



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

Rynek farb w Polsce ma za sobą już cztery lata spadków wolumenów, jednocześnie Śnieżka udaje się utrzymać stabilny poziom przychodów w kraju (trend premiumizacji). Scenariusz bazowy na 2025 rok to co najmniej stabilizacja wolumenów. Większym wyzwaniem są rynki eksportowe. Rynek ukraiński miał dobry okres 2023 roku (spółce pomagała m.in. obecność w zachodniej części kraju), ale rok 2024 był już trudniejszy. Niezmiennie ciężarem są Węgry i pozostałe rynki (tu historycznie najmocniejsza była Białoruś), które od 2020 roku straciły ok 1/3 przychodów. Spółka w ostatnich kwartałach pozytywnie zaskakiwała rentownością brutto ze sprzedaży a negatywnie kosztami SG&A. Oceniamy, że w kolejnych kwartałach powinna tu nastąpić pewna stabilizacja (ceny bieli tytanowej zaczęły w 2024 roku delikatnie rosnąć, z drugiej strony spadek presji inflacyjnej powinien zatrzymać wzrost inwestycji w koszty SG&A). Spółka posiada spore niewykorzystane moce produkcyjne i logistyczne (efekt inwestycji z lat 2018-22) oraz ekspozycję na popyt przy ewentualnym procesie „odbudowy Ukrainy”. Jednocześnie mnożniki rynkowe przy jakich handlowa jest Śnieżka nie wyglądają obecnie już tak atrakcyjnie jak rok temu, chociaż nadal są poniżej 10-letniej mediany zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Zakładamy, że w 2025 roku spółka odnotuje poprawę wyników, aczkolwiek realizacja celów strategicznego po stronie przychodów na 2028 rok raczej w ostatnich kwartałach się oddaliła. Obniżamy nasze średnioterminowe założenia prognoz w modelu (spółka w ostatnich kwartałach prezentowała wyniki poniżej naszych oczekiwań), wyższa jest także stopa wolna od ryzyka. Nasza obecna cena docelowa to 80,9 PLN (poprzednio 93,1 PLN przed wypłatą dywidendy). Implikuje to rekomendację Trzymaj (poprzednio Kupuj).

Wyniki za ostatnie okresy

W 1-3Q'24 spółka osiągnęła 648 mln PLN przychodów (-8% r/r), 127 mln PLN EBITDA (-13% r/r) oraz 65 mln PLN zysku netto (-16% r/r). Dynamika EBITDA w każdym kwartale'24 była negatywna, a największe obniżenie odnotowano w 1Q'24, kiedy wprowadzono zmiany w modelu dystrybucji w kanale tradycyjnym. Dług netto wzrósł do 256 mln PLN (dn/EBITDA=1,8x) z 239 mln PLN rok wcześniej.

Segmenty

W 1Q'24 na sprzedaż w Polsce, jednorazowo negatywnie, wpłynęła zmiana modelu dystrybucyjnego. W 2-3Q'24 spółka miała już porównywalną r/r sprzedaż w Polsce, słabo natomiast nadal wyglądały Węgry a od połowy 2Q'24 na rynku ukraińskim odczuwalne zaczęło być osłabienie. W całym 1-3Q'24 sprzedaż spółki na rynku polskim spadła o -4% r/r. W 2024 roku wg naszych prognoz będzie to 570 mln PLN (72% udziału w grupie). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to: Węgry (13% przychodów w 1-3Q'24, dynamika: -20% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'24; -9% r/r). Według GfK ok. 71% farb dekoracyjnych wykorzystywane jest na rynku remontowym, 13% na pierwotnym, a 16% jednocześnie w obu kierunkach.

Otoczenie rynkowe

Ceny farb na rynku polskim w 4Q'24 wg PSB zmieniły się symbolicznie (-1% q/q i +1% r/r). Indeks zaufania konsumentów w Polsce w 4Q'24 wyniósł średnio -2,1 pkt (vs +1,4 pkt w 1-3Q'24 i -3,0 pkt w 4Q'23), na Węgrzech w 4Q'24 było to średnio -26,6 pkt (vs -30,0 pkt rok temu). Wartość rynku farb dekoracyjnych w Polsce w 2024 mogła być zbliżona r/r (brak jeszcze pełnych danych, równocześnie pod względem wolumenów odnotowano kilku procentowy spadek r/r). Wolumen od rekordowego 2020 roku spadł już łącznie o ponad -20%. Wydaje się, że jesteśmy już bliżej niż zmiany tego trendu (wzrost dochodów realnych oraz wejście w naturalny cykl nowego popytu remontowego). Równocześnie efekt spadku presji surowcowej w branży będzie miał już wygasający wpływ na wyniki (ceny bieli są obecnie ok 2% wyższe r/r), przy czym spółce sprzyja nadal mocny PLN (zakupy surowców > sprzedaż zagraniczna).

Prognozy wyników, wskaźniki

4Q jest sezonowo najsłabszym okresem roku (EBITDA w 4Q'24 prognozujemy na 13 mln PLN vs 14 mln PLN rok temu). W całym 2024 zakładamy 791 mln PLN przychodów, 139 mln PLN EBITDA (18% marży) oraz 64 mln PLN zysku netto. W 2025 roku spodziewamy się odpowiednio 832 / 147 / 72 mln PLN. Zwracamy uwagę, że wyniki 1Q'25 powinny być istotnie lepsze r/r (niska baza z 1Q'24). Mnożniki rynkowe (EV/EBITDA'=9,2x, '25=8,4x), pozostają wyraźnie wyższe na tle krajowych spółek z branży materiałów budowlanych, równocześnie są one poniżej 10-letniej mediany dla spółki zarówno historycznie jak i wyprzedzająco. Spółka nadal handlowana jest z istotnym dyskontem do zagranicznych producentów farb. W średnim terminie pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić deeskalacja działań wojennych w Ukrainie (lokalizacja mocy produkcyjnych powinna sprzyjać spółce).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	794,9	791,7	857,8	790,6	832,2	898,4
Wynik brutto ze sprzed. [mln PLN]	315,3	304,2	384,2	388,3	408,2	440,8
Zysk na sprzedaży [mln PLN]	75,2	68,8	120,1	103,9	111,2	129,3
EBITDA [mln PLN]	111,4	106,2	159,4	139,4	146,6	163,5
EBIT [mln PLN]	75,5	69,4	121,0	101,8	109,4	126,6
Zysk brutto [mln PLN]	76,8	53,0	101,0	82,8	91,6	111,6
Zysk netto [mln PLN]	59,7	36,7	77,6	63,7	71,5	85,7
P/BV	3,5	3,6	3,0	2,8	2,6	2,3
P/E	17,6	28,6	13,5	16,5	14,7	12,2
EV/EBITDA	12,3	13,0	8,2	9,2	8,4	7,2
EV/EBIT	18,2	19,8	10,8	12,6	11,3	9,3

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.

TRZYMAJ

(POPRZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 80,9 PLN

06 LUTY 2025, 07:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	81,0
Wycena porównawcza [PLN]	80,6
Wycena końcowa [PLN]	80,9
Potencjał do wzrostu / spadku	-2,7%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	83,2
Kapitalizacja [mln PLN]	1 049,8
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	84,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	70,0

Stopa zwrotu za 3 mc	18,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	10,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-6,5%

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%

stopy 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	5
RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE	7
WYNIKI HISTORYCZNE I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	11
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	17,6	28,6	13,5	16,5	14,7	12,2	10,4
P/BV	3,5	3,6	3,0	2,8	2,6	2,3	2,1
EV/EBITDA	12,3	13,0	8,2	9,2	8,4	7,2	6,3
EV/EBIT	18,2	19,8	10,8	12,6	11,3	9,3	7,9
EV/S	1,7	1,7	1,5	1,6	1,5	1,3	1,2
BVPS	24,1	23,2	27,6	29,4	32,6	36,5	39,5
EPS	4,7	2,9	6,2	5,0	5,7	6,8	8,0
DPS (w danym roku)	3,6	2,5	2,0	3,2	2,5	2,8	5,1
Payout ratio	58%	53%	69%	52%	50%	50%	75%

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	795	792	858	791	832	898	969
Polska	527	537	591	570	612	658	707
Węgry	145	137	128	103	103	112	121
Ukraina	80	68	88	79	79	87	96
Pozostałe	43	49	50	39	38	41	45
Zysk brutto ze sprzedaży	315	304	384	388	408	441	476
SG&A	240	235	264	284	297	312	327
Zysk na sprzedaży	75	69	120	104	111	129	149
Polska	134	135	207	223	236	256	278
Węgry	22	20	28	23	25	29	33
Ukraina	25	22	27	21	23	25	28
Pozostałe	9	14	9	4	5	6	8
Nieprzypisane	-115	-122	-150	-168	-178	-187	-197
PPO/PKO	0	1	1	-2	-2	-3	-3
EBITDA	111	106	159	139	147	164	183
EBIT	75	69	121	102	109	127	146
Zysk brutto	77	53	101	83	92	112	132
Zysk netto	60	37	78	64	72	86	101
Dług netto	320	327	254	229	184	132	97

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-3%	0%	8%	-8%	5%	8%	8%
EBITDA zmiana r/r	-18%	-5%	50%	-13%	5%	12%	12%
Zysk netto zmiana r/r	-23%	-39%	112%	-18%	12%	20%	18%
Marża brutto ze sprzedaży	39,7%	38,4%	44,8%	49,1%	49,0%	49,1%	49,1%
Marża EBITDA	14,0%	13,4%	18,6%	17,6%	17,6%	18,2%	18,9%
Marża netto	7,5%	4,6%	9,1%	8,1%	8,6%	9,5%	10,5%
ROE	19,6%	12,5%	22,3%	17,1%	17,4%	18,6%	20,3%
ROA	7,4%	4,6%	9,5%	7,8%	8,4%	9,5%	10,9%

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	577	573	564	562	558	556	556
WNIp	83	72	67	63	60	58	57
Rzeczowe aktywa trwałe	490	496	492	493	493	493	494
Pozostałe aktywa trwałe	5	4	5	5	5	5	5
Aktywa obrotowe	226	221	255	257	295	346	377
Zapasy	136	125	116	105	109	117	126
Należności krótkoterminowe	73	76	73	76	80	87	94
Środki pieniężne	16	20	66	76	106	142	158
Pozostałe aktywa obrotowe	0	0	0	0	0	0	0
Aktywa razem	803	794	819	819	853	902	934
Kapitał własny	304	293	348	371	411	461	498
Udziały mniejszości	30	28	26	29	33	38	44
Zobowiązania i rezerwy	469	473	445	418	409	403	392
Rezerwy na zobowiązania	24	19	23	23	23	23	23
Oprocentowane zobowiązania	336	347	319	304	289	274	254
Zobowiązania pozostałe	109	107	102	91	97	106	114
Pasywa razem	803	794	819	819	853	902	934
Dług netto	320	327	254	229	184	132	97
Dług netto / Kapitał własny	1,1	1,1	0,7	0,6	0,4	0,3	0,2
Dług netto / EBITDA	2,9	3,1	1,6	1,6	1,3	0,8	0,5

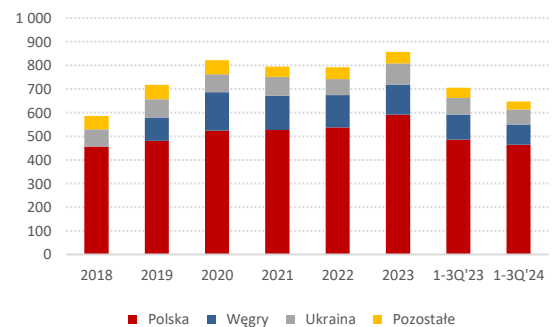
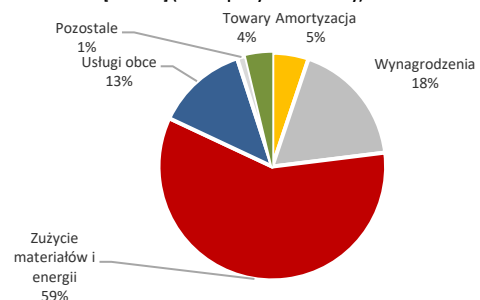
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	124	98	148	122	128	137	149
CFI	-109	-47	-29	-35	-34	-34	-35
CFF	-16	-44	-71	-77	-64	-67	-99
- w tym dywidenda	45	32	25	40	32	36	64
Przepływy pieniężne netto	-1	7	48	10	30	36	16
CAPEX / Amortyzacja	307%	145%	84%	93%	91%	95%	100%

ŚNIEŻKA

Rekomendacja	Trzymaj	www:	www.sniezka.pl
Wycena końcowa [PLN]	80,9		
Potencjał do wzrostu /	-2,7%	daty najbliższych raportów:	
Cena rynkowa [PLN]	83,2	4Q'24:	10 kwi
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6	1Q'25:	21 maj
Kapitalizacja [mln PLN]	1 050		

Wyniki Q [mln PLN]	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody	271	153	172	230	245	143
Polska	182	105	124	161	179	105
Węgry	41	23	23	30	32	18
Ukraina	30	18	19	24	22	14
Pozostałe	18	7	6	15	13	5
Zysk brutto ze sprzedaży	126	72	83	111	123	70
SG&A	71	66	66	78	74	67
Zysk na sprzedaży	55	6	18	34	49	3
Polska	70	36	41	65	83	34
Węgry	10	6	4	7	7	6
Ukraina	10	4	5	6	6	4
Pozostałe	-73	-80	-66	-89	-97	-79
Nieprzypisane	39	39	33	45	50	38
PPO/PKO	0	0	-1	-2	0	0
EBITDA	65	14	26	41	59	13
EBIT	55	5	17	32	50	3
Zysk brutto	51	1	13	27	44	-1
Zysk netto	39	1	10	20	35	-1
Dług netto	239	254	311	335	256	229

Wskaźniki	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P
Przychody zmiana r/r	9,2%	8,6%	-14,5%	-1,2%	-9,4%	-6,4%
EBITDA zmiana r/r	58,7%	198,4%	-29,8%	-3,8%	-9,0%	-9,7%
Zysk netto zmiana r/r	94,2%	---	-39,1%	-8,8%	-10,5%	---
Marża brutto ze sprzedaży	46,7%	47,0%	48,4%	48,3%	50,4%	49,1%
Marża EBITDA	24,0%	9,3%	15,3%	17,8%	24,1%	9,0%
Marża netto	14,3%	0,4%	5,8%	8,7%	14,1%	-0,7%

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 2025 – 2027 dała wartość 1 akcji na poziomie 80,6 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 81,0 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 80,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	81,0
Wycena metodą porównawczą, w tym:	20%	80,6
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	63,4
- wycena do zagranicznych producentów farb	67%	89,2
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		80,9

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 (5,8%), premii za ryzyko rynkowe (8,0%) oraz współczynnika beta = 1,0.

Główne założenia modelu:

- W 2024 roku zakładamy 791 mln PLN przychodów (-8%, spadek wolumenów na wszystkich gł. rynkach, dodatkowo sprzedaż 1Q'24 zaburzona w Polsce przez zmianę modelu dystrybucji, która przełożyła się na spadek okresowy zaopatrzenia w kanale hurtowym).
- W 2025 roku zakładamy 832 mln PLN przychodów (+5% r/r). W założeniach strategicznych z 1Q'24 spółka przedstawiła, że w 2028 roku chciałaby osiągnąć 1,1 mld PLN przychodów. Biorąc pod uwagę bazę z 2024 roku oznaczałoby to obecnie konieczność wzrostu w tempie ok. +75 mln PLN/rok. Pomiędzy 2020 a 2024 rokiem spółka odnotowała lekki spadek przychodów (istotny spadek wolumenów przy dwucyfrowych wzrostach cen). Uważamy, że realizacja celu spółki w 2028 roku może być wyzwaniem, zakładamy lekko >1,0 mld PLN w 2028 roku. Źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w poprzednich latach (gł. 2018-22) procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych. Zakładamy także powrót do wzrostów przychodów na rynkach eksportowych w perspektywie 2026+.
- Marża brutto ze sprzedaży w 2024 roku będzie na rekordowym poziomie, po 1-3Q'24 to 49% (4Q'24 nie powinien przynieść większych zmian). Uważamy, że z obecnych poziomów może być trudno o dalszą poprawę. Kurs EUR/PLN pozostaje sprzyjający, ale równocześnie od 2024 roku delikatnie zaczęły rosnąć ceny bieli tytanowej (bazowy surowiec). Równocześnie marża EBITDA w 2024 roku jest nieco niższa r/r (19,5%, -1pp po 1-3Q'24), co wynika i) ze spadku przychodów, ii) wzrostu kosztów SG&A (33,6% w relacji do przychodów w 1-3Q'24 vs średnio 28% w analogicznym okresie w poprzednich 3 latach). 4Q'24 sezonowo jest nieco słabszy – zakładamy, że całoroczna marża EBITDA wyniesie 17,6%.
- Celem strategiczny zarządu jest poziom 18% marży w perspektywie 2028 roku. Przy zakładanym wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem być widoczne efekty nowego centrum logistycznego. Zakładamy rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych latach na poziomie ok 49% (w naszej opinii rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na opieranie się ewentualnej presji na ceny), przy jednoczesnej poprawie relacji kosztów SG&A/przychody. W 2028 roku zakładamy 19,4% marży EBITDA i pewne miejsce na wzrost w kolejnych latach (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 18,6% - przy widełkach 13-21%).
- CAPEX spółki najbliższych latach przyjmujemy na poziomie zbliżonym do 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 okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2034 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 prognozowanym poziomie z końca 2024 roku. Opcja put na 20% udziałów w Poli-Farbe ujęta jest w długu netto (wg wyceny bilansowanej na koniec 3Q'24, czyli 30,0 mln PLN – wysokość potencjalnego kosztu nabycia jest 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 6 lutego 2025 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1 022 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 81,0 PLN.

Model DCF

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	832,2	898,4	969,0	1 032,0	1 087,3	1 132,8	1 167,2	1 199,6	1 229,6	1 260,5
EBIT [mln PLN]	109,4	126,6	145,9	163,1	176,8	188,4	197,8	203,5	208,7	214,0
Stopa podatkowa	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19,7	23,9	27,4	30,6	33,1	35,2	37,0	38,0	39,0	40,0
NOPLAT [mln PLN]	89,7	102,7	118,5	132,5	143,7	153,2	160,8	165,4	169,7	174,0
Amortyzacja [mln PLN]	37,2	37,0	36,8	36,8	36,8	36,9	37,1	37,3	37,5	37,7
CAPEX [mln PLN]	-33,7	-35,2	-36,6	-37,2	-37,3	-37,5	-37,7	-37,9	-38,1	-38,3
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]	-2,0	-5,7	-8,4	-7,5	-6,6	-5,3	-4,0	-3,9	-3,6	-3,7
FCF [mln PLN]	91,2	98,7	110,3	124,5	136,6	147,3	156,2	160,9	165,4	169,7
DFCF [mln PLN]	82,9	80,6	80,6	81,4	79,7	76,6	72,3	66,2	60,4	54,9
Suma DCF [mln PLN]	735,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 594,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	515,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 251,0									
Dług netto 2024P [mln PLN]	228,8									
Wyplacona dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 022,3									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	81,0									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%

Przychody zmiana r/r	5,3%	7,9%	7,9%	6,5%	5,4%	4,2%	3,0%	2,8%	2,5%	2,5%
EBIT zmiana r/r	7,4%	15,7%	15,3%	11,7%	8,4%	6,6%	4,9%	2,9%	2,6%	2,5%
FCF zmiana r/r	12,6%	8,3%	11,7%	12,9%	9,7%	7,8%	6,0%	3,0%	2,8%	2,6%
Marża EBITDA	17,6%	18,2%	18,9%	19,4%	19,6%	19,9%	20,1%	20,1%	20,0%	20,0%
Marża EBIT	13,1%	14,1%	15,1%	15,8%	16,3%	16,6%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%
Marża NOPLAT	10,8%	11,4%	12,2%	12,8%	13,2%	13,5%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
CAPEX / Przychody	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	90,7%	95,2%	99,5%	101,3%	101,4%	101,6%	101,7%	101,8%	101,8%	101,7%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,6%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,8%	8,6%	11,9%	11,9%	11,9%	11,7%	11,7%	12,1%	12,1%	11,9%

Kalkulacja WACC

	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Stopa wolna od ryzyka	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%	5,80%
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	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	66,1%	69,6%	72,7%	75,1%	77,4%	79,6%	81,7%	83,8%	85,9%	88,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	33,9%	30,4%	27,3%	24,9%	22,6%	20,4%	18,3%	16,2%	14,1%	12,0%
WACC	11,2%	11,4%	11,7%	11,8%	12,0%	12,2%	12,4%	12,5%	12,7%	12,9%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF

	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym					Beta			
	0,8	1,00%	2,00%	3,00%		5,5%	1,00%	2,00%	3,00%		0,9	1,0	1,1	
beta	0,8	90,4	95,9	102,7	Premia za ryzyko	5,5%	94,3	100,3	107,9	Premia za ryzyko	5,5%	107,7	100,3	93,8
	0,9	83,4	87,9	93,5		6,0%	85,1	89,8	95,6		6,0%	97,0	89,8	83,5
	1,0	77,2	81,0	85,6		6,5%	77,2	81,0	85,6		6,5%	87,9	81,0	74,9
	1,1	71,7	74,9	78,8		7,0%	70,4	73,5	77,2		7,0%	80,2	73,5	67,7
	1,2	66,8	69,6	72,8		7,5%	64,6	67,1	70,1		7,5%	73,5	67,1	61,5

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 i **dała ona wartość spółki na poziomie 80,6 PLN/akcję. Wycenie porównawczej przypisaliśmy wagę 20% w końcowej wycenie (brak pełnej porównywalności pomiędzy spółkami: ekspozycja na różne segmenty geograficzne i asortymentowe, różna polityka dywidendowa).**

Podsumowanie wyceny porównawczej [PLN/akcję]

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		80,6
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	63,4
- wycena do globalnych producentów farb	67%	89,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Decora	9,2	9,1	9,1	6,1	5,8	5,6
Ferro	10,1	9,3	8,8	6,8	6,2	5,8
Selena	8,1	7,1	6,6	4,7	4,1	3,7
Mediana	9,2	9,1	8,8	6,1	5,8	5,6
Śnieżka	14,7	12,2	10,4	8,4	7,2	6,3
Premia/dyskonto	59%	34%	17%	38%	24%	11%
Wycena wg wskaźnika	52,3	62,0	71,0	56,2	65,1	74,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		61,8		65,1		
Waga wskaźnika		50%		50%		
Wycena 1 akcji [PLN]	63,4					

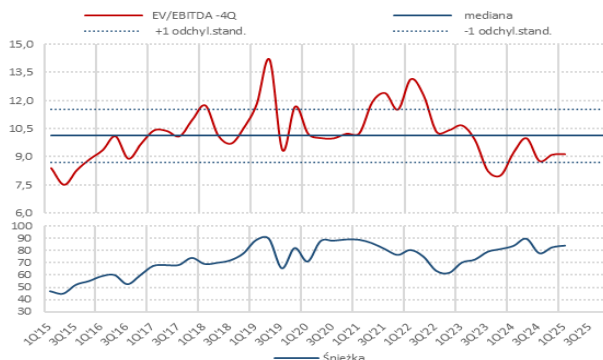
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne

Wycena porównawcza do globalnych producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Akzo Nobel	10,1	9,4	9,2	6,9	6,1	5,9
Asian Paints	42,2	37,3	36,4	27,9	24,1	23,3
H.B. Fuller	11,3	11,1	10,8	7,0	6,3	6,0
Kansai Paint	10,8	11,4	11,1	5,6	5,3	5,0
PPG Industries	12,3	11,9	11,6	8,8	8,3	7,9
RPM International	18,4	17,8	17,4	12,0	11,3	10,9
Sherwin-Williams	24,2	23,1	22,6	17,3	16,4	15,8
Mediana	12,3	11,9	11,6	8,8	8,3	7,9
Śnieżka	14,7	12,2	10,4	8,4	7,2	6,3
Premia/dyskonto	19%	3%	-11%	-4%	-13%	-21%
Wycena wg wskaźnika	69,9	81,1	93,5	87,4	96,6	106,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		81,5		96,9		
Waga wskaźnika		50%		50%		
Wycena 1 akcji [PLN]	89,2					

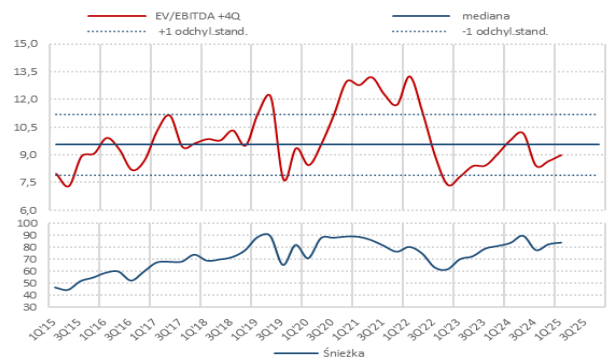
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

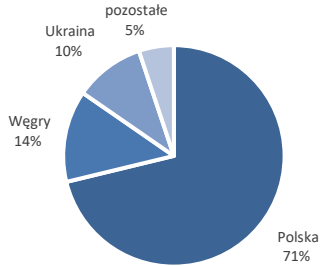


Źródło: DM BDM S.A., spółka, prognozy własne, *ujęte prognozy wyników za kolejne 4 kwartały (łącznie z bieżącym), dług netto uśredniony z tego okresu, kursy na koniec danego kwartału (oraz bieżący)

RYNEK SUROWCOWY, WALUTOWY, OTCZENIE MAKROEKONOMICZNE

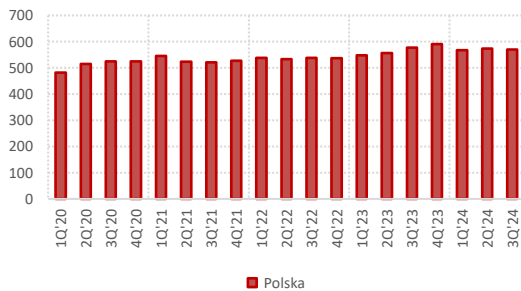
Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2023 roku Śnieżka wypracowała tu 591 mln PLN przychodów, co oznaczało 71% sprzedaży skonsolidowanej (w 2024 wg naszych prognoz będzie to 570 mln PLN przy podobnym udziale). W 1-3Q'24 sprzedaż na rynku polskim spadła o -4% r/r (w całym 2023: +10% r/r). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to obecnie: Węgry (13% przychodów spółki w 1-3Q'24, dynamika: -20% r/r) oraz Ukraina (10% w 1-3Q'24, przychody r/r: -9%).

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)

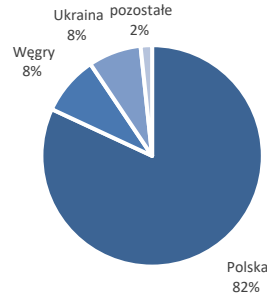


Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody (narastająco 4Q) - Polska [mln PLN]

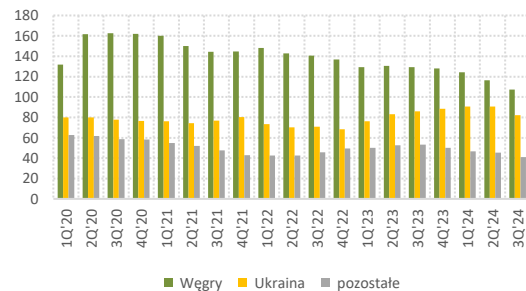


Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



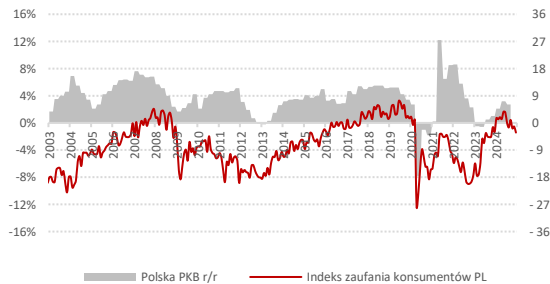
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody (narastająco 4Q) – eksport [mln PLN]



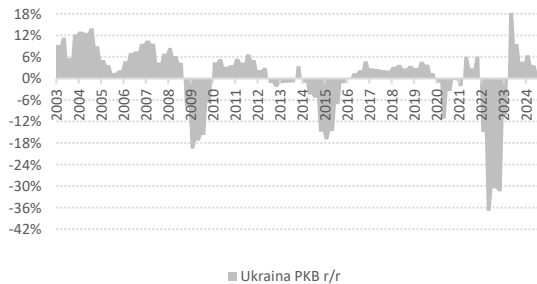
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



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

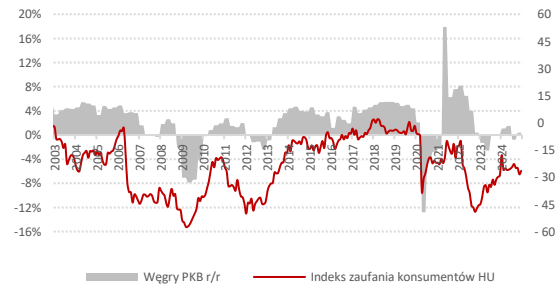
PKB Ukraina r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

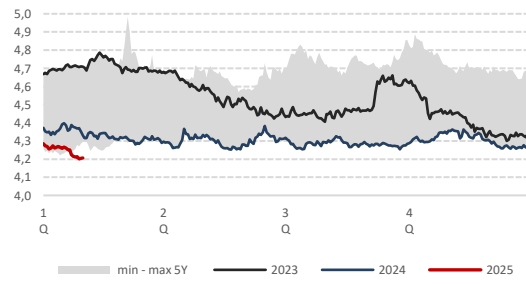
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



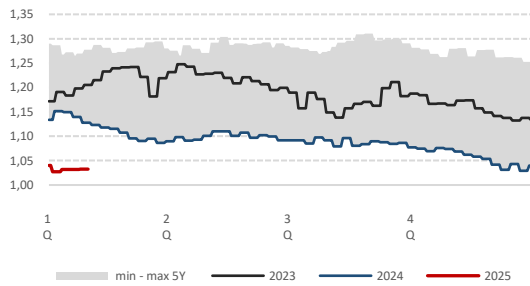
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/PLN



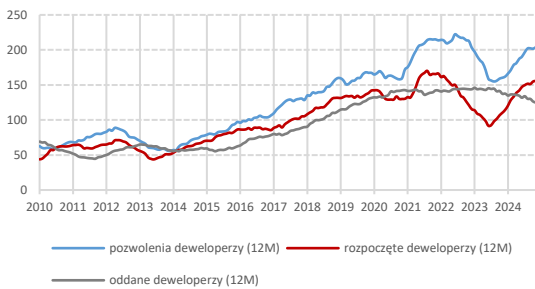
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

100HUF/PLN



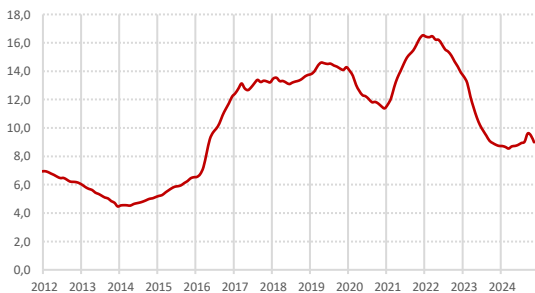
Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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



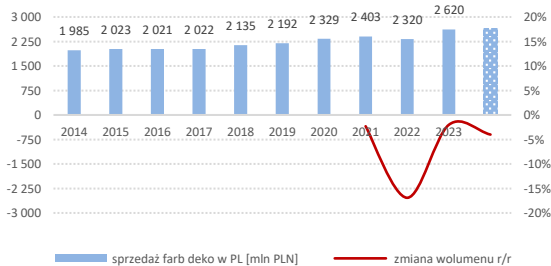
Źródło: BDM S.A., GUS

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*

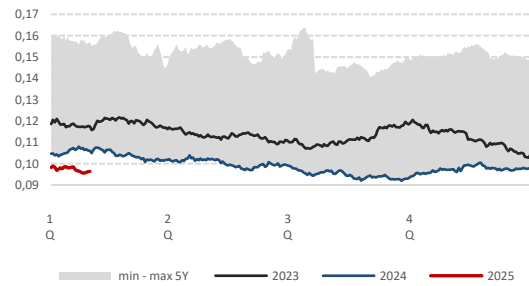


Źródło: BDM S.A., PZPFK, *dane za 2024 – szacunki DM BDM (na bazie danych GfK za I-VIII'24 oraz PZPFK za 1 i 3Q'24)

Surowce

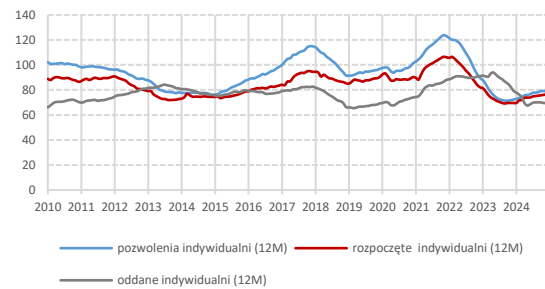
Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (te z kolei stanowią około 60% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Szacunkowo największy koszt (około połowy) w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Około 20% udział mają w sumie rozpuszczalniki, 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.

UAH/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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

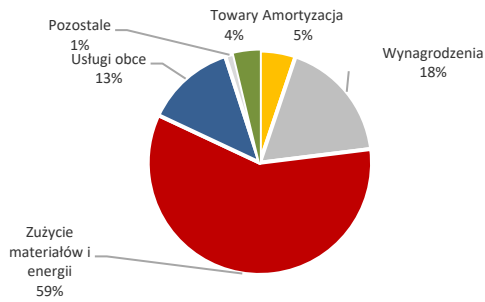


Źródło: BDM S.A., GUS

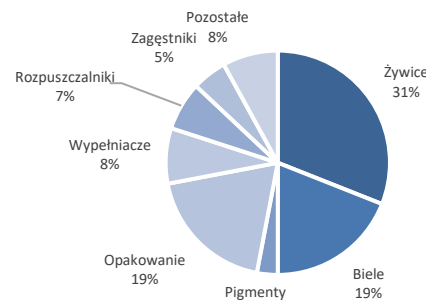
Farby akrylowe/wynylowe, rozproszone lub rozpuszczone w środowisku wodnym – produkcja 12M w Polsce, indeks [I'18=100]



Źródło: BDM S.A., GUS

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka 2023

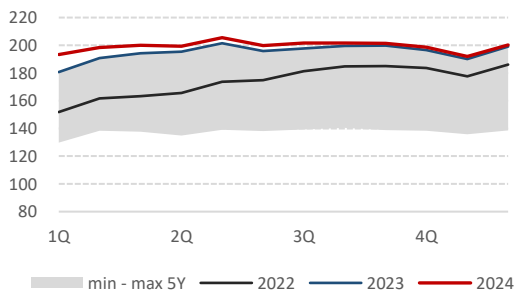
Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Śnieżka

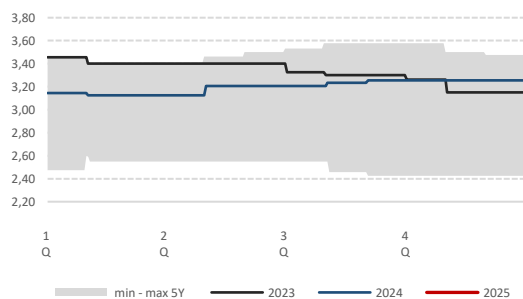
Ceny bieli w Europie w 3Q'22 osiągnęły swój historyczny szczyt. Następnie zaliczyły istotną korektę do przełomu 1/2Q'24. W kolejnych miesiącach 2024 roku bardzo powoli zaczęły rosnąć. Zwracamy uwagę, że ceny bieli są bardzo cykliczne, a wzrosty za okresu 2021-22 bardzo przypominały swoim zasięgiem wzrost z lat 2020-11 czy 2016-17, po których następowały głębokie korekcyjne spadki (poniżej długoterminowej linii wzrostowego trendu ceny, w obecnym cyklu ceny nie spadły aż tak mocno).

Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – obecnie ceny są w większości wypadków porównywalne r/r. W przypadku opakowań (są to głównie plastikowe i stalowe puszkę) mamy mieszany obraz (wyższe r/r ceny polietylenu a równocześnie niższe ceny stali).

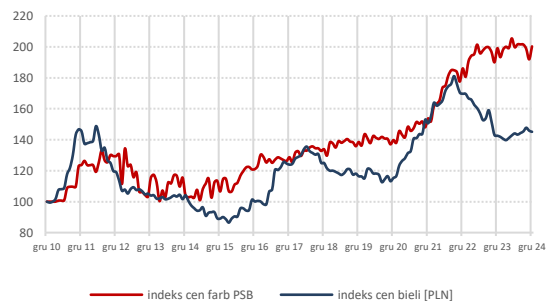
Zwracamy uwagę, że indeks cen farb (publikowany przez PSB) ma za sobą duży wzrost w 2022 roku i 1H'23. Od tego czasu ceny w skali miesięcznej podlegają niewielkim wahaniom. Śnieżka ostatnie istotniejsze podwyżki cen wdrażała na przełomie 2022/23, a w mniejszej skali na początku 2024.. Zwracamy także uwagę, że popyt w ostatnich latach przesunął się w kierunku droższych jednostkowo farb (także potencjalnie wyżej marżowych).

Indeks cen farb PSB


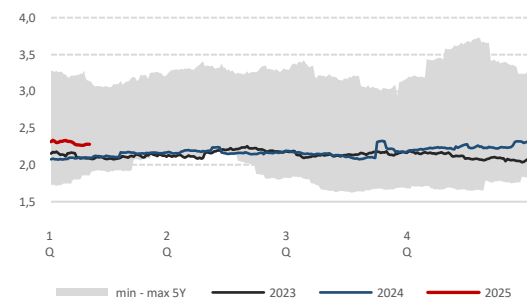
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., PSB, 100 = grudzień 2010

Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]


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

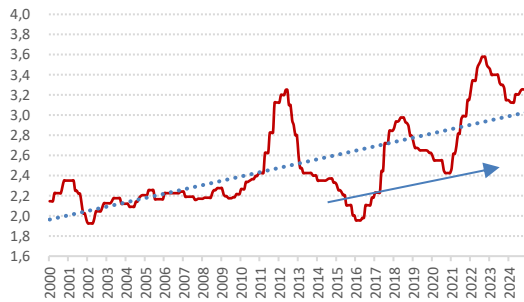
Indeksy cen farb (rynek polski) oraz bieli tytanowej [PLN]


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

Ceny bieli tytanowej [Chiny, EUR/kg]


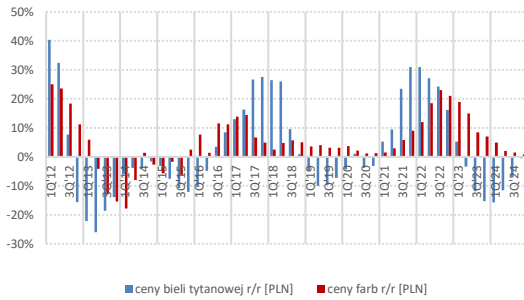
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



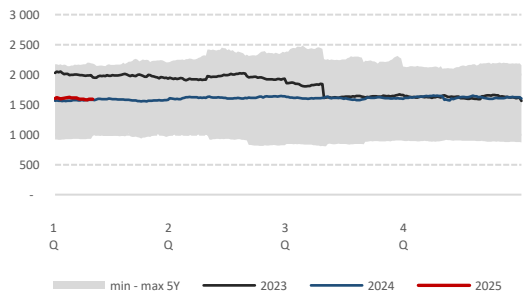
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, Bloomberg

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



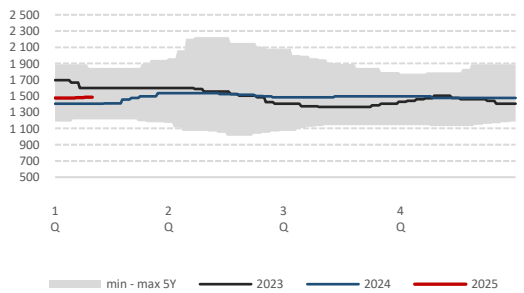
Źródło: DM BDM S.A., PSB, Grupa Azoty, Bloomberg

Kwas akrylowy [EUR/t]



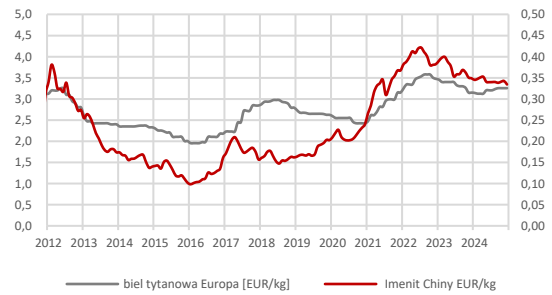
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Polietylen [EUR/t]



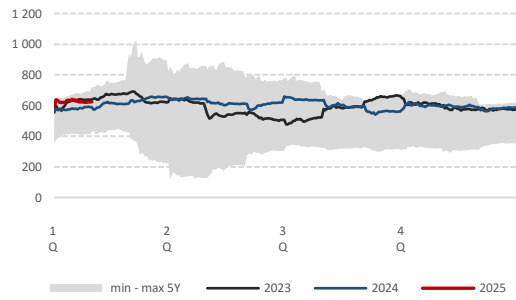
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



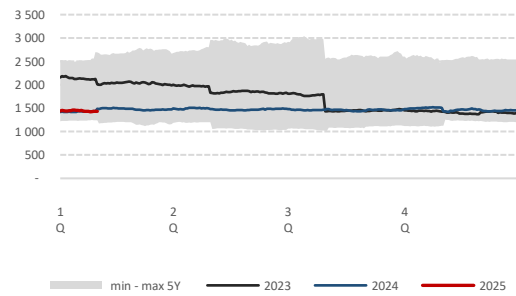
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. Azoty Tarnów, *bazowy surowiec do produkcji bieli

Nafta [EUR/t]



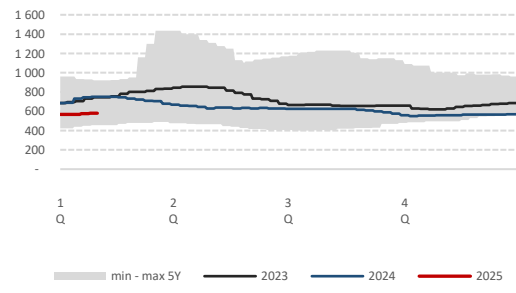
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

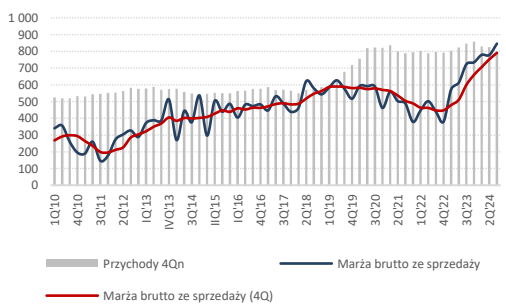
Wyniki za 3Q'24 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24	zmiana r/r	3Q'24P BDM	odchyl.	3Q'24P kons.	odchyl.	1-3Q'23	1-3Q'24	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	270,5	245,0	-9,4%	262,5	-6,7%	269,9	-9,2%	705,1	647,7	-8,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	126,3	123,4	-2,3%	128,6	-4,1%	---	---	312,4	318,1	1,8%
Zysk na sprzedaży	55,4	49,2	-11,1%	55,0	-10,5%	---	---	114,5	100,4	-12,3%
EBITDA	65,0	59,1	-9,0%	63,8	-7,4%	59,0	0,2%	145,1	126,5	-12,8%
EBIT	55,3	49,7	-10,2%	54,4	-8,7%	49,5	0,4%	115,9	98,4	-15,1%
Zysk (strata) brutto	50,5	44,4	-12,2%	49,9	-11,2%	---	---	100,1	83,8	-16,2%
Zysk (strata) netto	38,7	34,6	-10,5%	38,5	-10,1%	35,5	-2,5%	77,0	64,6	-16,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	46,7%	50,4%		49,0%		---		44,3%	49,1%	
Marża EBITDA	24,0%	24,1%		24,3%		21,9%		20,6%	19,5%	
Marża EBIT	20,4%	20,3%		20,7%		18,3%		16,4%	15,2%	
Marża zysku netto	14,3%	14,1%		14,7%		13,2%		10,9%	10,0%	

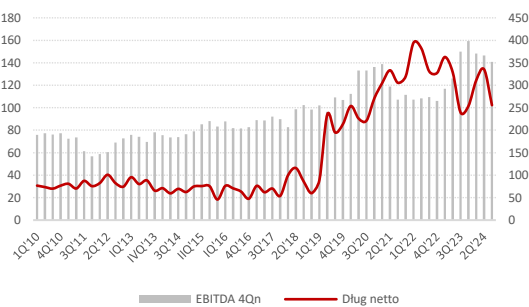
Źródło: DM BDM S.A., spółka.

- Wyniki za 3Q'24 były wyraźnie słabsze r/r ze względu na spadek przychodów (negatywny wpływ wolumenów i kursów walut). Jednocześnie rekordowa była marża brutto ze sprzedaży, która przekroczyła 50%.
- Porównując do konsensusu PAP wyniki były wyraźnie poniżej oczekiwań na linii przychodów, natomiast przebite zostały oczekiwania na poziomie rentowności, co pozwoliło wypracować zgodną z konsensem EBITDA. Natomiast nasze prognozy były wyższe na poziomie EBITDA (zakładaliśmy tylko niewielki spadek przychodów, natomiast marże były w pobliżu naszych oczekiwań).
- Spadek przychodów w Polsce w 3Q'24 wyniósł -2% r/r. Mocne 20-30% spadki r/r odnotowano w Ukrainie (spółka już po 2Q'24 sygnalizowała pogorszenie koniunktury) i Węgrzech.
- Marża brutto ze sprzedaży osiągnęła poziom 50,4% (vs 46,7% rok temu). W 1-3Q'24 marża wyniosła 49,1%, spółka w komunikacie prasowym podała, że taki poziom może być trudny do utrzymania w kolejnych kwartałach.
- Koszty SG&A w 3Q'24 wzrosły o 5% r/r (przy spadku przychodów relacja kosztów SG&A/przychody wzrosła do 30,3% z 26,2% rok wcześniej).
- EBITDA w 3Q'24 była na poziomie 59,1 mln PLN (vs 65,0 mln PLN w 3Q'23). Zysk netto spadł do 34,6 mln PLN.
- Dług netto wyniósł 256 mln PLN (razem z opcją odkupu udziałów spółki węgierskiej). CF operacyjny w 3Q'24 na poziomie +76 mln PLN (vs +121 mln PLN rok temu).

Przychody oraz marża brutto ze sprzedaży (narastająco 4Q)

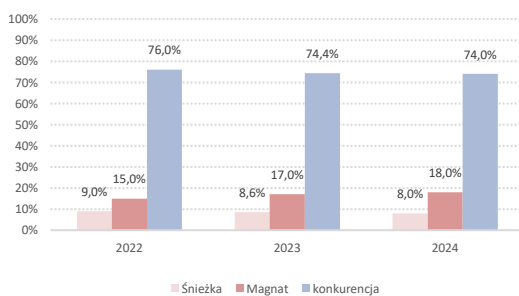


EBITDA 4Q narastająco i dług netto [mln PKN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

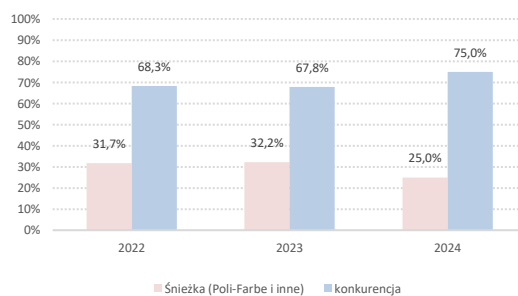
Udział wartościowy marek spółki w rynku polskim



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'24 (21/11/2024)

- **Wyniki 3Q/1-3Q'24**
 - pozytywny wpływ na marżę kontroli kosztów wytworzenia oraz silnego PLN
- **Udziały rynkowe**
 - udziały spółki w rynku w I-VIII'24 na poziomie 25% w PL (25% w 2023), 19% w HU (21% w 2023), 11% UA (10% w 2023)
 - w I-VIII'24 spadek rynku w PL o -2% r/r, wzrost o 4% w HU i wzrost o 6% w UA w walutach lokalnych
- **Perspektywy**
 - zmniejszająca się presja inflacyjna, z drugiej strony nadal wysoka skłonność do oszczędzania vs bieżąca konsumpcja
 - 80% sprzedaży trafia na rynek wtórny, istotne znaczenie mają nastroje konsumenckie
 - spółka koncentruje się, aby osiągnąć marżę EBITDA na poziomie min. 18%
- **Zmiana modelu dystrybucji**
 - spółka jest zadowolona, założenia strategiczne zostały zrealizowane
 - kontynuuje współpracę ze wszystkimi dotychczasowymi partnerami
 - dogłębna ocena możliwa do dokonania po kilku sezonach
- **Polska**
 - odbicie wolumenów uzależnione od konsumentów i obniżek stóp procentowych
 - w 2025 sukcesem będzie powtórzenie wolumenów, wszystko powyżej będzie pozytywną niespodzianką
- **Węgry**
 - obecnie najtrudniejszy dla spółki rynek
 - spółka nadal „uczy się” rynku
 - spółka chce dokonać przeglądu portfolio, chce odzyskać udziały rynkowe
 - spółka nie ma w planach zwiększania eksportu z tego kierunku, skupia się na rynku wewnętrznym
- **Ukraina**
 - osłabienie popytu w 2/3Q'24 spółka wiąże m.in. ze wzrostem mobilizacji do wojska (logistyka, budownictwo)
- **Surowce**
 - ceny są stabilne, nie ma wysokiej presji
 - istotne znaczenie ma kurs EUR
- **Ceny**
 - rynek spokojny pod względem korekt cenowych
- **CAPEX**
 - w 2024 roku poniżej zakładanych 40 mln PLN ze względu na opóźnienia w realizacji
 - w kolejnych latach spółka skupia się na inwestycjach utrzymaniowych, wysokość na poziomie amortyzacji
- **Cel 1,1 mld PLN przychodów w 2028 roku**
 - cel jest ambitny
 - spółka nie zakłada akwizycji
 - spółka w okresach rocznych będzie weryfikować realizację

Prognozy wyników na 4Q'2024

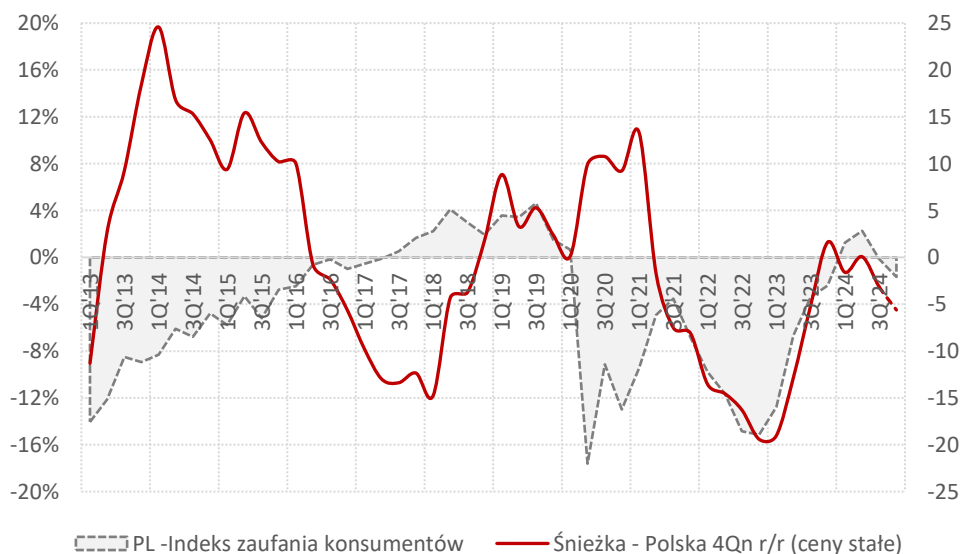
	4Q'23	4Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r	2025P	zmiana r/r
Przychody	152,7	142,9	-6,4%	857,8	790,6	-7,8%	832,2	5,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	71,8	70,2	-2,3%	384,2	388,3	1,1%	408,2	5,1%
Zysk na sprzedaży	5,5	3,4	-37,9%	120,1	103,9	-13,5%	111,2	7,0%
EBITDA	14,3	12,9	-9,7%	159,4	139,4	-12,6%	146,6	5,1%
EBIT	5,1	3,4	-32,9%	121,0	101,8	-15,8%	109,4	7,4%
Zysk brutto	0,9	-1,1	---	101,0	82,8	-18,0%	91,6	10,6%
Zysk netto	0,6	-1,0	---	77,6	63,7	-18,0%	71,5	12,3%
Marża brutto ze sprzedaży	47,0%	49,1%		44,8%	49,1%		49,0%	
Marża na sprzedaży	3,6%	2,4%		14,0%	13,1%		13,4%	
marża EBITDA	9,3%	9,0%		18,6%	17,6%		17,6%	
marża EBIT	3,4%	2,4%		14,1%	12,9%		13,1%	
marża netto	0,4%	-0,7%		9,1%	8,1%		8,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Sezonowo 4Q jest najniższy w roku. Zakładamy, że w 4Q'24 spółka miała neutralną dynamikę na rynku polskim oraz dwucyfrowe spadki r/r w Ukrainie i Węgrzech. Łącznie spodziewamy się, że przychody mogą być spaść o -6% r/. Oczekujemy podtrzymania trendu wzrostu r/r marży brutto ze sprzedaży. Jednocześnie zakładamy, że lekko wyższe r/r będą koszty SG&A. Na poziomie EBITDA szacujemy wynik na 12,9 mln PLN (vs 14,3 mln PLN rok temu). Na poziomie netto zakładamy -1,0 mln PLN (vs +0,6 mln PLN w 4Q'23).
- W całym 2024 prognozujemy 791 mln PLN przychodów, 139 mln PLN EBITDA (18% marży) oraz 64 mln PLN zysku netto.

Zwracamy uwagę na wyniki za 4Q'24 opublikowane w ostatnich dniach przez globalnych liderów branży.

- Akzo Nobel w 4Q'24 pokazało 7% spadek EBITDA skoryg. w segmencie Decorative Paints (przy 3% wzroście przychodów, wolumeny spadły o -2% r/r, samym regionie Europa Zachodnia/Środkowa odnotowano spadek wolumenów r/r). Marża spadła do 11,15 z 12,3% rok wcześniej. Od strony popytowej outlook w obszarze EMEA mówi o płaskim popycie w 2025 roku. Spółka stawia sobie za cel lekki wzrost skonsolidowanej EBITDA r/r.
- PPG także odnotowało lekki spadek marży EBITDA w 4Q'24 w segmencie Global Coating (zaliczają się tu także farby dekoracyjne) o 0,2 pp r/r do 16,3%. Przychody w 4Q'24 spadły o -7% r/r. W outlook'u spółka wskazała płaskie oczekiwania trendu sprzedaży w obszarze Architectural Global na początku 2025 roku (oraz lekki wzrost w całym 2025 roku). Koszty surowców mogą wzrosnąć o małe kilka procent r/r.
- Sherwin-Williams (obecny w Polsce w ograniczonym zakresie) minimalnie w 4Q'24 poprawił marżę brutto ze sprzedaży z 48,5% rok temu do 48,6%. Outlook na 2025 rok to niskie kilka procent wzrostu sprzedaży (głównie na bazie cen).

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”). Następnymi dwoma latami 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). 2024 rok jednak rozczarował i przyniósł stagnację sprzedaży (w Śnieżce dynamika jest lekko zaburzona przez zmiany w dystrybucji w 1Q'24).

Wyniki i prognozy wg segmentów kwartalnie [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24	4Q'24P	1Q'25P	2Q'25P	3Q'25P	4Q'25P
Przychody	201,4	233,1	270,5	152,7	172,3	230,4	245,0	142,9	194,8	233,6	253,2	150,7
Polska	148,2	155,1	182,3	105,4	124,4	161,5	178,7	105,4	152,4	164,7	184,1	110,7
Węgry	27,1	37,9	40,7	22,6	23,0	30,2	31,5	18,0	21,9	30,2	32,1	19,1
Ukraina	16,6	24,2	30,1	17,6	18,9	24,0	21,6	14,1	16,1	24,0	23,8	15,5
pozostałe	9,5	16,0	17,5	7,1	5,9	14,7	13,2	5,4	4,4	14,7	13,2	5,4
Zysk brutto ze sprzedaży	84,9	101,1	126,3	71,8	83,3	111,4	123,4	70,2	95,4	112,8	126,2	73,9
SG&A	57,9	69,1	70,9	66,3	65,8	77,7	74,2	66,7	73,1	78,1	76,1	69,7
Wynik na sprzedaży	27,1	32,0	55,4	5,5	17,5	33,6	49,2	3,4	22,3	34,6	50,1	4,1
Polska	48,9	51,6	70,3	35,8	41,1	64,8	82,9	34,0	50,1	65,7	84,5	35,8
Węgry	5,1	6,7	9,5	6,5	3,7	6,5	7,0	6,1	5,0	6,7	7,3	6,5
Ukraina	5,3	7,5	9,8	4,2	5,4	5,7	6,0	3,9	6,3	5,8	6,2	4,2
pozostałe	1,4	5,6	4,4	-2,1	0,8	2,1	3,8	-2,2	1,0	2,2	4,0	-2,1
koszty nieprzypisane	-33,6	-39,4	-38,6	-38,8	-33,4	-45,4	-50,4	-38,4	-40,2	-45,7	-51,8	-40,2
PPO/PKO	0,5	1,0	-0,1	-0,4	-0,6	-1,9	0,4	0,0	-0,6	0,0	-0,6	-0,6
EBITDA	37,5	42,7	65,0	14,3	26,3	41,1	59,1	12,9	31,0	43,9	58,8	12,8
EBIT	27,5	33,0	55,3	5,1	17,0	31,7	49,7	3,4	21,7	34,6	49,5	3,5
Saldo finansowe	-6,2	-4,9	-5,0	-4,2	-4,2	-5,1	-5,4	-4,5	-4,3	-4,9	-4,6	-4,2
Jednostki stowarzyszone	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Zysk brutto	21,3	28,2	50,5	0,9	12,8	26,7	44,4	-1,1	17,4	29,8	45,0	-0,7
Zysk netto	16,3	22,0	38,7	0,6	9,9	20,1	34,6	-1,0	13,4	23,3	35,8	-1,0
CFO	-19,0	66,5	120,5	-19,8	-38,7	39,0	75,8	45,5	-20,0	30,0	70,0	47,9
Dług netto	362,9	328,7	239,4	253,7	311,3	335,2	255,7	228,8	262,4	246,6	222,3	183,6
przychody r/r	6,1%	9,2%	9,2%	8,6%	-14,5%	-1,2%	-9,4%	-6,4%	13,1%	1,4%	3,3%	5,4%
Polska	7,8%	5,9%	12,8%	15,1%	-16,1%	4,1%	-2,0%	0,0%	22,5%	2,0%	3,0%	5,0%
Węgry	-21,8%	3,6%	-3,0%	-4,8%	-14,8%	-20,3%	-22,5%	-20,0%	-5,0%	0,0%	2,0%	6,0%
Ukraina	89,3%	41,1%	10,5%	16,2%	13,8%	-0,8%	-28,1%	-20,0%	-15,0%	0,0%	10,0%	10,0%
pozostałe	6,0%	20,1%	3,5%	-30,6%	-37,6%	-8,0%	-24,6%	-25,0%	-25,0%	0,0%	0,0%	0,0%
marża brutto ze sprzedaży	42,2%	43,4%	46,7%	47,0%	48,4%	48,3%	50,4%	49,1%	49,0%	48,3%	49,8%	49,0%
SG&A/przychody	28,7%	29,6%	26,2%	43,4%	38,2%	33,7%	30,3%	46,7%	37,5%	33,4%	30,1%	46,3%
marża na sprzedaży	13,4%	13,7%	20,5%	3,6%	10,2%	14,6%	20,1%	2,4%	11,5%	14,8%	19,8%	2,7%
Polska	33,0%	33,3%	38,6%	33,9%	33,0%	40,1%	46,4%	32,2%	32,9%	39,9%	45,9%	32,3%
Węgry	19,0%	17,6%	23,5%	28,6%	16,2%	21,6%	22,1%	34,1%	23,0%	22,2%	22,6%	33,7%
Ukraina	31,6%	31,2%	32,6%	23,8%	28,4%	23,7%	27,6%	28,0%	39,3%	24,2%	26,0%	27,1%
pozostałe	14,9%	35,3%	25,2%	-29,4%	12,7%	14,2%	29,2%	-40,8%	22,9%	14,8%	30,0%	-39,2%
koszty nieprzypisane	-16,7%	-16,9%	-14,3%	-25,4%	-19,4%	-19,7%	-20,6%	-26,9%	-20,6%	-19,6%	-20,4%	-26,7%
marża EBITDA	18,6%	18,3%	24,0%	9,3%	15,3%	17,8%	24,1%	9,0%	15,9%	18,8%	23,2%	8,5%
marża EBIT	13,7%	14,2%	20,4%	3,4%	9,8%	13,8%	20,3%	2,4%	11,2%	14,8%	19,5%	2,3%
marża netto	8,1%	9,4%	14,3%	0,4%	5,8%	8,7%	14,1%	-0,7%	6,9%	10,0%	14,1%	-0,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W marcu'24 spółka przedstawiła **cele strategiczne na rok 2028**, obejmujące m.in.: osiągnięcie skonsolidowanych przychodów netto na poziomie 1,1 mld PLN, marży EBITDA na poziomie 18% oraz zwiększenie udziału rynkowego do ponad 20% w kluczowych krajach działania, czyli w Polsce, Węgrzech i Ukrainie
- Od początku 2024 roku spółka wdrożyła **zmiany w modelu dystrybucji** na rynku niezależnym w Polsce. Wybrane punkty handlowe, które do tej pory były obsługiwane pośrednio przez dystrybutorów, mogą obecnie jednocześnie dokonywać zakupów bezpośrednio w spółce (jest to efektywne na bazie inwestycji spółki z ostatnich lat w centrum logistyczne i infrastrukturę IT).
- Zmiana miała negatywny wpływ na wyniki 1Q'24 na rynku polskim (-16% r/r spadku sprzedaży) ze względu na spadek zamówień netto z kanału hurtowego, który w trakcie kwartału dążył do zredukowania nadmiernego zapasu (spółka na konferencji wynikowej szacowała ten efekt na ok. 20 mln PLN) w stosunku do przewidywanej sprzedaży. W efekcie „zapas” ten przesunął się obecnie na poziom bilansu Śnieżki, bo z tego poziomu jest obsługiwana część sklepów detalicznych. Spółka jest pierwszym podmiotem na rynku farb w Polsce, który wprowadził taki model, natomiast funkcjonuje on już od dłuższego czasu np. na rynku węgierskim.
- Zdaniem spółki zmiana wpływa pozytywnie na marżę brutto ze sprzedaży (różnica pomiędzy warunkami sprzedaży do kanałów oraz kosztami) i udziały rynkowe (bezpośrednie relacje ze sklepami).
- Rynek farb w 2024 w Polsce wolumenowo spadał już czwarty rok z rzędu. Scenariusz bazowy na 2025 rok to co najmniej stabilizacja (rynek to głównie popyt remontowy, zakładamy lekką poprawę nastrojów konsumenckich i powrót naturalnego popytu odtworzeniowego, który zachwiany został w okresie covidowym).

- Zwracamy uwagę, że wyniki 1Q'25 powinny być istotnie lepsze r/r (kwestia zmian w dystrybucji w 1Q'24). Zakładamy, że Śnieżka w 2025 roku wypracuje 832 mln PLN przychodów (+5% r/r), 147 mln PLN EBITDA oraz 72 mln PLN zysku netto.
- W założeniach strategicznych spółka przedstawiła, że w 2028 roku chciałaby osiągnąć 1,1 mld PLN przychodów. Biorąc pod uwagę bazę z 2024 roku oznaczałoby to obecnie konieczność wzrostu w tempie ok. +75 mln PLN/rok. Pomiędzy 2020 a 2024 rokiem spółka odnotowała lekki spadek przychodów (istotny spadek wolumenów przy dwucyfrowych wzrostach cen). Uważamy, że realizacja celu spółki w 2028 roku może być wyzwaniem, zakładamy lekko >1,0 mld PLN w 2028 roku. Źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w poprzednich latach (gł. 2018-22) procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych. Zakładamy także powrót do wzrostów przychodów na rynkach eksportowych w perspektywie 2026+.
- Marża brutto ze sprzedaży w 2024 roku będzie na rekordowym poziomie, po 1-3Q'24 to 49% (4Q'24 nie powinien przynieść większych zmian). Uważamy, że z obecnych poziomów może być trudno o dalszą poprawę. Kurs EUR/PLN pozostaje sprzyjający, ale równocześnie od 2024 roku delikatnie zaczęły rosnąć ceny bieli tytanowej (bazowy surowiec). Równocześnie marża EBITDA w 2024 roku jest nieco niższa r/r (19,5%, -1pp po 1-3Q'24), co wynika i) ze spadku przychodów, ii) wzrostu kosztów SG&A (33,6% w relacji do przychodów w 1-3Q'24 vs średnio 28% w analogicznym okresie w poprzednich 3 latach). 4Q'24 sezonowo jest nieco słabszy – zakładamy, że całoroczna marża EBITDA wyniesie 17,6%.
- Celem strategiczny zarządu jest poziom 18% marży w perspektywie 2028 roku. Przy zakładanym wzroście wolumenów powinny naszym zdaniem być widoczne efekty nowego centrum logistycznego. Zakładamy rentowność brutto ze sprzedaży w kolejnych latach na poziomie ok 49% (w naszej opinii rynek farb w porównaniu do wielu innych segmentów rynku materiałów budowlanych jest relatywnie mało konkurencyjny, co może pozwalać na opieranie się ewentualnej presji na ceny), przy jednoczesnej poprawie relacji kosztów SG&A/przychody.
- W 2028 roku zakładamy 19,4% marży EBITDA i pewne miejsce na wzrost w kolejnych latach (wg konsensusu Bloomberg'a w 2025 roku mediana rentowności dla producentów farb, których wskaźników użyliśmy w grupie porównawczej, ma wynosić 18,6% - przy widełkach 13-21%).
- CAPEX spółki najbliższych lat przyjmujemy na poziomie zbliżonym do 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 + zakup w 2019 roku węgierskiego Poli-Farbe) a zdolności produkcyjne nie są w pełni wykorzystane. 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.
- 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 2,52 PLN w 2025 i 2,83 PLN w 2026 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, więc nie można wykluczyć np. scenariusza, w którym akcjonariusze wnioskowaliby o utrzymanie DPS z 2024 roku – 3,17 PLN).
- Nasze założenia wynikowe w stosunku do poprzedniej rekomendacji (z marca 2024) zostały skorygowane na poziomie przychodów w dół a w górę na poziomie marżowości. Bardziej konserwatywnie podchodzimy do prognoz na 2024-26 niż konsensus prezentowany przez Bloomberg (część z prognoz ujętych w konsensusie może być nieaktualna).

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

	2024	2024	zmiana	2025	2025	zmiana	2026	2026	zmiana
	poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie		poprzednio	aktualnie	
Przychody	906,1	790,6	-12,7%	977,8	832,2	-14,9%	1 040,0	898,4	-13,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	399,2	388,3	-2,7%	432,4	408,2	-5,6%	459,6	440,8	-4,1%
EBITDA	164,0	139,4	-15,0%	177,3	146,6	-17,3%	186,5	163,5	-12,3%
EBIT	126,2	101,8	-19,3%	140,5	109,4	-22,2%	149,9	126,6	-15,6%
Zysk netto	88,5	63,7	-28,1%	102,9	71,5	-30,5%	111,4	85,7	-23,0%
Dług netto	183,0	228,8	25,0%	117,1	183,6	56,8%	107,1	132,1	23,4%
Marża brutto ze sprzedaży	44,1%	49,1%		44,2%	49,0%		44,2%	49,1%	
Marża EBITDA	18,1%	17,6%		18,1%	17,6%		17,9%	18,2%	
Marża EBIT	13,9%	12,9%		14,4%	13,1%		14,4%	14,1%	
Marża zysku netto	9,8%	8,1%		10,5%	8,6%		10,7%	9,5%	

Źródło: BDM S.A., *z 01/03/2024

Konsensus rynkowy vs prognozy BDM [mln PLN]

	2024	2024	odchylenie	2025	2025	odchylenie	2025	2025	odchylenie
	BDM	konsensus		BDM	konsensus		BDM	konsensus	
Przychody	790,6	838,5	-5,7%	832,2	900,7	-7,6%	898,4	968,7	-7,3%
EBITDA	139,4	147,0	-5,2%	146,6	164,7	-11,0%	163,5	175,0	-6,6%
EBIT	101,8	107,5	-5,2%	109,4	125,0	-12,5%	126,6	135,3	-6,5%
Zysk (strata) netto	63,7	77,0	-17,3%	71,5	102,0	-29,9%	85,7	100,6	-14,8%
Dług netto	228,8	175,0	30,7%	183,6	116,0	58,4%	132,1	84,6	56,2%
Marża EBITDA	17,6%	17,5%		17,6%	18,3%		18,2%	18,1%	
Marża EBIT	12,9%	12,8%		13,1%	13,9%		14,1%	14,0%	
Marża zysku netto	8,1%	9,2%		8,6%	11,3%		9,5%	10,4%	

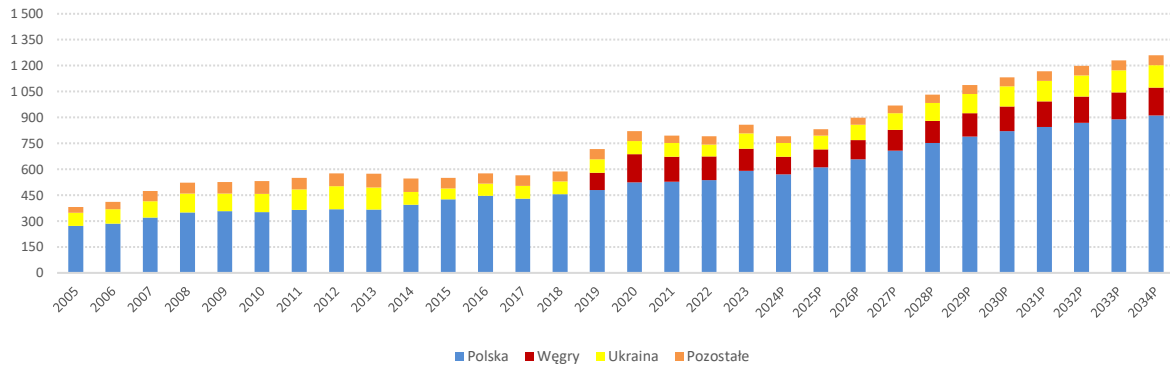
Źródło: BDM S.A., Bloomberg (konsensus)

Prognozy wyników wg segmentów rocznie [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody	717,1	821,3	794,9	791,7	857,8	790,6	832,2	898,4	969,0	1 032,0	1 087,3	1 132,8	1 167,2	1 199,6	1 229,6
Polska	480,5	524,5	527,1	537,2	591,1	570,0	611,9	657,8	707,1	751,3	788,9	820,4	845,0	868,3	890,0
Węgry	99,4	162,1	144,5	136,8	128,2	102,8	103,4	111,9	121,1	129,4	136,6	142,6	147,3	151,7	155,9
Ukraina	77,4	76,4	80,3	68,2	88,4	78,6	79,3	87,2	96,0	103,2	110,9	116,5	119,9	123,5	126,6
pozostałe	59,8	58,4	42,9	49,4	50,1	39,1	37,7	41,4	44,8	48,1	51,0	53,3	54,9	56,0	57,1
Zysk brutto ze sprzedaży	304,1	345,6	315,3	304,2	384,2	388,3	408,2	440,8	475,5	506,3	533,4	555,5	572,1	588,2	603,1
SG&A	219,2	241,1	240,0	235,4	264,1	284,4	297,0	311,6	326,7	340,2	353,4	363,6	370,8	381,1	390,7
Wynik na sprzedaży	84,9	104,5	75,2	68,8	120,1	103,9	111,2	129,3	148,8	166,1	180,1	191,8	201,3	207,1	212,4
Polska	123,8	134,9	134,3	135,1	206,6	222,7	236,0	256,2	277,7	296,0	311,4	324,2	333,6	342,2	350,2
Węgry	17,6	38,1	22,1	19,8	27,8	23,4	25,4	28,9	32,6	35,7	38,4	40,6	42,2	43,7	45,2
Ukraina	25,7	28,1	24,5	22,3	26,8	21,0	22,5	25,2	28,1	30,6	32,8	34,6	35,9	37,2	38,3
pozostałe	20,9	19,2	9,3	13,8	9,4	4,5	5,0	6,3	7,7	8,8	9,8	10,7	11,3	11,8	12,4
koszty nieprzypisane	-103,2	-115,8	-115,0	-122,2	-150,4	-167,6	-177,8	-187,3	-197,1	-205,0	-212,4	-218,2	-221,8	-227,9	-233,6
PPO/PKO	-5,9	-2,0	0,2	0,6	0,9	-2,1	-1,8	-2,7	-2,9	-3,1	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7
EBITDA	106,8	136,1	111,4	106,2	159,4	139,4	146,6	163,5	182,8	199,8	213,6	225,4	234,9	240,8	246,2
EBIT	79,0	102,5	75,5	69,4	121,0	101,8	109,4	126,6	145,9	163,1	176,8	188,4	197,8	203,5	208,7
Saldo finansowe	-0,4	0,9	1,0	-16,5	-20,4	-19,2	-18,0	-15,2	-13,9	-12,6	-11,4	-10,2	-9,1	-7,9	-6,7
Jednostki stowarzyszone	0,4	0,5	0,4	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zysk brutto	79,0	104,0	76,8	53,0	101,0	82,8	91,6	111,6	132,3	150,7	165,6	178,5	189,0	195,9	202,3
Zysk netto	59,5	78,0	59,7	36,7	77,6	63,7	71,5	85,7	101,4	115,3	126,5	136,2	144,2	149,3	154,0
CFO	99,2	120,7	124,1	98,2	148,2	121,6	127,9	136,7	149,4	163,9	175,8	186,3	195,0	199,7	204,2
Dług netto	213,7	270,9	319,8	327,3	253,7	228,8	183,6	132,1	96,5	82,8	70,0	57,0	43,8	33,0	21,8
przychody r/r	22,2%	14,5%	-3,2%	-0,4%	8,3%	-7,8%	5,3%	7,9%	7,9%	6,5%	5,4%	4,2%	3,0%	2,8%	2,5%
Polska	5%	9%	1%	2%	10%	-4%	7%	8%	8%	6%	5%	4%	3%	3%	2%
Węgry	---	63%	-11%	-5%	-6%	-20%	1%	8%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	3%
Ukraina	5%	-1%	5%	-15%	30%	-11%	1%	10%	10%	8%	8%	5%	3%	3%	2%
pozostałe	4%	-2%	-27%	15%	1%	-22%	-4%	10%	8%	8%	6%	4%	3%	2%	2%
marża brutto ze sprzedaży	42,4%	42,1%	39,7%	38,4%	44,8%	49,1%	49,0%	49,1%	49,1%	49,1%	49,1%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%
SG&A/przychody	30,6%	29,4%	30,2%	29,7%	30,8%	36,0%	35,7%	34,7%	33,7%	33,0%	32,5%	32,1%	31,8%	31,8%	31,8%
marża na sprzedaży	11,8%	12,7%	9,5%	8,7%	14,0%	13,1%	13,4%	14,4%	15,4%	16,1%	16,6%	16,9%	17,2%	17,3%	17,3%
Polska	25,8%	25,7%	25,5%	25,1%	34,9%	39,1%	38,6%	38,9%	39,3%	39,4%	39,5%	39,5%	39,5%	39,4%	39,4%
Węgry	17,7%	23,5%	15,3%	14,4%	21,7%	22,8%	24,6%	25,8%	26,9%	27,6%	28,1%	28,5%	28,7%	28,8%	29,0%
Ukraina	33,2%	36,8%	30,5%	32,7%	30,3%	26,7%	28,4%	28,9%	29,3%	29,7%	29,6%	29,7%	30,0%	30,1%	30,2%
pozostałe	34,9%	32,9%	21,7%	27,9%	18,7%	11,5%	13,4%	15,2%	17,2%	18,4%	19,3%	20,0%	20,6%	21,2%	21,6%
koszty nieprzypisany	-14%	-14%	-14%	-15%	-18%	-21%	-21%	-21%	-20%	-20%	-20%	-20%	-19%	-19%	-19%
marża EBITDA	14,9%	16,6%	14,0%	13,4%	18,6%	17,6%	17,6%	18,2%	18,9%	19,4%	19,6%	19,9%	20,1%	20,1%	20,0%
marża EBIT	11,0%	12,5%	9,5%	8,8%	14,1%	12,9%	13,1%	14,1%	15,1%	15,8%	16,3%	16,6%	16,9%	17,0%	17,0%
marża netto	8,3%	9,5%	7,5%	4,6%	9,1%	8,1%	8,6%	9,5%	10,5%	11,2%	11,6%	12,0%	12,4%	12,4%	12,5%

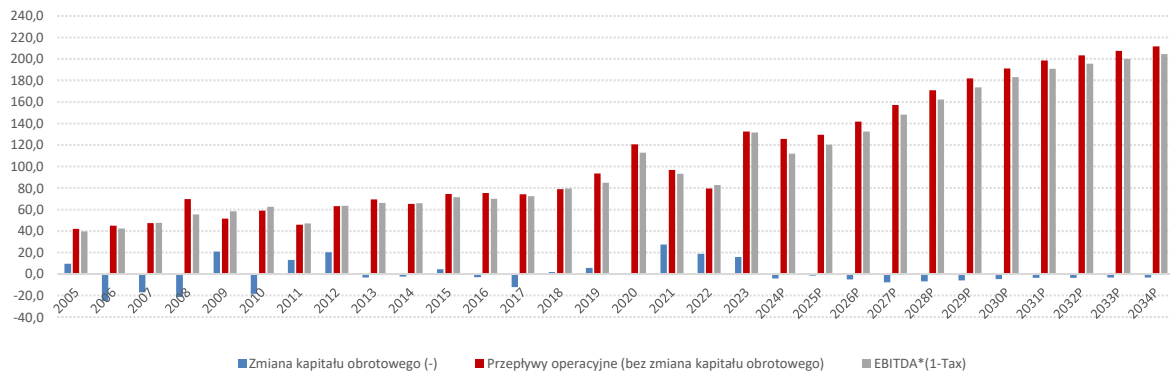
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Struktura przychodów [mln PLN]



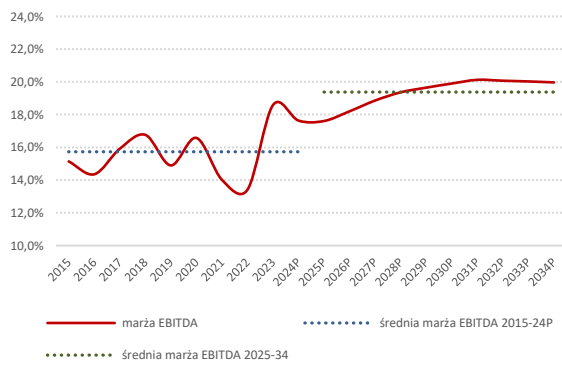
Źródło: BDM S.A., spółka

Przepływy operacyjne [mln PLN]



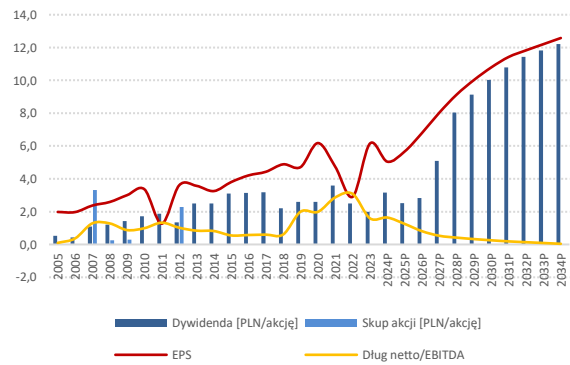
Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Bilans [mln PLN]	564	562	558	556	556	557	557	558	558	559	560	560
Aktywa trwałe	67	63	60	58	57	57	57	57	57	57	57	57
Wartości niematerialne i prawne	492	493	493	493	494	494	495	495	496	496	497	498
Rzeczowe aktywa trwałe	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nieruchomości inwestycyjne	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Pozostałe aktywa trwałe	255	257	295	346	377	385	391	393	393	392	391	389
Aktywa obrotowe	116	105	109	117	126	134	141	146	150	155	159	163
Zapasy	73	76	80	87	94	100	105	109	113	116	119	122
Należności krótkoterminowe	66	76	106	142	158	152	144	137	131	121	113	104
Inwestycje krótkoterminowe	66	76	106	142	158	152	144	137	131	121	113	104
- w tym środki pieniężne*	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa obrotowe	819	819	853	902	934	942	948	951	952	951	950	950
Aktywa razem	348	371	411	461	498	512	523	533	541	546	551	556
Kapitał (fundusz) własny	26	29	33	38	44	51	59	68	77	87	98	109
Kapitał mniejszości	445	418	409	403	392	379	366	350	334	318	302	286
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
Rezerwy na zobowiązania	206	191	176	161	141	121	101	81	61	41	41	41
Zobowiązania długoterminowe	206	191	176	161	141	121	101	81	61	41	41	41
- w tym zobowiązania oprocentowane	215	204	210	219	227	235	241	246	249	253	237	221
Zobowiązania krótkoterminowe	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	93	73
- w tym zobowiązania oprocentowane	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inne	819	819	853	902	934	942	948	951	952	951	950	950
Pasywa razem												
<i>*łącznie z lokatami</i>												
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody netto ze sprzedaży	858	791	832	898	969	1 032	1 087	1 133	1 167	1 200	1 230	1 260
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	384	388	408	441	476	506	533	555	572	588	603	618
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	264	284	297	312	327	340	353	364	371	381	391	400
Zysk (strata) na sprzedaży	120	104	111	129	149	166	180	192	201	207	212	218
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	1	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4
EBITDA	159	139	147	164	183	200	214	225	235	241	246	252
EBIT	121	102	109	127	146	163	177	188	198	203	209	214
Saldo działalności finansowej	-20	-19	-18	-15	-14	-13	-11	-10	-9	-8	-7	-6
Zysk (strata) brutto	101	83	92	112	132	151	166	178	189	196	202	209
Zysk (strata) netto mniejszości	6	3	4	5	6	7	8	9	9	10	10	11
Zysk (strata) netto**	78	64	72	86	101	115	127	136	144	149	154	159
<i>**dla akcjonariuszy jedn. dominującej</i>												
CF [mln PLN]	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	148	122	128	137	149	164	176	186	195	200	204	208
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-29	-35	-34	-34	-35	-35	-36	-36	-36	-36	-37	-37
Przepływy z działalności finansowej	-71	-77	-64	-67	-99	-135	-147	-157	-166	-172	-176	-180
Przepływy pieniężne netto	48	10	30	36	16	-6	-7	-7	-7	-9	-9	-8
Środki pieniężne na początek okresu	20	66	76	106	142	158	152	144	137	131	121	113
Środki pieniężne na koniec okresu	66	76	106	142	158	152	144	137	131	121	113	104
Wskaźniki	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	8%	-8%	5%	8%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	50%	-13%	5%	12%	12%	9%	7%	6%	4%	3%	2%	2%
Zysk netto zmiana r/r	112%	-18%	12%	20%	18%	14%	10%	8%	6%	4%	3%	3%
Marża brutto na sprzedaży	44,8%	49,1%	49,0%	49,1%	49,1%	49,1%	49,1%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%	49,0%
Marża EBITDA	18,6%	17,6%	17,6%	18,2%	18,9%	19,4%	19,6%	19,9%	20,1%	20,1%	20,0%	20,0%
Marża EBIT	14,1%	12,9%	13,1%	14,1%	15,1%	15,8%	16,3%	16,6%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%
Marża netto	9,1%	8,1%	8,6%	9,5%	10,5%	11,2%	11,6%	12,0%	12,4%	12,4%	12,5%	12,6%
SG&A / przychody	30,8%	36,0%	35,7%	34,7%	33,7%	33,0%	32,5%	32,1%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
ROE	22,3%	17,1%	17,4%	18,6%	20,3%	22,5%	24,2%	25,6%	26,7%	27,3%	28,0%	28,6%
ROA	9,5%	7,8%	8,4%	9,5%	10,9%	12,2%	13,4%	14,3%	15,2%	15,7%	16,2%	16,7%
Dług	319	304	289	274	254	234	214	194	174	154	134	114
D / (D+E)	47,9%	45,0%	41,3%	37,3%	33,8%	31,4%	29,1%	26,7%	24,4%	22,0%	19,6%	17,1%
D / E	91,8%	81,9%	70,4%	59,5%	51,1%	45,8%	41,0%	36,5%	32,2%	28,3%	24,4%	20,6%
Dług / kapitał własny	91,8%	81,9%	70,4%	59,5%	51,1%	45,8%	41,0%	36,5%	32,2%	28,3%	24,4%	20,6%
Dług netto	254	229	184	132	97	83	70	57	44	33	22	10
Dług netto / kapitał własny	0,73	0,62	0,45	0,29	0,19	0,16	0,13	0,11	0,08	0,06	0,04	0,02
Dług netto / EBITDA	1,6	1,6	1,3	0,8	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0
EV	1 304	1 279	1 233	1 182	1 146	1 133	1 120	1 107	1 094	1 083	1 072	1 060
Dług / EV	24,5%	23,8%	23,5%	23,2%	22,2%	20,7%	19,1%	17,6%	15,9%	14,3%	12,5%	10,8%
CAPEX / Przychody	3,8%	4,4%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	83,9%	93,2%	90,7%	95,2%	99,5%	101,3%	101,4%	101,6%	101,7%	101,8%	101,8%	101,7%
Zmiana KO / Przychody	-1,4%	0,4%	0,2%	0,6%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-17,5%	-5,1%	4,8%	8,6%	11,9%	11,9%	11,9%	11,7%	11,7%	12,1%	12,1%	11,9%
P/E*	13,5	16,5	14,7	12,2	10,4	9,1	8,3	7,7	7,3	7,0	6,8	6,6
P/BV*	3,0	2,8	2,6	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
EV/EBITDA*	8,2	9,2	8,4	7,2	6,3	5,7	5,2	4,9	4,7	4,5	4,4	4,2
EV/EBIT*	10,8	12,6	11,3	9,3	7,9	6,9	6,3	5,9	5,5	5,3	5,1	5,0
EV/S*	1,5	1,6	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,8
DPS	2,0	3,2	2,5	2,8	5,1	8,0	9,1	10,0	10,8	11,4	11,8	12,2
Payout ratio	68,8%	51,5%	50,0%	50,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 83,2 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

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

Andrzej Wodecki
Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Piotr Dedejusz
tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejusz@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
trzymaj	80,9	kupuj	93,1	06.02.2025	07:50 CEST	83,2	86 132
kupuj	93,1	akumuluj	79,9	01.03.2024	07:50 CEST	79,8	81 945
akumuluj	79,9	trzymaj	72,2	27.07.2023	14:55 CEST	72,8	71 790
trzymaj	72,2	redukuj	65,2	18.05.2023	08:50 CEST	72,6	63 636
redukuj	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	redukuj	62,0	01.08.2018	14:45 CEST	67,0	59 581
redukuj	62,0	akumuluj	56,4	19.07.2017	13:59 CEST	68,8	62 400
akumuluj	56,4	redukuj	56,4	19.10.2016	09:10 CEST	50,6	47 437
redukuj	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	redukuj	43,0	21.10.2013		58,48	53 854
redukuj	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'25*:

	liczba		%	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	57%	0	0%
Akumuluj	2	29%	0	0%
Trzymaj	1	14%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

* - 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: 2025-02-06

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-02-06 (07:50 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-02-13 (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 wyczytane 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 WPLYWAĆ 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 2025-02-06:

- 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.