4%	43,7%	44,1%	44,2%	44,2%
Marża EBITDA	16,6%	14,0%	13,4%	18,0%	18,1%	18,1%	17,9%
Marża netto	9,5%	7,5%	4,6%	8,7%	9,8%	10,5%	10,7%
ROE	26,6%	19,6%	12,5%	21,0%	21,8%	22,2%	23,6%
ROA	11,0%	7,4%	4,6%	8,9%	10,0%	10,9%	11,7%

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>492</b>	<b>577</b>	<b>573</b>	<b>575</b>	<b>571</b>	<b>568</b>	<b>568</b>
WNIp	85	83	72	68	64	61	61
Rzeczowe aktywa trwałe	402	490	496	503	503	502	502
Pozostałe aktywa trwałe	6	5	4	4	4	4	4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>217</b>	<b>226</b>	<b>221</b>	<b>262</b>	<b>310</b>	<b>374</b>	<b>381</b>
Zapasy	104	136	125	117	117	123	131
Należności krótkoterminowe	98	73	76	76	81	87	92
Środki pieniężne	16	16	20	68	112	163	158
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aktywa razem</b>	<b>710</b>	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>837</b>	<b>881</b>	<b>942</b>	<b>949</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>293</b>	<b>304</b>	<b>293</b>	<b>354</b>	<b>406</b>	<b>464</b>	<b>473</b>
Udziały mniejszości	33	30	28	33	38	44	50
<b>Zobowiązania i rezerwy</b>	<b>383</b>	<b>469</b>	<b>473</b>	<b>450</b>	<b>437</b>	<b>433</b>	<b>426</b>
Rezerwy na zobowiązania	24	24	19	19	19	19	19
Oprocentowane zobowiązania	286	336	347	310	295	280	265
Zobowiązania pozostałe	73	109	107	121	123	134	142
<b>Pasywa razem</b>	<b>710</b>	<b>803</b>	<b>794</b>	<b>837</b>	<b>881</b>	<b>942</b>	<b>949</b>
<b>Dług netto</b>	<b>271</b>	<b>320</b>	<b>327</b>	<b>242</b>	<b>183</b>	<b>117</b>	<b>107</b>
Dług netto / Kapitał własny	0,9	1,1	1,1	0,7	0,5	0,3	0,2
Dług netto / EBITDA	2,0	2,9	3,1	1,6	1,1	0,7	0,6

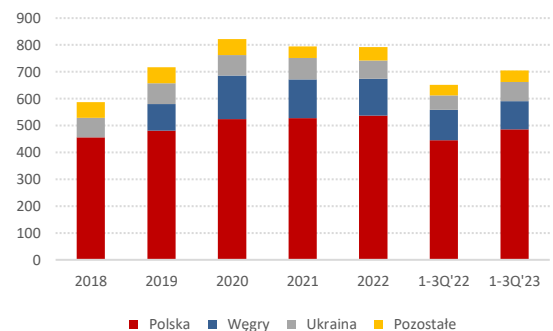
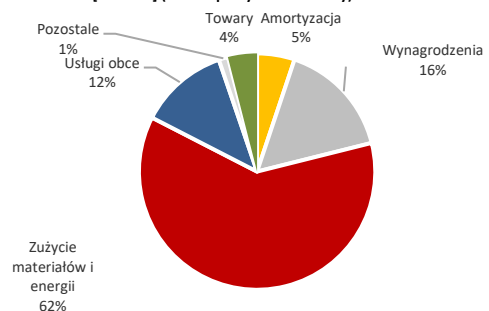
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
CFO	121	124	98	164	143	153	156
CFI	-125	-109	-47	-41	-34	-33	-35
CFF	-13	-16	-44	-74	-65	-68	-126
- w tym dywidenda	33	45	32	25	37	44	103
Przepływy pieniężne netto	-17	-1	7	48	44	51	-5
CAPEX / Amortyzacja	377%	307%	145%	106%	90%	91%	99%

**ŚNIEŻKA**

<b>Rekomendacja</b>	<b>Kupuj</b>	<b>www:</b>	<a href="http://www.sniezka.pl">www.sniezka.pl</a>
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>93,1</b>	<b>daty najbliższych raportów:</b>	
<b>Potencjał do wzrostu /</b>	<b>16,7%</b>	4Q'23:	26 mar
Cena rynkowa [PLN]	79,8	1Q'24:	22 maj
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6		
Kapitalizacja [mln PLN]	1 007		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P
<b>Przychody</b>	<b>248</b>	<b>141</b>	<b>201</b>	<b>233</b>	<b>271</b>	<b>154</b>
Polska	162	92	148	155	182	103
Węgry	42	24	27	38	41	24
Ukraina	27	15	17	24	30	17
Pozostałe	17	10	9	16	18	11
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>95</b>	<b>51</b>	<b>85</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>63</b>
SG&A	63	54	58	69	71	63
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>31</b>	<b>-3</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>55</b>	<b>0</b>
Polska	41	17	49	52	70	24
Węgry	4	1	5	7	10	2
Ukraina	11	4	5	8	10	5
Pozostałe	-54	-54	-66	-73	-73	-65
Nieprzypisane	29	29	34	39	39	34
PPO/PKO	1	-2	0	1	0	-1
<b>EBITDA</b>	<b>41</b>	<b>5</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>65</b>	<b>9</b>
EBIT	32	-5	28	33	55	0
Zysk brutto	27	-6	21	28	51	-4
<b>Zysk netto</b>	<b>20</b>	<b>-3</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>39</b>	<b>-3</b>
<b>Dług netto</b>	<b>331</b>	<b>327</b>	<b>363</b>	<b>329</b>	<b>239</b>	<b>242</b>

Wskaźniki	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23
Przychody zmiana r/r	2,8%	-2,7%	6,1%	9,2%	9,2%	9,7%
EBITDA zmiana r/r	2,8%	-40,6%	40,6%	26,3%	58,7%	97,3%
Zysk netto zmiana r/r	-14,4%	5964,2	47,0%	148,0%	94,2%	---
Marża brutto ze sprzedaży	38,2%	36,4%	42,2%	43,4%	46,7%	41,0%
Marża EBITDA	16,5%	3,4%	18,6%	18,3%	24,0%	6,1%
Marża netto	8,0%	-2,3%	8,1%	9,4%	14,3%	-1,6%

**Struktura przychodów [mln PLN]**

**Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)**


## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2024 – 2026 dała wartość 1 akcji na poziomie 107,2 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2024-2033 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 89,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej. Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) a także wskaźniki zagranicznych producentów farb (67%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 92,9 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
<b>Wycena DCF</b>	<b>80%</b>	<b>89,3</b>
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>	<b>20%</b>	<b>108,3</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	61,6
- wycena do zagranicznych producentów farb	67%	131,7
<b>Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]</b>		<b>93,1</b>

Źródło: BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie stopy wolnej od ryzyka (5,35%), premii za ryzyko rynkowe (6,5%) oraz współczynnika beta = 1,0.

### Główne założenia modelu:

- W 2023 roku zakładamy 859 mln PLN przychodów (+9%, głównie na bazie wzrostu średniej cen, poprawa wolumenów prawdopodobnie postępuje od 2H'23). W 2024 roku zakładamy przekroczenie 0,9 mld PLN przychodów, a od 2030 roku estymujemy przekroczenie 1,2 mld PLN. Źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w ostatnim czasie procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych. Zakładamy, że spółka będzie kontynuować produkcję i sprzedaż na rynku ukraińskim (w 2023 roku szacujemy ok 85-90 mln PLN przychodów, zakładamy przekroczenie 100 mln PLN w 2025 roku). Przychody na rynku węgierskim spadły z 162 mln PLN w 2020 roku do szacujemy ok 130 mln PLN w 2023 roku (częściowo przez niekorzystne zachowanie kursu HUF). Zakładamy odbudowę do poziomu z 2020 roku w latach 2026-27.
- Marża brutto ze sprzedaży spadła do 38,4% w 2022 (najniższy poziom od 2015 roku, w poprzednio rekordowych latach 2019-20 przekraczała 42%), ale już w 1-3Q'23 wynosiła 44,3%. Sezonowo 4Q jest słaby, ale spodziewamy się, że całoroczna marża wyniosła 43,7%. Celem zarządu był powrót do rentowności osiągniętych przez Covidem (w 2018-19 spółka miała średnio 42,2% marży brutto i 15,7% marży EBITDA), cele te udało się już zrealizować. Zakładamy, że efekt wpływu podwyżek cen farb na 2024 roku będzie już minimalny, natomiast dostrzegamy jeszcze pole do poprawy marży po stronie kosztów (spadek cen bieli plus efekt kursu EUR/PLN). Przy wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem też być także wyraźniej widoczne efekty nowego centrum logistycznego. Zakładamy rentowność brutto ze sprzedaży w 2024-25 na poziomie 44,1-44,2%. W długim terminie zakładamy ok. 18% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 17,7% - przy widełkach 13-20%).
- CAPEX spółki najbliższych lat przyjmujemy na poziomie niższym lub równym amortyzacji (odtworzeniowy). Zwracamy uwagę, że spółka ma za sobą duży program inwestycyjny (w latach 2018-22 wydano 448 mln PLN - m.in. budowa nowego centrum logistycznego, wcześniej także zwiększenie mocy produkcyjnych w Polsce) a zdolności produkcyjne nie są w pełni wykorzystane (w 2022 roku produkcja stanowiła ok. 84% wolumenu osiągniętego w 2020 roku, a wtedy także nie stanowiło to pełnego wykorzystania mocy). W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2033 roku.
- Model nie uwzględnia akwizycji.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową uwzględniając lokalne uwarunkowania podatkowe (m.in. 19% w Polsce i 9% na Węgrzech).
- Dług netto przyjęto na poziomie z końca 2023 roku. Opcja put na 20% udziałów w Poli-Farbe ujęta jest w długi netto (wg wyceny bilansowanej na koniec 3Q'23, czyli 32,7 mln PLN – wysokość potencjalnego kosztu nabycia będzie uzależniona od EBITDA generowanego przez Poli-Farbe).
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12 618 tys akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 1 marca 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1 127 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 89,3 PLN.

**Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	906,1	977,8	1040,0	1096,2	1146,6	1190,6	1229,7	1262,1	1294,4	1326,9
EBIT [mln PLN]	126,2	140,5	149,9	159,6	169,0	178,0	185,8	192,8	200,2	207,8
Stopa podatkowa	17,0%	17,0%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Podatek od EBIT [mln PLN]	21,5	23,9	26,6	28,3	30,0	31,5	32,9	34,2	35,5	36,8
NOPLAT [mln PLN]	104,7	116,6	123,3	131,3	139,0	146,4	152,9	158,6	164,8	171,0
Amortyzacja [mln PLN]	37,8	36,9	36,6	36,6	36,6	36,6	36,7	36,8	37,0	37,1
CAPEX [mln PLN]	-34,0	-33,5	-36,4	-36,5	-36,6	-36,7	-36,9	-37,1	-37,3	-37,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,9	-2,5	-5,5	-5,0	-4,4	-3,8	-3,5	-2,9	-2,8	-2,8
FCF [mln PLN]	106,6	117,5	118,1	126,4	134,5	142,5	149,1	155,4	161,6	167,8
DFCF [mln PLN]	97,5	96,8	87,5	84,1	80,4	76,4	71,6	66,8	62,2	57,7
Suma DFCF [mln PLN]	780,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1709,8		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	587,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1368,6									
Dług netto 2023P [mln PLN]	241,8									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>1126,8</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>89,3</b>									

Przychody zmiana r/r	5,4%	7,9%	6,4%	5,4%	4,6%	3,8%	3,3%	2,6%	2,6%	2,5%
EBIT zmiana r/r	9,2%	11,3%	6,7%	6,5%	5,9%	5,3%	4,4%	3,8%	3,9%	3,8%
FCF zmiana r/r	-6,4%	10,2%	0,5%	7,0%	6,4%	5,9%	4,6%	4,2%	4,0%	3,8%
Marża EBITDA	18,1%	18,1%	17,9%	17,9%	17,9%	18,0%	18,1%	18,2%	18,3%	18,5%
Marża EBIT	13,9%	14,4%	14,4%	14,6%	14,7%	14,9%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%
Marża NOPLAT	11,6%	11,9%	11,9%	12,0%	12,1%	12,3%	12,4%	12,6%	12,7%	12,9%
CAPEX / Przychody	3,8%	3,4%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
CAPEX / Amortyzacja	90,0%	90,8%	99,4%	99,9%	100,2%	100,3%	100,6%	100,8%	100,9%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,1%	3,5%	8,8%	8,8%	8,8%	8,6%	8,9%	8,9%	8,7%	8,7%

Źródło: BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%	5,35%
Premia za ryzyko	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia kredytowa	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Koszt kapitału własnego	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Udział kapitału własnego	66,5%	70,2%	72,1%	73,4%	74,8%	76,1%	77,3%	78,5%	79,7%	80,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Udział kapitału obcego	33,5%	29,8%	27,9%	26,6%	25,2%	23,9%	22,7%	21,5%	20,3%	19,2%
WACC	10,8%	11,1%	11,2%	11,3%	11,4%	11,5%	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%

Źródło: BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF**

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym				Beta					
	1,00%	2,00%	3,00%		1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1			
beta	0,8	98,9	105,7	114,2	Premia za ryzyko	5,5%	103,1	110,6	120,0	Premia za ryzyko	5,5%	118,7	110,6	103,4
	0,9	91,3	96,9	103,9		6,0%	93,1	99,0	106,3		6,0%	106,9	99,0	92,0
	1,0	84,6	89,3	95,1		6,5%	84,6	89,3	95,1		6,5%	96,9	89,3	82,6
	1,1	78,7	82,6	87,4		7,0%	77,3	81,1	85,7		7,0%	88,4	81,1	74,7
	1,2	73,4	76,7	80,8		7,5%	70,9	74,0	77,8		7,5%	81,1	74,0	67,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycena porównawcza oparta jest o osobne wyceny na podstawie wskaźników krajowych producentów materiałów budowlanych (waga 33% w wycenie porównawczej) oraz wskaźniki globalnych producentów farb (waga 67%). Wskaźnikom P/E i EV/EBITDA przypisana została waga odpowiednio po 50%. Analiza porównawcza oparta jest na trzech latach (dla każdego roku przyjęliśmy wagę 33%). Końcowa wycena metodą porównawczą jest średnią ważoną wycen na podstawie wskaźników za poszczególne lata.

**Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 107,2 PLN/akcję. Wycenie porównawczej przypisaliliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty geograficzne i asortymentowe, różna polityka dywidendowa).**

### Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Decora	8,9	8,5	8,3	6,3	6,0	5,5
Ferro	8,4	7,4	7,5	5,7	5,1	4,7
Selena FM	6,7	6,2	5,9	4,2	3,5	3,2
<b>Mediana</b>	<b>8,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>
Śnieżka	11,4	9,8	9,0	7,3	6,3	6,0
Premia/dyskonto	36%	31%	20%	27%	24%	26%
Wycena wg wskaźnika	58,7	60,7	66,4	59,9	62,4	61,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	61,9			61,2		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>61,6</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

### Wycena porównawcza do globalnych producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Akzo Nobel	15,7	14,0	12,5	9,7	8,8	8,0
Asian Paints	47,5	43,4	40,1	32,3	29,2	26,9
H.B. Fuller	15,1	13,5	13,1	8,4	8,1	8,0
Kansai Paint	14,5	13,8	13,5	6,4	6,1	5,9
PPG Industries	16,6	15,4	14,5	11,6	10,8	10,2
RPM International	20,7	18,7	18,4	13,4	12,1	11,7
Sherwin-Williams	29,0	26,5	24,3	20,3	18,6	17,2
<b>Mediana</b>	<b>16,6</b>	<b>15,4</b>	<b>14,5</b>	<b>11,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,2</b>
Śnieżka	11,4	9,8	9,0	7,3	6,3	6,0
Premia/dyskonto	-32%	-36%	-38%	-37%	-41%	-41%
Wycena wg wskaźnika	116,7	125,6	127,7	136,4	142,1	141,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	123,3			140,1		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>131,7</b>					

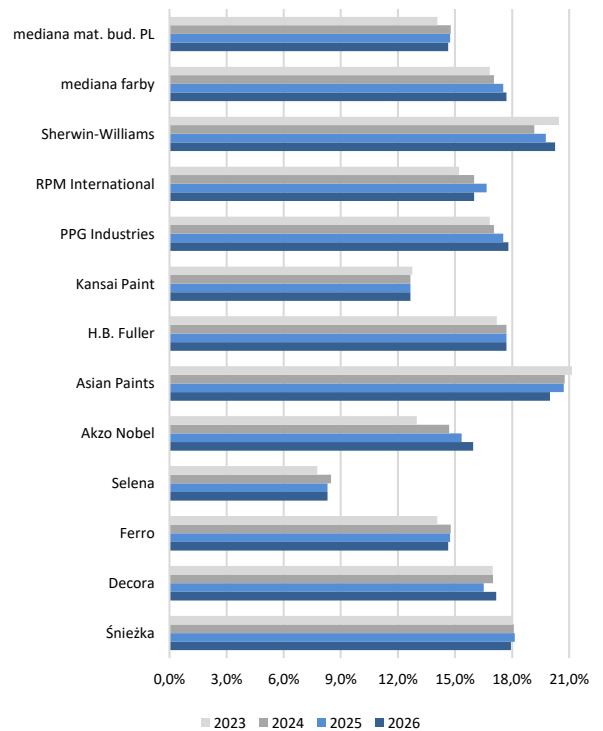
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
<b>Wycena metodą porównawczą, w tym:</b>		<b>108,3</b>
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	61,6
- wycena do globalnych producentów farb	67%	131,7

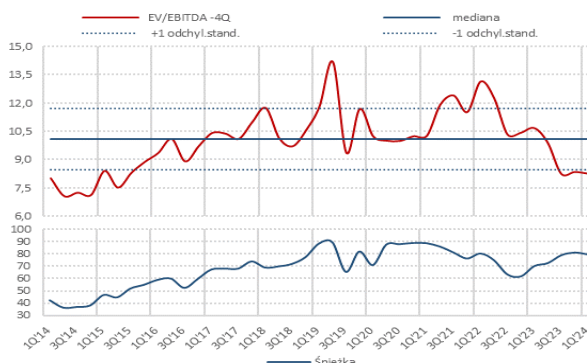
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Porównanie rentowności EBITDA



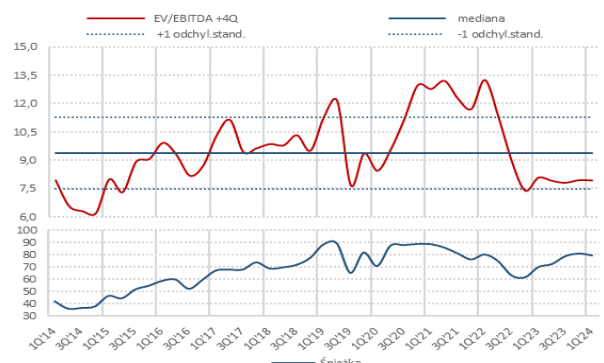
Źródło: DM BDM S.A., prognozy własne, Bloomberg

### Śnieżka EV/EBITDA (-4Q) oraz kurs PLN



Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte wyniki za poprzednie 4 kwartały, dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

### Śnieżka EV/EBITDA (+4Q) oraz kurs PLN

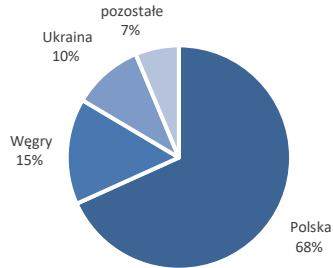


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, \*ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

## RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE

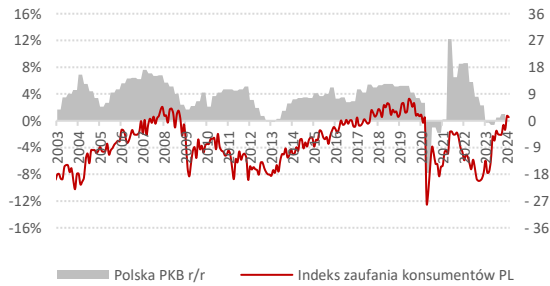
Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2022 roku Śnieżka wypracowała tu 537 mln PLN przychodów, co oznaczało 68% sprzedaży skonsolidowanej (w 2023 wg naszych prognoz będzie to 588 mln PLN przy podobnym udziale). W 1-3Q'23 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 9% r/r (w całym 2022: +2% r/r). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (15% przychodów spółki w 1-3Q'23, dynamika: -7% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'23, przychody r/r: +33%).

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)



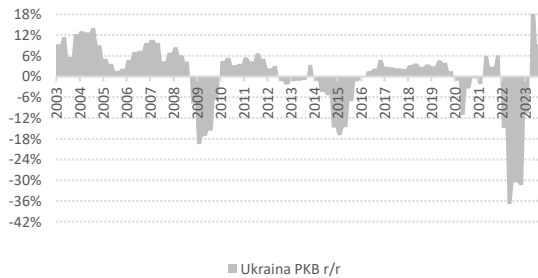
Źródło: BDM S.A., spółka

PKB Polska r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



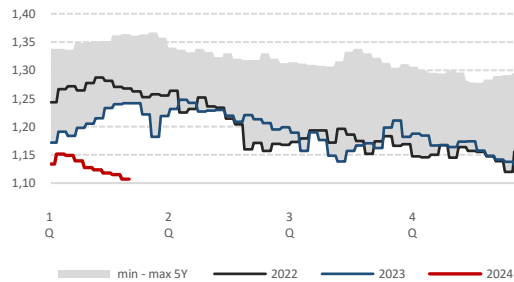
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

PKB Ukraina r/r



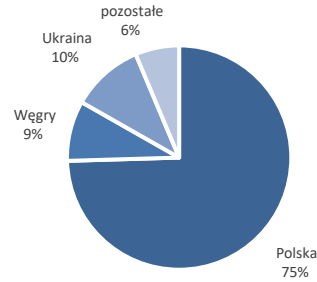
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

100HUF/PLN



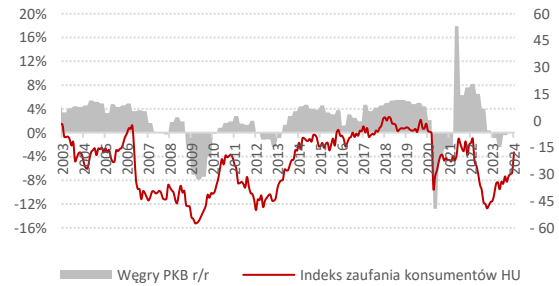
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



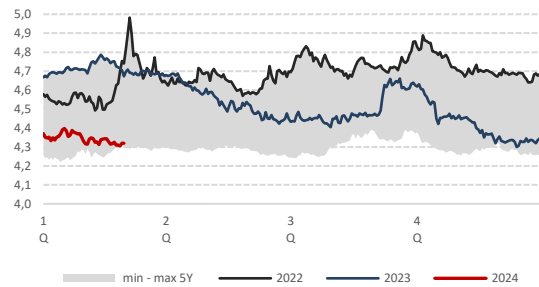
Źródło: BDM S.A., spółka

PKB Węgry r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



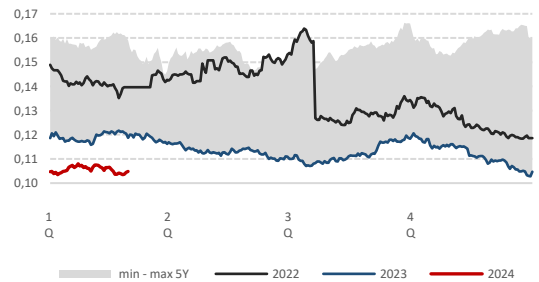
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/PLN



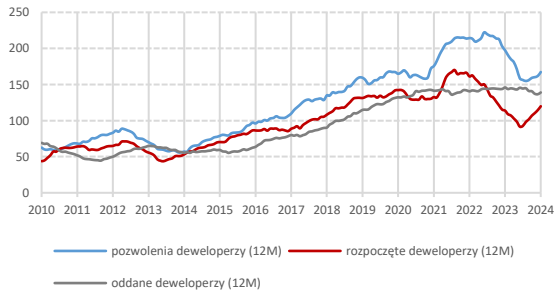
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN



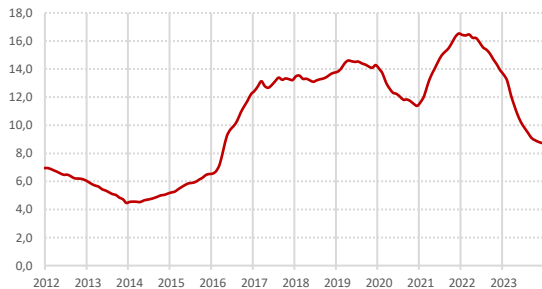
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Rynek mieszkaniowy – Polska, deweloperzy [tys szt, 12M narast.]**



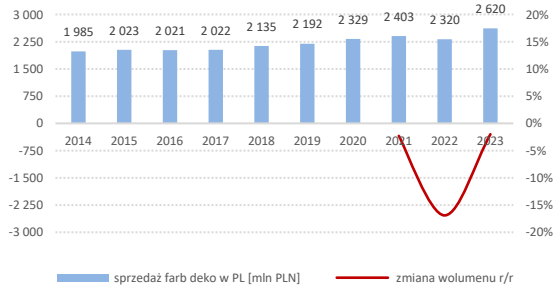
Źródło: BDM S.A., GUS

**Pozwolenia na budowę bud. mieszkalnych – Węgry [tys szt, 12M narast.]**



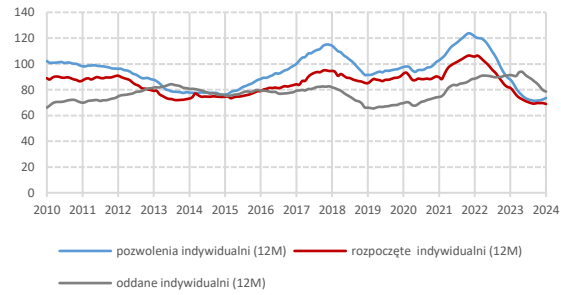
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

**Sprzedaż wartoś. farb dekoracyjnych w Polsce i zmiana wolumenu r/r\***



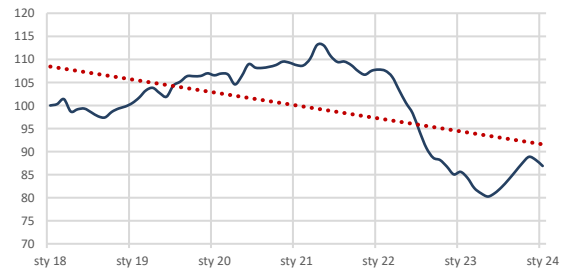
Źródło: BDM S.A., PZPFK, \*dane dostępne od 2021 roku

**Rynek mieszkaniowy – Polska, indywidualni [tys szt, 12M narast.]**



Źródło: BDM S.A., GUS

**Farby akrylowowe/wynylowe, rozproszone lub rozpuszczone w środowisku wodnym – produkcja 12M w Polsce, indeks [1'18=100]**

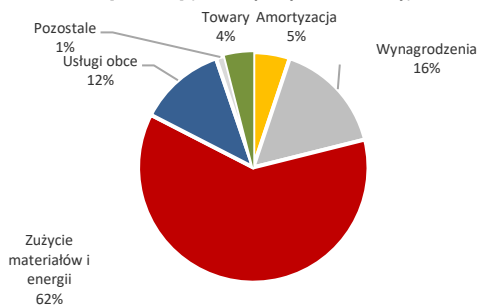


Źródło: BDM S.A., GUS

**Surowce**

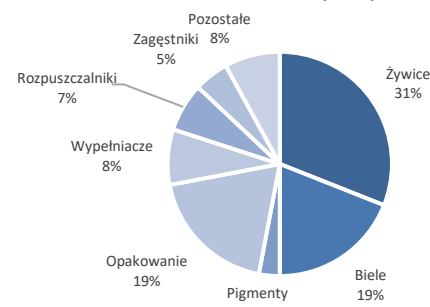
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (te z kolei stanowią około 62% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Szacunkowo największy koszt (około połowy) w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Około 20% udział mają w sumie rozpuszczalniki, wypełniacze i zagęstniki a także blisko 20% udział w kosztach materiałowych stanowią opakowania (plastik lub metal). Koszty energii i gazu w przypadku produkcji farb nie są pozycjami istotnie wpływającymi na marżowość. W 2022 roku zużycie energii w grupie wyniosło ok. 11 tys MWh (spółka nie podaje zużycia gazu).

**Struktura kosztów [mln PLN] (ostatni pełny rok obrotowy)**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka 2022

**Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka

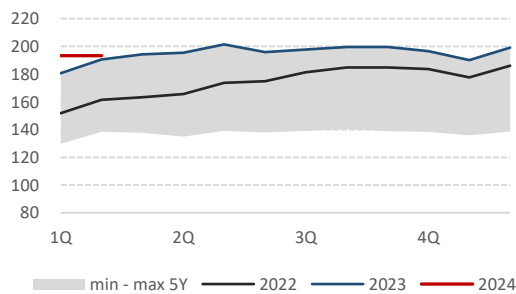


Ceny bieli w Europie w 3Q'22 osiągnęły swój historyczny szczyt. Od tego czasu bardzo powoli, ale systematycznie, spadają. Zwracamy uwagę, że ceny bieli są bardzo cykliczne, a wzrosty za okres 2021-22 bardzo przypominały swoim zasięgiem wzrost z lat 2020-11 czy 2016-17, po których następowały głębokie korekcyjne spadki (poniżej długoterminowej linii wzrostowego trendu ceny). Warto podkreślić, że np. ceny w Chinach już w 4Q'22 zaliczyły mocne spadki, wyprzedzając ruch widoczny w Europie wyraźniej dopiero w 2H'23.

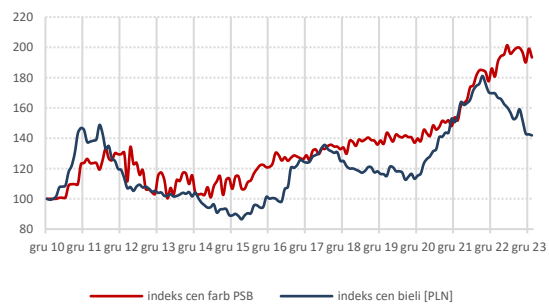
Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – obecnie ceny są w większości wypadków niższe niż rok temu. Spadki w porównaniu do analogicznego okresu 2023 roku zaliczają obecnie także materiały opakowaniowe (w przypadku farb są to głównie plastikowe i stalowe puszki)

Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku, nominalnie szczyt osiągnął w 2Q'23. Od tego czasu ceny w skali miesięcznej podlegają niewielkim wahaniom z lekką tendencją spadkową, ale w 1Q'24 ceny są nadal wyższe r/r (w styczniu +7% r/r, co jest drugą najwyższą dynamiką po cencie, większość kategorii notuje obecnie spadki r/r), efekt bazy bardziej widoczny będzie dopiero w kolejnych miesiącach. Śnieżka ostatnie istotniejsze podwyżki cen wdrażała na przełomie 2022/23. Zwracamy także uwagę, że popyt w ostatnich latach przesunął się w kierunku droższych jednostkowo farb (także potencjalnie wyżej marżowych).

**Indeks cen farb PSB**

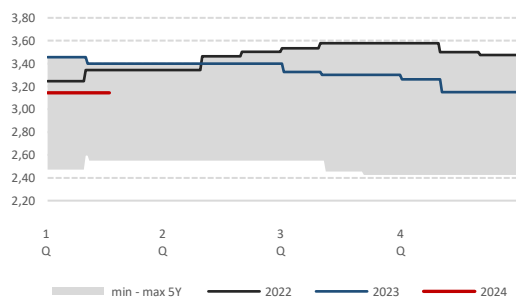


**Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]**



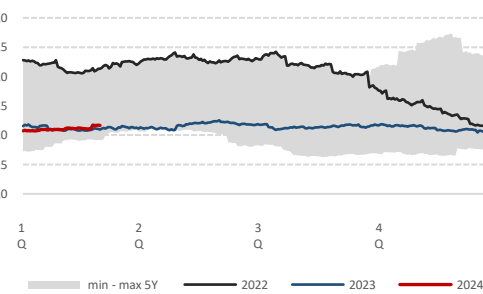
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 100 = grudzień 2010

**Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]**



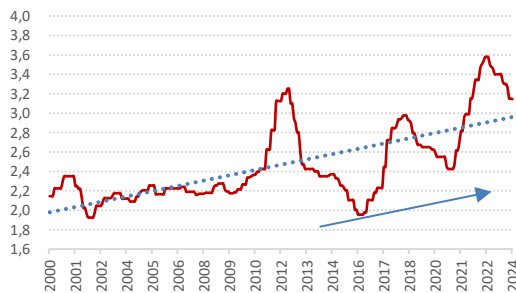
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

**Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

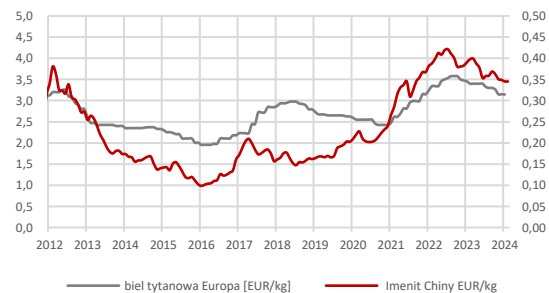
**Ceny bieli w długim terminie [Europa, EUR/kg]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

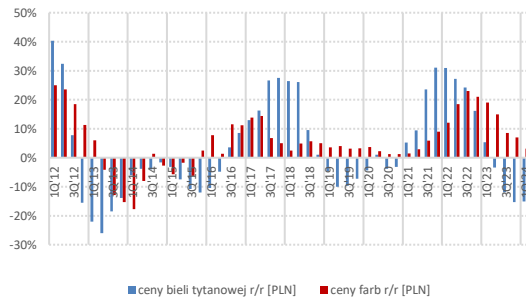
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Ceny bieli [Europa, EUR/kg] vs ceny imenitu [Chiny, EUR/kg]**



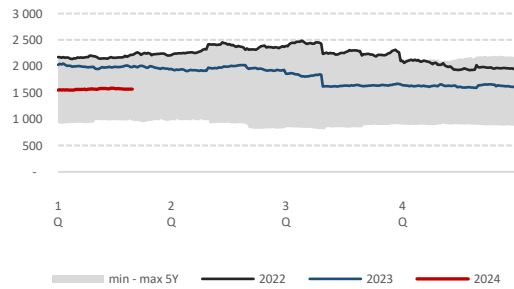
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, \*bazowy surowiec do produkcji bieli

**Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej**



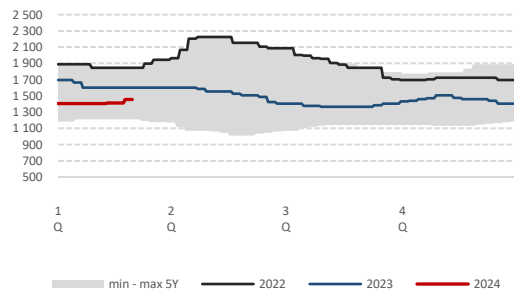
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

**Kwas akrylowy [EUR/t]**



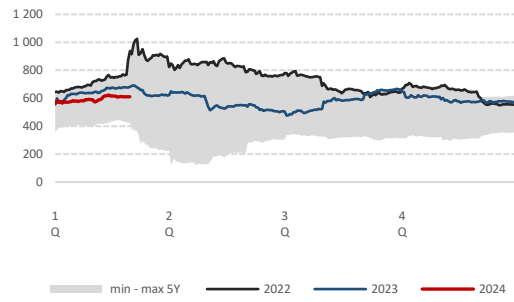
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Polietylen [EUR/t]**



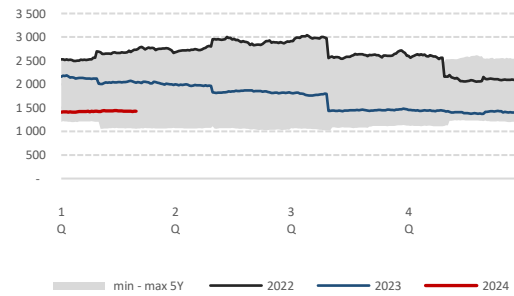
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Nafta [EUR/t]**



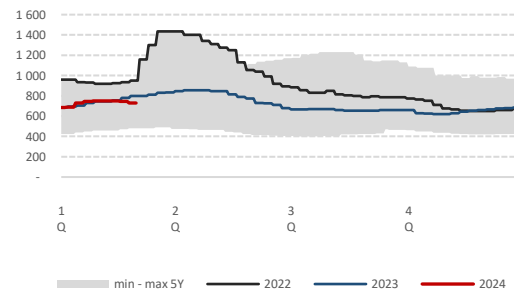
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Octan winylu [EUR/t]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Stal [EUR/t]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY**
**Wyniki skonsolidowane wg segmentów [mln PLN]**

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23
<b>Przychody</b>	<b>167,8</b>	<b>263,3</b>	<b>251,1</b>	<b>139,1</b>	<b>182,6</b>	<b>226,9</b>	<b>240,8</b>	<b>144,5</b>	<b>189,9</b>	<b>213,5</b>	<b>247,6</b>	<b>140,7</b>	<b>201,4</b>	<b>233,1</b>	<b>270,5</b>
Polska	106,0	172,8	159,2	86,4	126,6	151,5	156,2	92,8	137,5	146,5	161,6	91,6	148,2	155,1	182,3
Węgry	33,0	52,0	49,6	27,4	31,0	41,8	44,2	27,5	34,6	36,6	41,9	23,7	27,1	37,9	40,7
Ukraina	16,1	22,2	24,1	14,0	15,7	20,4	26,6	17,6	8,8	17,1	27,2	15,1	16,6	24,2	30,1
pozostałe	12,7	16,3	18,2	11,2	9,3	13,2	13,9	6,6	8,9	13,3	16,9	10,3	9,5	16,0	17,5
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>17,8</b>	<b>112,6</b>	<b>107,3</b>	<b>54,0</b>	<b>76,3</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>52,5</b>	<b>73,0</b>	<b>85,5</b>	<b>94,6</b>	<b>51,2</b>	<b>84,9</b>	<b>101,1</b>	<b>126,3</b>
SG&A	51,1	68,6	64,0	57,4	53,2	67,5	64,8	54,6	54,0	63,9	63,3	54,2	57,9	69,1	70,9
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>20,7</b>	<b>43,9</b>	<b>43,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>23,1</b>	<b>23,4</b>	<b>30,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>18,9</b>	<b>21,6</b>	<b>31,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>27,1</b>	<b>32,0</b>	<b>55,4</b>
Polska	31,3	45,5	43,0	15,1	42,0	38,6	38,6	15,2	40,2	36,8	40,7	17,4	48,9	51,6	70,3
Węgry	6,3	14,5	13,2	4,0	4,1	7,1	8,5	2,4	6,2	8,7	4,3	0,6	5,1	6,7	9,5
Ukraina	7,0	7,3	9,1	4,8	4,9	5,6	8,1	5,9	1,4	6,5	10,7	3,8	5,3	7,5	9,8
pozostałe	4,9	4,8	6,0	3,6	2,6	2,3	2,7	1,7	2,0	2,5	4,8	4,5	1,4	5,6	4,4
koszty nieprzypisany	-28,8	-28,1	-28,0	-30,9	-30,5	-30,2	-27,0	-27,2	-30,8	-32,9	-29,2	-29,2	-33,6	-39,4	-38,6
PPO/PKO	-0,6	0,1	-0,3	-1,2	-1,1	0,5	-0,2	0,9	-1,1	2,9	0,5	-1,7	0,5	1,0	-0,1
<b>EBITDA</b>	<b>28,1</b>	<b>52,6</b>	<b>51,5</b>	<b>3,9</b>	<b>30,8</b>	<b>32,7</b>	<b>39,8</b>	<b>8,1</b>	<b>26,6</b>	<b>33,8</b>	<b>41,0</b>	<b>4,8</b>	<b>37,5</b>	<b>42,7</b>	<b>65,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>20,1</b>	<b>44,0</b>	<b>43,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>30,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>17,8</b>	<b>24,5</b>	<b>31,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>27,5</b>	<b>33,0</b>	<b>55,3</b>
Saldo finansowe	-1,1	0,3	0,4	1,3	-0,8	0,8	-0,7	1,7	-3,6	-5,8	-5,3	-1,8	-6,2	-4,9	-5,0
Jednostki stowarzyszone	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Zysk brutto	19,0	44,6	43,6	-3,2	21,3	25,0	30,1	0,5	14,2	18,8	26,5	-6,5	21,3	28,2	50,5
<b>Zysk netto</b>	<b>14,2</b>	<b>33,6</b>	<b>32,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>16,3</b>	<b>20,2</b>	<b>23,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>19,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>16,3</b>	<b>22,0</b>	<b>38,7</b>
CFO	2,4	56,8	62,7	-1,2	-8,1	48,5	67,3	16,4	-51,9	27,0	100,7	22,4	-19,0	66,5	120,5
Dług netto	253,8	225,9	221,2	270,9	304,8	333,3	305,5	319,8	394,7	381,9	330,9	327,3	362,9	328,7	239,4
<b>przychody r/r</b>	<b>30,5%</b>	<b>31,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>
Polska	1,6%	23,9%	6,1%	-0,2%	19,5%	-12,3%	-1,9%	7,4%	8,7%	-3,3%	3,5%	-1,3%	7,8%	5,9%	12,8%
Węgry	---	133,9%	1,7%	-1,4%	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%	-21,8%	3,6%	-3,0%
Ukraina	17,7%	-0,2%	-7,3%	-9,8%	-2,0%	-8,3%	10,4%	25,6%	-44,2%	-15,9%	2,5%	-14,1%	89,3%	41,1%	10,5%
pozostałe	27,6%	-4,2%	-14,5%	-2,4%	-27,2%	-18,8%	-23,8%	-41,4%	-3,7%	0,7%	22,0%	56,6%	6,0%	20,1%	3,5%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>42,8%</b>	<b>42,7%</b>	<b>42,7%</b>	<b>38,9%</b>	<b>41,8%</b>	<b>40,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>36,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>40,1%</b>	<b>38,2%</b>	<b>36,4%</b>	<b>42,2%</b>	<b>43,4%</b>	<b>46,7%</b>
SG&A/przychody	30,5%	26,1%	25,5%	41,3%	29,1%	29,8%	26,9%	37,8%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%	28,7%	29,6%	26,2%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>12,3%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,2%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,7%</b>	<b>20,5%</b>
Polska	29,5%	26,3%	27,0%	17,5%	33,1%	25,5%	24,7%	16,4%	29,2%	25,1%	25,2%	19,0%	33,0%	33,3%	38,6%
Węgry	19,2%	28,0%	26,6%	14,7%	13,4%	17,0%	19,1%	8,7%	17,8%	23,9%	10,3%	2,4%	19,0%	17,6%	23,5%
Ukraina	43,3%	32,7%	37,8%	34,0%	31,4%	27,7%	30,3%	33,4%	15,8%	38,1%	39,2%	24,8%	31,6%	31,2%	32,6%
pozostałe	38,4%	29,2%	32,9%	32,0%	27,5%	17,6%	19,4%	26,4%	22,4%	18,5%	28,3%	44,0%	14,9%	35,3%	25,2%
koszty nieprzypisany	-17,2%	-10,7%	-11,1%	-22,2%	-16,7%	-13,3%	-11,2%	-18,9%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%	-16,7%	-16,9%	-14,3%
<b>marża EBITDA</b>	<b>16,8%</b>	<b>20,0%</b>	<b>20,5%</b>	<b>2,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>18,3%</b>	<b>24,0%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>12,0%</b>	<b>16,7%</b>	<b>17,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>12,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>20,4%</b>
<b>marża netto</b>	<b>8,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>14,3%</b>

Źródło: DM BDM S.A., spółka

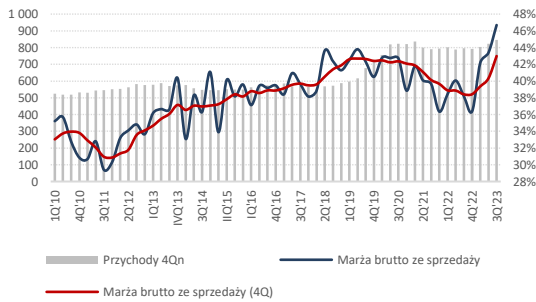
**Wyniki za 3Q'23 [mln PLN]**

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.	1-3Q'22	1-3Q'23	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	247,6	270,5	9,2%	255,2	6,0%	258,7	4,6%	651,0	705,1	8,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	94,6	126,3	33,6%	108,9	16,0%	---	---	253,1	312,4	23,4%
Zysk na sprzedaży	31,2	55,4	77,4%	42,1	31,6%	---	---	71,8	114,5	59,5%
EBITDA	41,0	65,0	58,7%	51,4	26,4%	51,3	26,7%	101,4	145,1	43,1%
EBIT	31,8	55,3	74,2%	41,5	33,3%	41,5	33,3%	74,1	115,9	56,4%
Zysk (strata) brutto	26,5	50,5	90,6%	36,6	38,1%	---	---	59,5	100,1	68,2%
Zysk (strata) netto	19,9	38,7	94,2%	27,9	38,7%	28,9	33,9%	39,9	77,0	93,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,2%	46,7%		42,7%		---		38,9%	44,3%	
Marża EBITDA	16,5%	24,0%		20,1%		19,8%		15,6%	20,6%	
Marża EBIT	12,8%	20,4%		16,3%		16,0%		11,4%	16,4%	
Marża zysku netto	8,0%	14,3%		10,9%		11,2%		6,1%	10,9%	

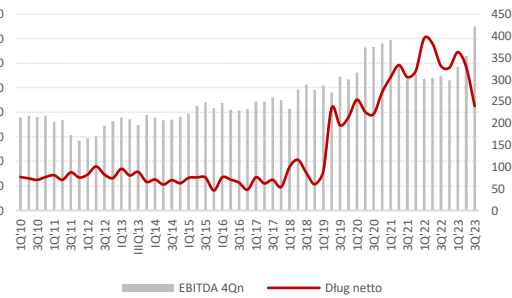
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

- Wyniki 3Q'23 były powyżej naszych założeń oraz konsensusu.
- Przychody wzrosły o 9% r/r. EBITDA wyniosła 65,0 mln PLN (+59% r/r, 26% powyżej naszych oczekiwań, 27% powyżej konsensusu). Rekordowy kwartał w historii spółki. Na poziomie netto spółka wypracowała 38,7 mln PLN zysku.
- Mocna była dynamika sprzedaży w Polsce (+13% r/r). Ukraina rosła wolniej niż poprzednich kwartałach, ale należało tego oczekiwać (+11%, baza była już wyższa niż w 1H'23). Spadek sprzedaży odnotowano na rynku węgierskim (-3% r/r).
- Rentowność brutto ze sprzedaży była na rekordowym poziomie 46,7% (vs 38,2% rok temu i 43,4% w 2Q'23)
- Dług netto po 3Q'23 wyniósł 239 mln PLN (razem z opcją na udziały w spółce węgierskiej). CF operacyjny w samym 3Q'23: +120,5 mln PLN.

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

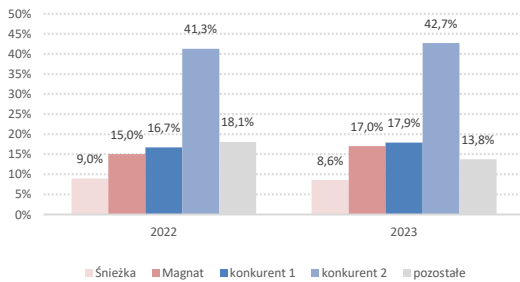


EBITDA 4Q narastająco i dług netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

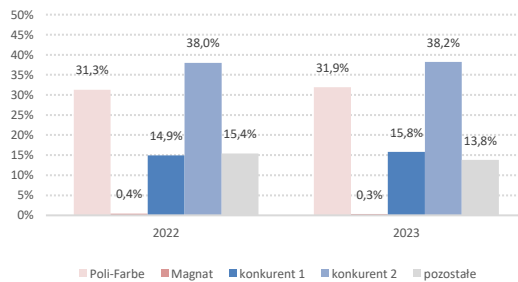
Udział wartościowy marek spółki w rynku polskim



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GfK

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział wartościowy marek spółki w rynku węgierskim



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, GfK

## Podsumowanie konferencji wynikowej po 3Q'23 (21/11/2023)

### • Wyniki

Zarząd jest zadowolony sezonu sprzedażowego. W samym 3Q'23 wszystkie miesiące były podobne. Udziały spółki w kluczowych rynkach zostały utrzymane lub powiększone. Obecny split sprzedaży to 37% DIY, 62% rynek niezależny i 1% internet. Wzrost cen miał istotny wpływ na wzrost marży brutto ze sprzedaży. Wzrost kosztów zarządu pochodzący z wyższych wynagrodzeń i usług obcych, w 3Q'23 ujęto także większą estymację premii rocznych w związku z dobrymi wynikami.

### • Perspektywy

Spółka optymistyczniej niż do tej pory podchodzi do wolumenów. Widać poprawę nastrojów konsumentów. Umocnienie PLN vs EUR i USD jest korzystne dla spółki. Marże są priorytetem zarządu, przy czym spółka widzi szereg ryzyk w przyszłości. Spółka chce mieć CAPEX na poziomie zbliżonym do amortyzacji (w 2023 ok 35-36 mln PLN). Spółka chce się rozwijać przez akwizycje, ale na ten moment nie prowadzi żadnych rozmów. Spółka zakłada wzrost wynagrodzeń ok 8% r/r w 2024 (spółka płaci rynkowo).

### • Polska

Wzrost sprzedaży produktów spółki jest związany z długoterminową strategią marketingową oraz przesuwaniami się popytu w kierunku premium (Magnat, Vidaron). Udział wartościowy w rynku w farbach wewnętrznych na poziomie 25,6% (w tym Magnat 17%), w emaliach 26,3%, w drewnie 20,5%

### • Węgry

Rynek z największym spadkiem wolumenów, słaby konsument. Udział wartościowy w rynku w farbach wewnętrznych na poziomie 31,9%, w emaliach 9,9%, w drewnie 4,3%

### • Ukraina

Według szacunków spółki w 2023 widoczne są oznaki znacznego ożywienia na rynku chemii budowlanej. Spółka nie widzi przesłanek wskazujących na istotne ryzyko utraty wartości aktywów (aktywa = 60 mln PLN, aktywa netto = 54 mln PLN). Sytuacja na rynku pozostaje wymagająca oraz trudna do prognozowania.

### • Białoruś

Rynek wysokiego ryzyka, spółka mierzy się z regulacjami. Spółka nie widzi na razie przesłanek do odpisów.

### • Surowce

W 2023 większość cen surowców była stabilna lub lekko rosła

## Prognozy na kolejne okresy

### Prognozy wyników na 4Q'2023

	4Q'22	4Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r	2024P	zmiana r/r
Przychody	140,7	154,4	9,7%	791,7	859,4	8,6%	906,1	5,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	51,2	63,3	23,8%	304,2	375,7	23,5%	399,2	6,2%
Zysk na sprzedaży	-3,0	0,3	---	68,8	114,8	66,9%	128,0	11,5%
EBITDA	4,8	9,4	97,3%	106,2	154,6	45,6%	164,0	6,1%
EBIT	-4,7	-0,3	---	69,4	115,6	66,5%	126,2	9,2%
Zysk brutto	-6,5	-3,9	---	53,0	96,2	81,4%	112,9	17,4%
Zysk netto	-3,2	-2,5	---	36,7	74,5	103,1%	88,5	18,8%
Marża brutto ze sprzedaży	36,4%	41,0%		38,4%	43,7%		44,1%	
Marża na sprzedaży	-2,1%	0,2%		8,7%	13,4%		14,1%	
marża EBITDA	3,4%	6,1%		13,4%	18,0%		18,1%	
marża EBIT	-3,3%	-0,2%		8,8%	13,4%		13,9%	
marża netto	-2,3%	-1,6%		4,6%	8,7%		9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- 4Q jest sezonowo najslabszym okresem w roku. Zakładamy, że w 4Q'23 spółka wygeneruje 10% wzrost r/r przychodów (niska baza, efekt wyższych cen r/r). Ceny farb na rynku polskim w 4Q'23 według szacunków na bazie indeksu PSB nie zmieniły się q/q i wzrosły o 7% r/r.
- Spodziewamy się także lepszej r/r marży brutto ze sprzedaży (podobnie jak to miało miejsce w poprzednich kwartałach 2023 roku na bazie korzystniejszych cen surowców). Na poziomie EBITDA szacujemy, że wynik może wynieść ok 9 mln PLN (vs 5 mln PLN rok temu). Natomiast na poziomie netto zakładamy lekką stratę.
- W całym 2023 prognozujemy 859 mln PLN przychodów, 155 mln PLN EBITDA (18% marży) oraz 75 mln PLN zysku netto.

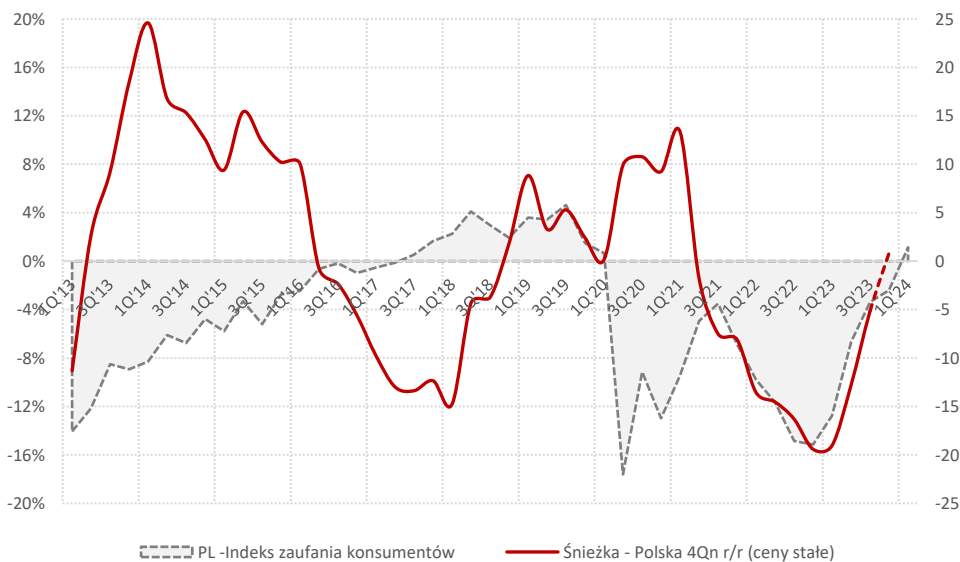
Zwracamy uwagę na wyniki za 4Q'23 opublikowane w ostatnich tygodniach przez globalnych liderów branży.

- Akzo Nobel w 4Q'23 pokazało 58% wzrost EBIT w segmencie Decorative Paints (przy 2% spadku przychodów podyktowanym głównie zmianami walut, wolumeny wzrosły o 3% r/r). Od strony popytowej outlook w obszarze EMEA mówi o odbudowie popytu (niskie kilka procent) po dołku z 2023 roku. Spółka stawia sobie za cel dalszą odbudowę marży EBITDA.
- PPG poprawiło marżę EBIT w 4Q'23 w segmencie Performance Coating (zaliczają się tu także farby dekoracyjne) o 1,5 pp r/r do 12,4%. W outlook'u spółka wskazała płaskie oczekiwania trendu sprzedaży w obszarze Architectural EMEA na początku 2024 roku (po małym spadku w 4Q'23) oraz średni kilkuprocentowy r/r spadek kosztów surowców.
- Sherwin-Williams (obecny w Polsce w ograniczonym zakresie) poprawił marżę brutto ze sprzedaży z 42,7% rok temu do 48,5% w 4Q'23 (jednocześnie spółka oddała ten wzrost w inwestycjach w koszty SG&A). Outlook na 2024 rok to kilkuprocentowe wzrosty sprzedaży i małe kilkuprocentowe spadki kosztów materiałowych.

**Prognozy wyników wg segmentów kwartalnie [mln PLN]**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>182,6</b>	<b>226,9</b>	<b>240,8</b>	<b>144,5</b>	<b>189,9</b>	<b>213,5</b>	<b>247,6</b>	<b>140,7</b>	<b>201,4</b>	<b>233,1</b>	<b>270,5</b>	<b>154,4</b>	<b>207,6</b>	<b>248,1</b>	<b>286,7</b>	<b>163,6</b>
Polska	126,6	151,5	156,2	92,8	137,5	146,5	161,6	91,6	148,2	155,1	182,3	102,5	151,2	162,9	191,4	107,7
Węgry	31,0	41,8	44,2	27,5	34,6	36,6	41,9	23,7	27,1	37,9	40,7	24,3	29,8	41,7	43,7	26,1
Ukraina	15,7	20,4	26,6	17,6	8,8	17,1	27,2	15,1	16,6	24,2	30,1	16,6	16,6	26,6	33,1	18,3
pozostałe	9,3	13,2	13,9	6,6	8,9	13,3	16,9	10,3	9,5	16,0	17,5	10,9	10,0	16,9	18,6	11,6
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>76,3</b>	<b>90,9</b>	<b>95,5</b>	<b>52,5</b>	<b>73,0</b>	<b>85,5</b>	<b>94,6</b>	<b>51,2</b>	<b>84,9</b>	<b>101,1</b>	<b>126,3</b>	<b>63,3</b>	<b>90,3</b>	<b>106,9</b>	<b>134,8</b>	<b>67,3</b>
SG&A	53,2	67,5	64,8	54,6	54,0	63,9	63,3	54,2	57,9	69,1	70,9	63,0	59,2	72,9	74,5	64,6
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>23,1</b>	<b>23,4</b>	<b>30,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>18,9</b>	<b>21,6</b>	<b>31,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>27,1</b>	<b>32,0</b>	<b>55,4</b>	<b>0,3</b>	<b>31,1</b>	<b>34,0</b>	<b>60,3</b>	<b>2,6</b>
Polska	42,0	38,6	38,6	15,2	40,2	36,8	40,7	17,4	48,9	51,6	70,3	23,8	52,4	54,3	74,9	25,5
Węgry	4,1	7,1	8,5	2,4	6,2	8,7	4,3	0,6	5,1	6,7	9,5	2,1	5,8	7,4	10,6	2,5
Ukraina	4,9	5,6	8,1	5,9	1,4	6,5	10,7	3,8	5,3	7,5	9,8	4,8	5,6	8,0	10,6	5,1
pozostałe	2,6	2,3	2,7	1,7	2,0	2,5	4,8	4,5	1,4	5,6	4,4	5,2	1,6	5,9	4,9	5,4
koszty nieprzypisane	-30,5	-30,2	-27,0	-27,2	-30,8	-32,9	-29,2	-29,2	-33,6	-39,4	-38,6	-34,1	-34,4	-41,7	-40,6	-35,9
PPO/PKO	-1,1	0,5	-0,2	0,9	-1,1	2,9	0,5	-1,7	0,5	1,0	-0,1	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,6
<b>EBITDA</b>	<b>30,8</b>	<b>32,7</b>	<b>39,8</b>	<b>8,1</b>	<b>26,6</b>	<b>33,8</b>	<b>41,0</b>	<b>4,8</b>	<b>37,5</b>	<b>42,7</b>	<b>65,0</b>	<b>9,4</b>	<b>40,3</b>	<b>43,7</b>	<b>69,1</b>	<b>10,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>22,0</b>	<b>24,0</b>	<b>30,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>17,8</b>	<b>24,5</b>	<b>31,8</b>	<b>-4,7</b>	<b>27,5</b>	<b>33,0</b>	<b>55,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>30,5</b>	<b>34,0</b>	<b>59,7</b>	<b>2,0</b>
Saldo finansowe	-0,8	0,8	-0,7	1,7	-3,6	-5,8	-5,3	-1,8	-6,2	-4,9	-5,0	-3,6	-3,6	-3,8	-3,4	-2,7
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Zysk brutto	21,3	25,0	30,1	0,5	14,2	18,8	26,5	-6,5	21,3	28,2	50,5	-3,9	26,9	30,2	56,4	-0,7
<b>Zysk netto</b>	<b>16,3</b>	<b>20,2</b>	<b>23,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9</b>	<b>19,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>16,3</b>	<b>22,0</b>	<b>38,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>21,2</b>	<b>22,9</b>	<b>44,1</b>	<b>0,4</b>
CFO	-8,1	48,5	67,3	16,4	-51,9	27,0	100,7	22,4	-19,0	66,5	120,5	-4,4	-23,5	48,3	100,2	17,6
Dług netto	304,8	333,3	305,5	319,8	394,7	381,9	330,9	327,3	362,9	328,7	239,4	241,8	278,8	244,0	193,7	183,0
<b>przychody r/r</b>	<b>8,8%</b>	<b>-13,8%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>
Polska	19,5%	-12,3%	-1,9%	7,4%	8,7%	-3,3%	3,5%	-1,3%	7,8%	5,9%	12,8%	12,0%	2,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Węgry	-6,1%	-19,6%	-10,9%	0,3%	11,7%	-12,6%	-5,2%	-13,9%	-21,8%	3,6%	-3,0%	2,5%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%
Ukraina	-2,0%	-8,3%	10,4%	25,6%	-44,2%	-15,9%	2,5%	-14,1%	89,3%	41,1%	10,5%	10,0%	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%
pozostałe	-27,2%	-18,8%	-23,8%	-41,4%	-3,7%	0,7%	22,0%	56,6%	6,0%	20,1%	3,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>41,8%</b>	<b>40,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>36,4%</b>	<b>38,4%</b>	<b>40,1%</b>	<b>38,2%</b>	<b>36,4%</b>	<b>42,2%</b>	<b>43,4%</b>	<b>46,7%</b>	<b>41,0%</b>	<b>43,5%</b>	<b>43,1%</b>	<b>47,0%</b>	<b>41,1%</b>
SG&A/przychody	29,1%	29,8%	26,9%	37,8%	28,5%	29,9%	25,6%	38,5%	28,7%	29,6%	26,2%	40,8%	28,5%	29,4%	26,0%	39,5%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>12,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,7%</b>	<b>20,5%</b>	<b>0,2%</b>	<b>15,0%</b>	<b>13,7%</b>	<b>21,0%</b>	<b>1,6%</b>
Polska	33,1%	25,5%	24,7%	16,4%	29,2%	25,1%	25,2%	19,0%	33,0%	33,3%	38,6%	23,2%	34,6%	33,4%	39,1%	23,7%
Węgry	13,4%	17,0%	19,1%	8,7%	17,8%	23,9%	10,3%	2,4%	19,0%	17,6%	23,5%	8,7%	19,6%	17,7%	24,2%	9,6%
Ukraina	31,4%	27,7%	30,3%	33,4%	15,8%	38,1%	39,2%	24,8%	31,6%	31,2%	32,6%	28,9%	33,9%	30,1%	32,1%	27,8%
pozostałe	27,5%	17,6%	19,4%	26,4%	22,4%	18,5%	28,3%	44,0%	14,9%	35,3%	25,2%	47,8%	16,4%	35,0%	26,2%	46,7%
koszty nieprzypisany	-16,7%	-13,3%	-11,2%	-18,9%	-16,2%	-15,4%	-11,8%	-20,8%	-16,7%	-16,9%	-14,3%	-22,1%	-19,6%	-16,8%	-14,2%	-21,9%
<b>marża EBITDA</b>	<b>16,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>18,3%</b>	<b>24,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>16,4%</b>	<b>17,6%</b>	<b>24,1%</b>	<b>6,7%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>12,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,5%</b>	<b>12,8%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>13,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>20,4%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>20,8%</b>	<b>1,2%</b>
<b>marża netto</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,0%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>8,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>14,3%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>15,4%</b>	<b>0,2%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Dynamika sprzedaży Śnieżki w Polsce r/r (za 4Q narastająco) w cenach stałych\* vs indeks zaufania konsumentów w Polsce**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, PSB, \*dynamika nominalna skorygowana o zmianę cen wg PSB

Popyt na produkty Śnieżki w Polsce (w cenach stałych) w ostatnich 10 latach charakteryzował się wyraźną cyklicznością. Wyraźne dodatnie dynamiki sprzedaży widoczne były w latach 2013-15 oraz 2019-pocz.21 (spory dodatkowy efekt remontów „covidowych”). Następne dwa lata to wyraźne spadki sprzedaży wolumenowej. Taka cykliczność związana jest naszym zdaniem z cyklem remontowym (mieszkania przeciętnie po 3-4 latach nadają się do pierwszego „odświeżenia”, co łatwo osiągnąć przez malowanie). Oceniamy, że obecnie wchodzimy w kolejny okres wzrostu popytu (dodatkowo wzmacniany przez poprawę nastrojów konsumentów oraz prawdopodobny napływ nowych środków unijnych).

- W całym 2023 prognozujemy 859 mln PLN przychodów, 155 mln PLN EBITDA (18% marży) oraz 75 mln PLN zysku netto.
- W 2024 roku spodziewamy się odpowiednio 906 / 164 / 89 mln PLN. Zakładamy, że efekt przychodowy podwyżek cen będzie już niewielki, natomiast liczymy na stopniową odbudowę wolumenów, które przez ostatnie 2-3 lata były pod presją.
- Zakładana poprawa wyników to głównie efekt wzrostu rentowności (brutto ze sprzedaży z 38,4% w 2022 do 43,7% w 2023 i 44,1% w 2024).

- Celem zarządu był powrót do rentowności osiąganych przez Covidem (w 2018-19 spółka miała średnio 42,2% marży brutto i 15,7% marży EBITDA), cel ten udało się już zrealizować. Zakładamy, że efekt wpływu podwyżek cen farb na 2024 roku będzie już minimalny, natomiast dostrzegamy jeszcze pole do poprawy marży po stronie kosztów (spadek cen bieli plus efekt kursu EUR/PLN). Przy wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem też być także wyraźniej widoczne efekty nowego centrum logistycznego. Zakładamy rentowność brutto ze sprzedaży w 2024-25 na poziomie 44,1-44,2%. W długim terminie zakładamy ok. 18% marży EBITDA (wg konsensusu Bloomberga w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 17,7% - przy widełkach 13-20%).
- W latach 2018-22 spółka wydała na inwestycje blisko 450 mln PLN (90 mln PLN średniorocznie), realizując program wzrostu mocy produkcyjnych oraz likwidując wąskie gardła w logistyce (w 2023 wydatki powinny wynieść ok 40 mln PLN). Za 108 mln PLN zakupiono także udziały w Poli-Farbe (plus opcja put wyceniana jest na 45 mln PLN). Ukończenie programu inwestycyjnego zbiegło jednak się z wyraźnym spadkiem wolumenów (w 2020 roku spółka mogła realizować potencjalnie nawet jeszcze większą sprzedaż, ale problemem były m.in. logistyka). W ocenie zarządu spółka jest obecnie zabezpieczona na wiele lat do przodu a realizowany CAPEX nie powinien przekraczać amortyzacji (co uwzględniamy w prognozach).
- W naszych założeniach przyjmujemy wypłatę dywidendy na poziomie 50% skonsolidowanego zysku netto do momentu zejścia wskaźnika dług netto/EBITDA <1,0 (w przypadku spadku poniżej tego poziomu zakładamy 75% przy wskaźniku >0,75x i 100% przy <0,75x). Zakładamy DPS na poziomie 2,95 PLN w 2024 i 3,51 PLN w 2025 roku przy 50% wypłaty z zysku (wskazujemy jednocześnie, że w 2023 roku akcjonariusze zdecydowali o wyższej dywidendzie niż rekomendował zarząd – wypłacono 69% zysku netto skonsolidowanego).
- Nasze założenia wynikowe w stosunku do poprzedniej rekomendacji zostały skorygowane głównie na poziomie marżowości (spółka przebiła nasze oczekiwania w ostatnich kwartałach). Nieco bardziej konserwatywnie podchodzimy do prognoz na 2023-24 niż konsensus prezentowany przez Bloomberg. Natomiast na 2026 rok nasze oczekiwania są dość zbliżone.

**Zmiana prognoz w stosunku do ostatniej rekomendacji\* [mln PLN]**

	2023		zmiana	2024		zmiana	2025		zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	826,8	859,4	3,9%	884,3	906,1	2,5%	952,1	977,8	2,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	346,3	375,7	8,5%	374,6	399,2	6,6%	405,1	432,4	6,8%
EBITDA	136,6	154,6	13,2%	147,4	164,0	11,3%	159,0	177,3	11,5%
EBIT	96,9	115,6	19,3%	109,1	126,2	15,7%	121,9	140,5	15,2%
Zysk netto	57,1	74,5	30,5%	71,5	88,5	23,8%	85,2	102,9	20,8%
Dług netto	290,5	241,8	-16,8%	240,4	183,0	-23,9%	184,4	117,1	-36,5%
Marża brutto ze sprzedaży	41,9%	43,7%		42,4%	44,1%		42,5%	44,2%	
Marża EBITDA	16,5%	18,0%		16,7%	18,1%		16,7%	18,1%	
Marża EBIT	11,7%	13,4%		12,3%	13,9%		12,8%	14,4%	
Marża zysku netto	6,9%	8,7%		8,1%	9,8%		8,9%	10,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, \*z 27/07/2024

**Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]**

	2023		odchylenie	2024		odchylenie	2025		odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	859,4	861,5	-0,2%	906,1	909,0	-0,3%	977,8	974,0	0,4%
EBITDA	154,6	162,0	-4,6%	164,0	174,0	-5,8%	177,3	181,0	-2,0%
EBIT	115,6	124,5	-7,2%	126,2	134,5	-6,2%	140,5	141,0	-0,4%
Zysk (strata) netto	74,5	79,4	-6,2%	88,5	98,5	-10,1%	102,9	104,5	-1,5%
Dług netto	241,8	215,5	12,2%	183,0	157,5	16,2%	117,1	93,3	25,5%
Marża EBITDA	18,0%	18,8%		18,1%	19,1%		18,1%	18,6%	
Marża EBIT	13,4%	14,5%		13,9%	14,8%		14,4%	14,5%	
Marża zysku netto	8,7%	9,2%		9,8%	10,8%		10,5%	10,7%	

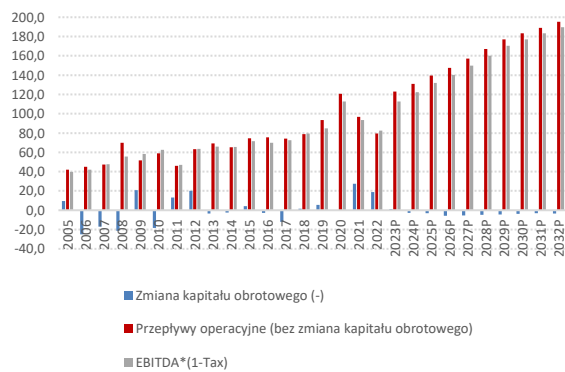
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)



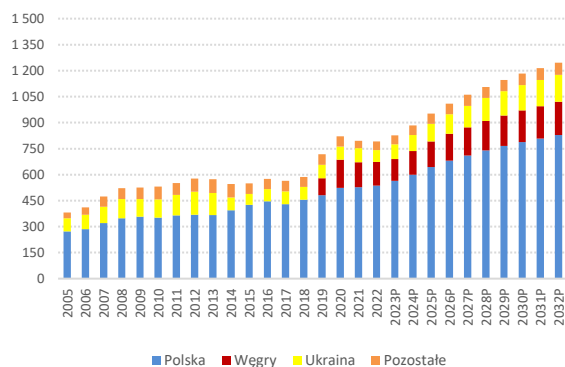
**Prognozy wyników wg segmentów rocznie [mln PLN]**

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Przychody</b>	<b>717,1</b>	<b>821,3</b>	<b>794,9</b>	<b>791,7</b>	<b>859,4</b>	<b>906,1</b>	<b>977,8</b>	<b>1 040,0</b>	<b>1 096,2</b>	<b>1 146,6</b>	<b>1 191</b>	<b>1 230</b>	<b>1 262</b>	<b>1 294</b>	<b>1 327</b>
Polska	480,5	524,5	527,1	537,2	588,2	613,2	659,2	695,4	726,7	755,8	782,2	805,7	825,8	846,5	867,6
Węgry	99,4	162,1	144,5	136,8	129,9	141,2	151,8	161,0	169,0	176,4	183,2	189,3	194,5	199,8	205,3
Ukraina	77,4	76,4	80,3	68,2	87,5	94,6	104,0	114,4	125,9	135,3	142,1	149,2	153,7	158,3	162,2
pozostałe	59,8	58,4	42,9	49,4	53,9	57,1	62,8	69,1	74,6	79,1	83,0	85,5	88,1	89,9	91,7
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>304,1</b>	<b>345,6</b>	<b>315,3</b>	<b>304,2</b>	<b>375,7</b>	<b>399,2</b>	<b>432,4</b>	<b>459,6</b>	<b>484,0</b>	<b>506,2</b>	<b>525,8</b>	<b>542,8</b>	<b>556,8</b>	<b>571,3</b>	<b>585,8</b>
SG&A	219,2	241,1	240,0	235,4	260,9	271,2	290,2	306,6	321,1	333,7	344,3	353,3	360,3	367,2	374,0
<b>Wynik na sprzedaży</b>	<b>84,9</b>	<b>104,5</b>	<b>75,2</b>	<b>68,8</b>	<b>114,8</b>	<b>128,0</b>	<b>142,3</b>	<b>153,0</b>	<b>162,9</b>	<b>172,4</b>	<b>181,6</b>	<b>189,5</b>	<b>196,5</b>	<b>204,1</b>	<b>211,8</b>
Polska	123,8	134,9	134,3	135,1	194,6	207,1	224,1	237,8	250,1	261,4	271,7	280,6	288,2	296,2	304,1
Węgry	17,6	38,1	22,1	19,8	23,5	26,3	30,2	33,4	36,2	38,9	41,3	43,4	45,2	47,1	48,9
Ukraina	25,7	28,1	24,5	22,3	27,4	29,3	32,0	34,3	36,4	38,4	40,3	41,9	43,1	44,8	46,3
pozostałe	20,9	19,2	9,3	13,8	16,7	17,8	19,4	20,8	22,0	23,2	24,3	25,3	26,1	26,9	27,8
koszty nieprzypisane	-103,2	-115,8	-115,0	-122,2	-145,8	-152,6	-163,4	-173,2	-181,9	-189,5	-196,1	-201,8	-206,3	-210,8	-215,3
PPO/PKO	-9,9	-2,0	0,2	0,6	0,7	-1,8	-1,8	-3,1	-3,3	-3,4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0
<b>EBITDA</b>	<b>106,8</b>	<b>136,1</b>	<b>111,4</b>	<b>106,2</b>	<b>154,6</b>	<b>164,0</b>	<b>177,3</b>	<b>186,5</b>	<b>196,2</b>	<b>205,5</b>	<b>214,6</b>	<b>222,5</b>	<b>229,6</b>	<b>237,2</b>	<b>244,9</b>
EBIT	79,0	102,5	75,5	69,4	115,6	126,2	140,5	149,9	159,6	169,0	178,0	185,8	192,8	200,2	207,8
Saldo finansowe	-0,4	0,9	1,0	-16,5	-19,7	-13,5	-9,9	-7,2	-6,8	-6,5	-6,2	-5,9	-5,6	-5,3	-4,9
Jednostki stowarzyszone	0,4	0,5	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zysk brutto	79,0	104,0	76,8	53,0	96,2	112,9	130,8	142,9	153,0	162,7	172,0	180,1	187,4	195,3	203,1
<b>Zysk netto</b>	<b>59,5</b>	<b>78,0</b>	<b>59,7</b>	<b>36,7</b>	<b>74,5</b>	<b>88,9</b>	<b>102,9</b>	<b>111,4</b>	<b>119,2</b>	<b>126,8</b>	<b>134,1</b>	<b>140,4</b>	<b>146,1</b>	<b>152,2</b>	<b>158,4</b>
CFO	99,2	120,7	124,1	98,2	163,6	142,7	152,6	155,6	163,8	171,9	179,8	186,5	192,9	199,2	205,5
Dług netto	213,7	270,9	319,8	327,3	241,8	183,0	117,1	107,1	97,0	86,4	75,1	64,3	53,3	41,6	29,5
<b>przychody r/r</b>	<b>22,2%</b>	<b>14,5%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>8,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,5%</b>
Polska	5,4%	9,2%	0,5%	1,9%	9,5%	4,2%	7,5%	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,5%	2,5%
Węgry	---	63,0%	-10,8%	-5,4%	-5,0%	8,8%	7,5%	6,1%	4,9%	4,4%	3,9%	3,3%	2,7%	2,8%	2,8%
Ukraina	5,4%	-1,4%	5,1%	-15,0%	28,2%	8,1%	10,0%	10,0%	10,0%	7,5%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	2,5%
pozostałe	3,9%	-2,2%	-26,5%	15,2%	8,9%	6,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>42,4%</b>	<b>42,1%</b>	<b>39,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>43,7%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,2%</b>	<b>44,2%</b>	<b>44,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,1%</b>
SG&A/przychody	30,6%	29,4%	30,2%	29,7%	30,4%	29,9%	29,7%	29,5%	29,3%	29,1%	28,9%	28,7%	28,5%	28,4%	28,2%
<b>marża na sprzedaży</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,7%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,6%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,0%</b>
Polska	25,8%	25,7%	25,5%	25,1%	33,1%	33,8%	34,0%	34,2%	34,4%	34,6%	34,7%	34,8%	34,9%	35,0%	35,0%
Węgry	17,7%	23,5%	15,3%	14,4%	18,1%	18,6%	19,9%	20,7%	21,4%	22,0%	22,5%	22,9%	23,2%	23,5%	23,8%
Ukraina	33,2%	36,8%	30,5%	32,7%	31,3%	31,0%	30,8%	29,9%	28,9%	28,4%	28,3%	28,1%	28,2%	28,3%	28,5%
pozostałe	34,9%	32,9%	21,7%	27,9%	31,0%	31,2%	30,9%	30,1%	29,6%	29,4%	29,3%	29,6%	29,6%	30,0%	30,3%
koszty nieprzypisany	-14,4%	-14,1%	-14,5%	-15,4%	-17,0%	-16,8%	-16,7%	-16,7%	-16,6%	-16,5%	-16,5%	-16,4%	-16,3%	-16,3%	-16,2%
<b>marża EBITDA</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,1%</b>	<b>17,9%</b>	<b>17,9%</b>	<b>17,9%</b>	<b>18,0%</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,5%</b>
<b>marża EBIT</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>8,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,4%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,1%</b>	<b>15,3%</b>	<b>15,5%</b>	<b>15,7%</b>
<b>marża netto</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>4,6%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,9%</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,9%</b>

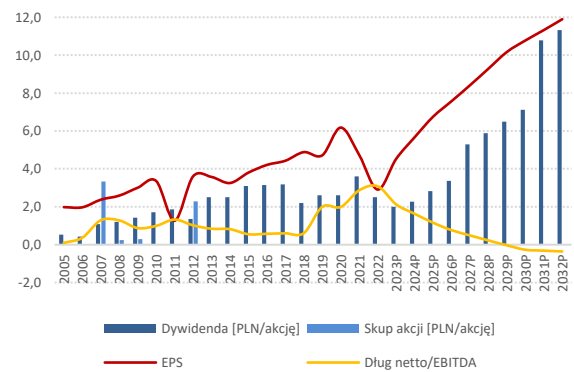
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Przepływy operacyjne [mln PLN]**


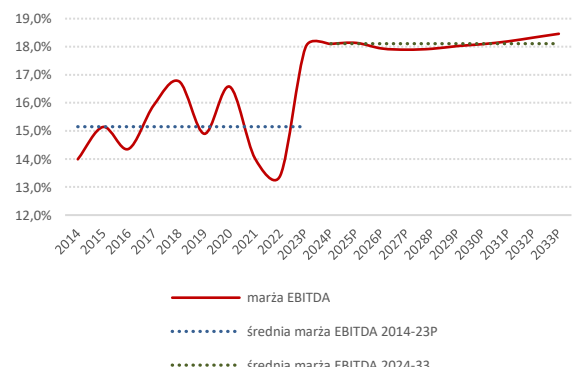
Źródło: BDM S.A., spółka

**Struktura przychodów [mln PLN]**


Źródło: BDM S.A., spółka

**Dywidenda vs EPS**


Źródło: BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA**


Źródło: BDM S.A., spółka



## DANE FINANSOWE

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>573</b>	<b>575</b>	<b>571</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>568</b>	<b>569</b>	<b>569</b>
Aktywa trwałe	72	68	64	61	61	61	61	61	61	61	61	61
Wartości niematerialne i prawne	496	503	503	502	502	502	502	502	502	503	503	503
Rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Pozostałe aktywa trwałe	<b>221</b>	<b>262</b>	<b>310</b>	<b>374</b>	<b>381</b>	<b>393</b>	<b>404</b>	<b>416</b>	<b>424</b>	<b>431</b>	<b>440</b>	<b>450</b>
Aktywa obrotowe	125	117	117	123	131	137	143	150	154	157	161	166
Zapasy	76	76	81	87	92	97	102	106	109	112	115	118
Należności krótkoterminowe	20	68	112	163	158	158	159	160	161	162	164	166
Inwestycje krótkoterminowe	20	68	112	163	158	158	159	160	161	162	164	166
- w tym środki pieniężne*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa obrotowe	<b>794</b>	<b>837</b>	<b>881</b>	<b>942</b>	<b>949</b>	<b>961</b>	<b>972</b>	<b>984</b>	<b>992</b>	<b>999</b>	<b>1 009</b>	<b>1 019</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>293</b>	<b>354</b>	<b>406</b>	<b>464</b>	<b>473</b>	<b>481</b>	<b>488</b>	<b>495</b>	<b>502</b>	<b>507</b>	<b>514</b>	<b>520</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>64</b>	<b>71</b>	<b>79</b>	<b>87</b>	<b>96</b>	<b>104</b>
<b>Kapitał mniejszości</b>	<b>473</b>	<b>450</b>	<b>437</b>	<b>433</b>	<b>426</b>	<b>423</b>	<b>420</b>	<b>417</b>	<b>411</b>	<b>405</b>	<b>400</b>	<b>395</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Rezerwy na zobowiązania	230	205	190	175	160	150	140	130	120	120	120	120
Zobowiązania długoterminowe	230	205	190	175	160	150	140	130	120	120	120	120
- w tym zobowiązania oprocentowane	223	225	228	239	247	254	261	268	272	265	260	255
Zobowiązania krótkoterminowe	117	105	105	105	105	105	105	105	105	95	85	75
- w tym zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inne	<b>794</b>	<b>837</b>	<b>881</b>	<b>942</b>	<b>949</b>	<b>961</b>	<b>972</b>	<b>984</b>	<b>992</b>	<b>999</b>	<b>1 009</b>	<b>1 019</b>
<b>Pasywa razem</b>												
<i>*łącznie z lokatami</i>												
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>792</b>	<b>859</b>	<b>906</b>	<b>978</b>	<b>1 040</b>	<b>1 096</b>	<b>1 147</b>	<b>1 191</b>	<b>1 230</b>	<b>1 262</b>	<b>1 294</b>	<b>1 327</b>
Przychody netto ze sprzedaży	304	376	399	432	460	484	506	526	543	557	571	586
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	235	261	271	290	307	321	334	344	353	360	367	374
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	69	115	128	142	153	163	172	182	189	197	204	212
Zysk (strata) na sprzedaży	1	1	-2	-2	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	106	155	164	177	187	196	206	215	222	230	237	245
EBITDA	69	116	126	140	150	160	169	178	186	193	200	208
EBIT	-17	-20	-13	-10	-7	-7	-7	-6	-6	-6	-5	-5
Saldo działalności finansowej	53	96	113	131	143	153	163	172	180	187	195	203
Zysk (strata) brutto	5	5	5	6	6	7	7	7	8	8	8	9
Zysk (strata) netto mniejszości	37	75	89	103	111	119	127	134	140	146	152	158
Zysk (strata) netto**												
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>98</b>	<b>164</b>	<b>143</b>	<b>153</b>	<b>156</b>	<b>164</b>	<b>172</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>193</b>	<b>199</b>	<b>205</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-47	-41	-34	-33	-35	-35	-35	-35	-35	-35	-35	-36
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-44	-74	-65	-68	-126	-129	-136	-144	-151	-157	-162	-168
Przepływy z działalności finansowej	7	48	44	51	-5	0	1	1	1	1	2	2
Przepływy pieniężne netto	16	20	68	112	163	158	158	159	160	161	162	164
Środki pieniężne na początek okresu	20	68	112	163	158	158	159	160	161	162	164	166
Środki pieniężne na koniec okresu												
<b>Wskaźniki</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
Przychody zmiana r/r	-5%	46%	6%	8%	5%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	-39%	103%	19%	16%	8%	7%	6%	6%	5%	4%	4%	4%
Zysk netto zmiana r/r	38,4%	43,7%	44,1%	44,2%	44,2%	44,2%	44,1%	44,2%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%
Marża brutto na sprzedaży	13,4%	18,0%	18,1%	18,1%	17,9%	17,9%	17,9%	18,0%	18,1%	18,2%	18,3%	18,5%
Marża EBITDA	8,8%	13,4%	13,9%	14,4%	14,4%	14,6%	14,7%	14,9%	15,1%	15,3%	15,5%	15,7%
Marża EBIT	4,6%	8,7%	9,8%	10,5%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%	11,4%	11,6%	11,8%	11,9%
Marża netto	29,7%	30,4%	29,9%	29,7%	29,5%	29,3%	29,1%	28,9%	28,7%	28,5%	28,4%	28,2%
SG&A / przychody	12,5%	21,0%	21,8%	22,2%	23,6%	24,8%	26,0%	27,1%	28,0%	28,8%	29,6%	30,5%
ROE	4,6%	8,9%	10,0%	10,9%	11,7%	12,4%	13,0%	13,6%	14,2%	14,6%	15,1%	15,6%
ROA	347	310	295	280	265	255	245	235	225	215	205	195
Dług	54,2%	46,7%	42,1%	37,6%	35,9%	34,7%	33,4%	32,2%	31,0%	29,8%	28,5%	27,3%
D / (D+E)	118,5%	87,5%	72,8%	60,3%	56,1%	53,1%	50,2%	47,5%	44,9%	42,4%	39,9%	37,5%
D / E	118,5%	87,5%	72,8%	60,3%	56,1%	53,1%	50,2%	47,5%	44,9%	42,4%	39,9%	37,5%
Dług / kapitał własny	327	242	183	117	107	97	86	75	64	53	42	30
Dług netto	1,12	0,68	0,45	0,25	0,23	0,20	0,18	0,15	0,13	0,11	0,08	0,06
Dług netto / kapitał własny	3,1	1,6	1,1	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	1 334	1 249	1 190	1 124	1 114	1 104	1 093	1 082	1 071	1 060	1 048	1 036
EV	26,0%	24,8%	24,8%	24,9%	23,8%	23,1%	22,4%	21,7%	21,0%	20,3%	19,6%	18,8%
Dług / EV	6,7%	4,8%	3,8%	3,4%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%
CAPEX / Przychody	144,9%	105,9%	90,0%	90,8%	99,4%	99,9%	100,2%	100,3%	100,6%	100,8%	100,9%	101,0%
CAPEX / Amortyzacja	-0,2%	-2,4%	0,2%	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Przychody	45,8%	-31,0%	4,1%	3,5%	8,8%	8,8%	8,8%	8,6%	8,9%	8,9%	8,7%	8,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,4	13,5	11,4	9,8	9,0	8,4	7,9	7,5	7,2	6,9	6,6	6,4
P/E*	3,4	2,8	2,5	2,2	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9
P/BV*	12,6	8,1	7,3	6,3	6,0	5,6	5,3	5,0	4,8	4,6	4,4	4,2
EV/EBITDA*	19,2	10,8	9,4	8,0	7,4	6,9	6,5	6,1	5,8	5,5	5,2	5,0
EV/EBIT*	1,7	1,5	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
EV/S*	2,5	2,0	3,0	3,5	8,2	8,8	9,4	10,0	10,6	11,1	11,6	12,1
DPS	52,8%	68,8%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Payout ratio												

Źródło: BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 79,8 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**  
 Dyrektor Wydziału  
 tel. (032) 208 14 12  
 e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**  
 Zastępca Dyrektora  
 Doradca Inwestycyjny  
 tel. (032) 208 14 32  
 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**  
 Analityk rynku akcji  
 tel. (032) 208 14 38  
 e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**  
 Młodszy analityk rynku akcji  
 Doradca Inwestycyjny  
 tel. (032) 208 14 35  
 e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**  
 Dyrektor Wydziału  
 tel. (022) 62-20-848  
 e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

**Piotr Dedeccus**  
 tel. (022) 62-20-100  
 e-mail: piotr.dedeccus@bdm.pl

**Maciej Fink-Finowicki**  
 tel. (022) 62-20-855  
 e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

**Piotr Komorowski**  
 tel. (022) 62-20-851  
 e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

**Tomasz Grzeszczyk**  
 tel. (022) 62-20-854  
 e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>93,1</b>	<b>akumuluj</b>	<b>79,9</b>	<b>01.03.2024</b>	<b>07:50 CEST</b>	<b>79,8</b>	<b>81 945</b>
akumuluj	79,9	trzymaj	72,2	27.07.2023	14:55 CEST	72,8	71 790
trzymaj	72,2	redukuje	65,2	18.05.2023	08:50 CEST	72,6	63 636
redukuje	65,2	Wznowienie rekomendacji	---	16.03.2023	13:40 CEST	69,6	55 928
trzymaj	86,8	akumuluj	72,3	03.06.2019	09:55 CEST	89,0	57 855
akumuluj	72,3	redukuje	62,0	01.08.2018	14:45 CEST	67,0	59 581
redukuje	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuje	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuje	56,4	trzymaj	56,4	18.07.2016	08:59 CEST	61,2	45 541
trzymaj	56,4	akumuluj	51,1	26.02.2016		55,7	45 991
akumuluj	51,1	akumuluj	48,8	13.08.2015		46,3	52 555
akumuluj	48,8	akumuluj	43,5	19.03.2015		44,1	53 816
akumuluj	43,5	trzymaj	45,0	7.11.2014		38,3	53 400
trzymaj	45,0	sprzedaj	45,4	6.12.2013		47,9	52 577
sprzedaj	45,4	redukuje	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuje	43,0	akumuluj	48,0	19.07.2013		48,89	46 400
trzymaj	48,0	akumuluj	36,6	6.03.2013		49,45	46 798
akumuluj	36,6	trzymaj	33,9	22.10.2012		31,61	43 759
trzymaj	33,9	kupuj	32,7	24.07.2012		34,00	38 983
kupuj	32,7	trzymaj	39,8	1.03.2011		27,19	41 534
trzymaj	39,8	akumuluj	47,1	26.05.2011		39,10	49 245
akumuluj	47,1	akumuluj	45,1	15.03.2011		42,95	47 440
akumuluj	45,1	akumuluj	45,1	17.11.2010		40,70	46 456
akumuluj	45,1	kupuj	41,2	14.05.2010		40,51	41 656
kupuj	41,2	-	-	27.10.2009		33,05	39 147

**Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'24\*:**

	liczba		%	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	8	53%	0	0%
Akumuluj	3	20%	0	0%
Trzymaj	2	13%	0	0%
Redukuj	2	13%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-03-01**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-03-01 (07:50 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-03-08 (00:01 CEST).**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

**Na dzień 2024-03-01:**

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
  - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
  - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
  - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
  - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
  - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
  - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
  - Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
  - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.