



Dom Maklerski BDM S.A.

ŚNIEŻKA

RAPORT ANALITYCZNY

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 86,8 PLN

03 CZERWIEC 2019, 09:55 CEST

Akcje Śnieżki od drugiej połowy 2018 roku radzą sobie zdecydowanie lepiej niż WIG. Spółka skorzystała m.in. ze spadku presji surowcowej oraz przesunięcia się popytu klientów w kierunku droższych produktów. W połowie maja zarząd sfinalizował największą w historii akwizycję (Poli-Farbe – jeden z trzech największych producentów farb na Węgrzech). Węgierska spółka powiększyła przychody Śnieżki o ok. 25-30%. Jednocześnie generuje wyraźnie niższe marże. W naszej opinii obecny poziom wyceny Śnieżki jest już dość wymagający (przy danych pro-forma na 2019 rok EV/EBITDA wynosi >10x). Uważamy, że w bieżącej wycenie Śnieżki rynek uwzględnia już wygenerowanie synergii kosztowych na przejmowanym podmiocie. Jednocześnie dostrzegamy szanse, że wejście na Węgry może stać się w dłuższym terminie platformą do wyjścia na inne rynki Europy Południowo-Wschodniej i zdynamizowania rozwoju. Podwyższamy cenę docelową z 72,3 PLN do 86,8 PLN. Jednocześnie, przy bieżącym kursie, implikuje to obniżenie zalecenie z Akumuluj na Trzymaj.

Wyniki 1Q'19 (przychody: +9% r/r, EBITDA: +19% r/r, ale słabiej w porównaniu z 1Q'17) był wsparty przez niską bazę i dobrą pogodę. Kolejny kwartał może być już bardziej wymagający (dynamika w 2Q'18 na rynku polskim sięgała +16%). Strona przychodowa będzie jednak już wsparta przez rozpoczęcie konsolidacji spółki węgierskiej. Tamtejszy rynek stanie się drugim w hierarchii wielkości po polskim. Wprowadzone w 2018 roku podwyżki cen oraz przesuwanie się popytu w stronę droższych farb (Magnat), w połączeniu z niższymi r/r cenami bieli tytanowej, powinny nadal wspierać marżę brutto „starej” Śnieżki. Jednocześnie marża za na poziomie skonsolidowanym będzie pod wpływem niższej rentowności Poli-Farbe (marża EBITDA na Węgrzech była w 2018 roku o ok. 8,5 pkt proc niższa niż w przypadku Śnieżki).

Zakładamy, że Śnieżka na poziomie skonsolidowanym w 2019 roku (przy ujęciu wyników Poli-Farbe od połowy 2Q'19) wypracuje 732 mln PLN przychodów, 118,9 mln PLN EBITDA oraz 72,2 mln PLN zysku netto. Przy danych pro-forma (całoroczna konsolidacja spółki węgierskiej) szacujemy, że będzie to odpowiednio 791,8 / 123,8 / 76,9 mln PLN. W 2020 roku estymujemy wzrost wyników do odpowiednio 827 mln PLN / 132,0 / 77,5 mln PLN (niska dynamika zysku netto wiąże się głównie z kosztami obsługi długu zaciągniętego na przejęcie).

Obecny poziom wyceny w naszej opinii jest już dość wymagający. Przy danych pro-forma na 2019 rok EV/EBITDA wynosi >10x. Są to poziomy powyżej średnich po jakich spółka była handlowana w przeszłości. Rynek zdyskontował już naszym zdaniem w bieżącej wycenie wygenerowanie przez Śnieżkę kosztowych efektów synergii w przejmowanej węgierskiej spółce (nasz model uwzględnia poprawę marży EBITDA Poli-Farbe w ciągu 3-4 lat do średnich poziomów notowanych przez Śnieżkę w okresie 2016-18). Zwracamy jednocześnie uwagę, że w ostatnich latach marża w Poli-Farbe spadała, nie znamy też skutków dostosowania raportowania węgierskiej spółki do standardów stosowanych przez Śnieżkę. Spółka nie miała też dotychczas doświadczenia w przejmowaniu tak dużych podmiotów. Pole do pozytywnych zaskoczeń może dla nas stanowić np. udane wyjście spółki w szerszym zakresie na rynki Europy Południowo-Wschodniej (kilka lat temu Śnieżka ograniczyła np. plany rozwoju w Rumunii).

W latach 2019-20 należy zakładać dość wysoki CAPEX ze względu zwiększenie mocy produkcyjnych oraz budowę nowego centrum logistycznego (inwestycja pozwoli usprawnić dystrybucję wyrobów i w średnim terminie powinna przyczynić się do rozwoju sprzedaży). Dług netto wzrośnie też w związku z finansowaniem przejęcia na Węgrzech. Jednocześnie wskaźnik dług netto/EBITDA powinien nadal pozostawać na dość bezpiecznym poziomie – estymujemy 1,5x na koniec 2019 (pro-forma) i 2020 roku. W 2019 roku spółka wypłaciła dywidendę na poziomie 2,6 PLN/akcję (53% skonsolidowanego zysku netto). Zakładamy, że w kolejnych dwóch latach dywidenda będzie się kształtować w okolicy 50% skonsolidowanego zysku netto.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	575,6	564,5	586,8	731,9	826,9	863,8
Wynik brutto ze sprzedaży [mln PLN]	223,8	222,9	245,7	303,8	338,9	355,2
Koszty SG&A [mln PLN]	157,5	149,7	162,7	204,9	229,5	239,3
Wynik na sprzedaży [mln PLN]	66,3	73,2	83,0	98,9	109,4	116,0
Saldo PPO/PKO [mln PLN]	-1,6	0,7	-3,3	-2,2	-2,5	-2,6
EBITDA [mln PLN]	82,6	89,8	98,4	118,9	132,0	145,7
EBIT [mln PLN]	64,7	73,9	79,6	96,7	106,9	113,4
Wynik brutto [mln PLN]	63,7	70,3	78,4	92,5	100,1	106,5
Zysk netto [mln PLN]	53,1	55,9	61,6	72,2	77,5	82,3
P/BV	5,1	4,9	4,2	3,3	2,9	2,6
P/E	21,2	20,1	18,2	15,6	14,5	13,7
EV/EBITDA	14,2	13,1	12,0	11,0	10,0	8,8
EV/EBIT	18,1	15,9	14,9	13,5	12,3	11,3

Wycena DCF [PLN]	88,9
Wycena porównawcza [PLN]	82,0
Wycena końcowa [PLN]	86,8
Potencjał do wzrostu / spadku	-2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	89,0
Kapitalizacja [mln PLN]	1 123,0
Ilość akcji [mln. szt.]	12,6
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	95,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	70,6
Stopa zwrotu za 3 mc	3,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	23,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	30,6%
Struktura akcjonariatu:	
Cymbor Stanisław	20,1%
Pater Jerzy	20,1%
OFE Aviva	11,6%
Mikrut Rafał	10,1%
Mikrut Piotr	10,1%
Virtus KAR Int. Small-Cap Fund	6,2%
Pozostali	21,8%

Stopy zwrotu i wykres skorygowane o dywidendę

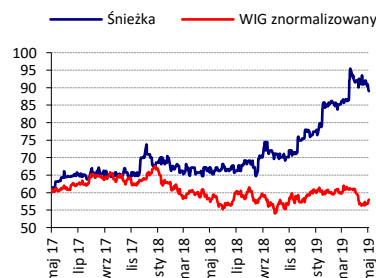
Krzysztof Pado

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:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
OTOCZENIE MAKRO I SUROWCOWE	9
AKWIZYCJA POLI-FARBE	11
WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY ORAZ PROGNOZY	12
DANE FINANSOWE	15

WYCENA I PODSUMOWANIE

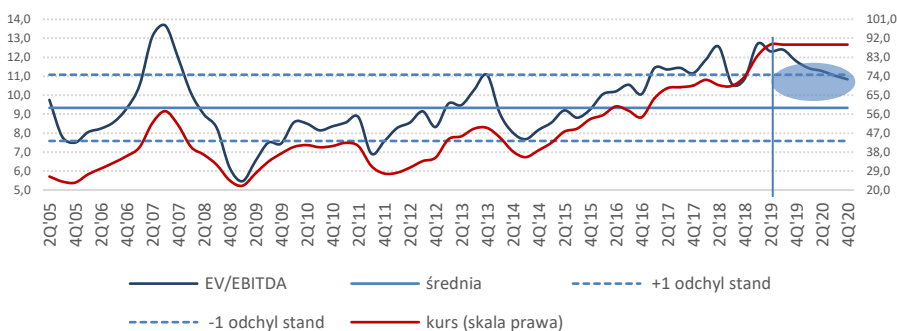
Wycena spółki Śnieżka opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena porównawcza, oparta na naszych prognozach wyników na lata 2019 – 2021 dała wartość 1 akcji na poziomie 82,0 PLN, z kolei wycena metodą DCF na lata 2019-2028 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 88,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 70% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 30% 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 europejskich (50%) oraz amerykańskich producentów farb (17%). Wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 86,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	88,9
Wycena metodą porównawczą, w tym:	30%	82,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	46,9
- wycena do europejskich producentów farb	50%	103,0
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	89,1
Wycena 1 akcji Śnieżka [PLN]		86,8

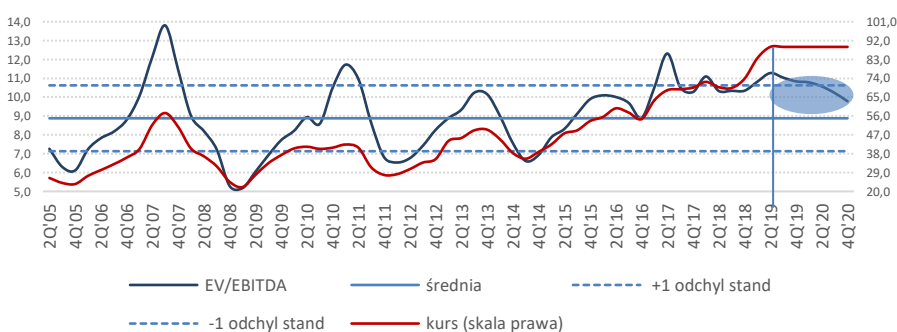
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu a bieżąca EV/EBITDA (za poprzednie 4Q)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 2Q'19 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z poprzednich 4Q

Zachowanie kursu a EV/EBITDA(4Q do przodu łącznie z bieżącym)



Źródło: BDM S.A., spółka, Bloomberg, kurs średni w kwartale, 2Q'19 – kurs bieżący, dług netto do EV jako średnia z następnych 4Q

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



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

Obecny poziom wyceny w naszej opinii jest już dość wymagający (także po uwzględnieniu najszybszych potencjalnych efektów synergii z przejścia Poli-Farbe). Bardziej akceptowalny wskaźnik EV/EBITDA (przy utrzymaniu obecnego kursu akcji) zacznie się kształtować dopiero w 2020 roku.

Spółka handlowana jest obecnie nadal z dyskontem do podmiotów europejskich, jednocześnie nie jest to już tak jednoznaczne na tle amerykańskiej grupy porównawczej. W stosunku do krajowych podmiotów z branży materiałów budowlanych Śnieżka tradycyjnie handlowana jest z wyraźną premią (wskaźniki prezentujemy w wycenie porównawczej).

Zwracamy uwagę, że wykresy obok uwzględniają średnioroczny dług netto (na przestrzeni roku najniższy dług jest, podobnie jak dla innych spółek z branży, na koniec 4Q').

W kalkulacjach uwzględnione jest przejście Poli-Farbe – EBITDA i dług netto skorygowane są do szacunkowych oraz prognozowanych danych pro-forma

Ceny bieli tytanowej, głównego pigmentu (wszystkie pigmenty to ok. 1/3 kosztów materiałowych producentów farb), wyrażone w EUR od 3Q'18 znajdują się w powolnym trendzie spadkowym (wcześniejsze wzrosty były spowodowane m.in. redukcją i ograniczeniami mocy produkcyjnych). Od końcówki 4Q'18 ceny są już na niższych poziomach, jeśli porównujemy je r/r.

Ceny nadal są natomiast wyraźnie wyższe niż w 2017, ale wracają już w pobliże swojej długoterminowej linii trendu. Marże największych producentów bieli (Chemours, Venator, Tronox czy Kronos) za ostatnie okresy, mimo spadku z rekordowych poziomów, nadal pozostawały wysokie, co naszym zdaniem ogranicza pole do rozpoczęcia nowego cyklu podwyżek cen (przeszkodą jest także spowolnienie popytu).

Zwracamy jednocześnie uwagę, że systematycznie rośnie nadal indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. W kwietniu'19 ceny były o 4% wyższe r/r. Śnieżka podwyżki cen wprowadzała głównie na przestrzeni 2018 roku.

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 rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (przyjmujemy długoterminowo 4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika $\beta = 1,0$.

Główne założenia modelu:

- W 2019 roku zakładamy 732 mln PLN przychodów (w tym 108 mln PLN z konsolidacji Poli-Farbe od połowy maja). W 2020 roku, przy pełnej konsolidacji węgierskiej spółki, prognozujemy, że sprzedaż wzrośnie do 827 mln PLN (w tym 175 mln PLN zakładamy, że wypracuje Poli-Farbe). W 2022 roku zakładamy przekroczenie 0,9 mld PLN przychodów, a pod koniec naszej szczegółowej prognozy estymujemy przekroczenie 1,0 mld PLN. Zwracamy uwagę, że w najbliższych latach, poza pojawieniem się w strukturze sprzedaży rynku węgierskiego, źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w ostatnim czasie procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych (w przypadku tego drugiego czynnika efekty inwestycji powinny pojawić się od 2021 roku).
- Spodziewamy się, że w 2019 roku marża brutto ze sprzedaży wyniesie ok. 41,5%. Spadek marży r/r i vs 1Q'19 będzie według nas podyktowany konsolidacją mniej rentownego biznesu węgierskiego (marża EBITDA Poli-Farbe w 2018 roku była o ok. 8,5 pkt proc niższa niż w Śnieżce). W kolejnych latach zakładamy systematyczną poprawę marży w Poli-Farbe, w kierunku poziomów wypracowywanych przez Śnieżkę. Zakładamy, że spółce uda się osiągnąć efekty synergii m.in. na poziomie kosztów zakupu surowców i opakowań, badań i rozwój oraz marketingu i sprzedaży. W przypadku dotychczasowego biznesu Śnieżki obecne marże są już dość wyśrubowane i trudno nam oczekiwać utrzymania trendu ich poprawy z lat ubiegłych (zwracamy m.in. uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę w ostatnim czasie raczej sprzyjały spółce, spółka wdrożyła też już efektywne zmiany w portfolio produktowym i polityce cenowo-sprzedażowej). Obecnie marża EBITDA spółki (rekordowa w jej historii) jest wyraźnie wyższa niż europejskiej konkurencji i na poziomie oczekiwań na 2019 rok dla najbardziej efektywnych amerykańskich podmiotów. Potencjalnie pole do poprawy rentowności EBITDA stanowi jeszcze inwestycja w centrum logistyczne (co może doprowadzić do usprawnienia procesów i spadku wskaźnika koszt/przychody w tym obszarze od 2021 roku).
- CAPEX spółki w latach 2019-20 zakładamy na poziomie około 150 mln PLN. W sprawozdaniu za 2018 rok zarząd podawał jako planowaną wartość inwestycji na 2019 rok łącznie z akwizycją na ok. 200 mln PLN. Przejęcie 80% akcji Poli-Farbe to 106 mln PLN, więc CAPEX miałby wynieść ok. 90-95 mln PLN. Zakładamy, że część tego planu przesunie się na 2020 rok i w tych dwóch latach spółka wyda na inwestycje po ok. 75 mln PLN rocznie (z czego dużą część będzie stanowić budowa nowej hali logistycznej). W kolejnych latach zakładamy głównie CAPEX odtworzeniowy. W okresie rezydualnym CAPEX jest równy amortyzacji z 2028 roku.
- W modelu uwzględniamy nabycie 80% akcji Poli-Farbe za 106,4 mln PLN (pozostałe 20% ujęte jest w korekcie wyceny o udziały mniejszości).
- Model nie uwzględnia innych akwizycji.
- Zakładamy efektywną stopę podatkową uwzględniając lokalne uwarunkowania podatkowe (m.in. 19% w Polsce i 9% na Węgrzech).
- Dług netto uwzględnia korektę wg MSSF16 (59,9 mln PLN długu wg sprawozdania za 2018 rok + 1,7 mln PLN wyceny opłat z tytułu prawa do użytkowania gruntu)
- 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 03 czerwca 2019 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1 121,4 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 88,9 PLN.

Model DCF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	731,9	826,9	863,8	901,4	931,1	957,2	978,9	998,0	1017,6	1037,2
EBIT [mln PLN]	96,7	106,9	113,4	122,0	126,4	129,5	132,6	135,1	137,4	139,7
Stopa podatkowa*	18,6%	17,6%	17,3%	17,0%	16,9%	16,9%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	18,0	18,8	19,6	20,8	21,4	21,9	22,5	22,9	23,4	23,8
NOPLAT [mln PLN]	78,7	88,1	93,8	101,3	105,1	107,5	110,1	112,1	114,1	115,9
Amortyzacja [mln PLN]	22,2	25,1	32,4	33,9	34,3	33,8	33,6	33,5	33,6	33,7
CAPEX [mln PLN]	-77,5	-72,9	-37,4	-35,5	-35,5	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0	-35,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]*	-106,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,0	-6,7	-6,5	-6,7	-5,3	-4,8	-4,0	-3,5	-3,6	-3,6
FCF [mln PLN]	-90,0	33,6	82,3	93,0	98,6	101,6	104,7	107,2	109,1	111,1
DFCF [mln PLN]	-86,3	29,9	67,9	71,0	69,5	66,0	62,5	58,7	54,9	51,3
Suma DFCF [mln PLN]	445,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1596,8		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +2,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	736,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1182,4									
Dług netto 2018 [mln PLN]	61,7									
Dywidenda 2019 [mln PLN]	32,8									
Udziały mniejszości 2019 [mln PLN]	33,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	1121,4									
Ilość akcji [mln szt.]	12,6									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	88,9									
Przychody zmiana r/r	24,7%	13,0%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%
EBIT zmiana r/r	21,4%	10,6%	6,0%	7,6%	3,6%	2,4%	2,4%	1,8%	1,8%	1,7%
FCF zmiana r/r	-	-	144,7%	13,0%	6,0%	3,1%	3,1%	2,3%	1,8%	1,8%
Marża EBITDA	16,2%	16,0%	16,9%	17,3%	17,3%	17,1%	17,0%	16,9%	16,8%	16,7%
Marża EBIT	13,2%	12,9%	13,1%	13,5%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Marża NOPLAT	10,8%	10,7%	10,9%	11,2%	11,3%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%
CAPEX / Przychody	10,6%	8,8%	4,3%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	348,8%	290,7%	115,6%	104,7%	103,4%	103,5%	104,2%	104,4%	104,2%	103,8%
Zmiana KO / Przychody	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,8%	7,0%	17,5%	17,7%	18,0%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *zakup 80% akcji Poli-Farbe

Kalkulacja WACC

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia za ryzyko	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	67,3%	69,8%	74,5%	79,9%	85,4%	90,9%	94,5%	97,3%	99,3%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Udział kapitału obcego	32,7%	30,2%	25,5%	20,1%	14,6%	9,1%	5,5%	2,7%	0,7%	0,0%
WACC	7,5%	7,6%	7,9%	8,1%	8,4%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	0,7	74,8	79,6	85,6	93,2	103,1	116,6	136,2	166,9	222,2
	0,8	70,4	74,7	79,9	86,4	94,7	105,8	121,4	144,8	183,8
	0,9	66,5	70,2	74,8	80,4	87,4	96,7	109,3	127,6	156,3
	1,0	62,9	66,2	70,1	75,0	81,1	88,9	99,3	113,8	135,7
	1,1	59,5	62,5	66,0	70,2	75,5	82,1	90,7	102,6	119,6
	1,2	56,5	59,1	62,2	65,9	70,5	76,1	83,4	93,2	106,8
	1,3	53,7	56,0	58,8	62,0	66,0	70,9	77,1	85,2	96,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
	3%	79,5	85,1	92,0	101,0	112,9	129,6	154,6	196,3	279,7
	4%	70,4	74,7	79,9	86,4	94,7	105,8	121,4	144,8	183,8
	5%	62,9	66,2	70,1	75,0	81,1	88,9	99,3	113,8	135,7
	6%	56,5	59,1	62,2	65,9	70,5	76,1	83,4	93,2	106,8
	7%	51,0	53,1	55,6	58,5	62,0	66,2	71,5	78,3	87,4
	8%	46,3	48,0	50,0	52,3	55,0	58,3	62,2	67,2	73,6
	9%	42,2	43,6	45,2	47,1	49,2	51,8	54,8	58,5	63,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3%	160,8	149,0	138,7	129,6	121,5	114,3	107,9	102,0	96,7
	4%	135,5	124,1	114,3	105,8	98,4	91,9	86,0	80,8	76,1
	5%	116,6	105,8	96,7	88,9	82,1	76,1	70,9	66,2	62,0
	6%	102,0	91,9	83,4	76,1	69,9	64,5	59,7	55,5	51,8
	7%	90,3	80,8	72,9	66,2	60,5	55,5	51,2	47,4	44,0
	8%	80,8	71,9	64,5	58,3	53,0	48,4	44,4	40,9	37,8
	9%	72,9	64,5	57,6	51,8	46,8	42,6	38,9	35,7	32,8

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 europejskich (waga 50%) oraz amerykańskich producentów farb (waga 17%, zmniejszyliśmy wagę amerykańskich producentów względem europejskich ze względu na bardzo mocno odbiegające od historycznych średnich wyceny tamtejszych spółek). Dla wyceny porównawczej przyjęliśmy wagę na poziomie 30% w ostatecznej wycenie. Wskaźnikowi P/E przypisana została waga 30%, natomiast dla EV/EBITDA jest to 70%. 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.

Brak na GPW innych podmiotów z branży farb. Zagraniczne spółki mają często inną ekspozycję produktową (większy udział farb przemysłowych, produkcja także innych chemikaliów) oraz geograficzną (ekspozycja globalna a nie regionalna). W porównaniu z częścią zagranicznych producentów farb (AkzoNobel, PPG, RPM), którzy w swoim asortymencie oferują także szeroki zakres specjalistycznych chemikaliów i innych produktów, działalność Śnieżki jest wyraźnie mniej zdywersyfikowana. Jednakże z drugiej strony działalność spółki daje ekspozycję na rozwojowe rynki CEE (zużycie farb w Polsce w przeliczeniu na 1 mieszkańca jest o około 1/3 niższe niż w Europie Zachodniej a na Ukrainie 2-krotnie niższe niż w Polsce), które jednocześnie charakteryzują się podwyższonym ryzykiem politycznym i gospodarczym. Uważamy, że najbardziej porównywalnym do Śnieżki podmiotem jest fińska Tikkurila - głównie farby dekoracyjne, wysoka ekspozycja na kraje Europę Środkową i Wschodnią, profil dywidendowy.

Śnieżka posiada mocną pozycję na relatywnie stabilnym rynku (popyt na farby to głównie rynek remontowy, zużycie farb w Polsce i na Ukrainie jest wyraźnie niższe niż w Europie Zachodniej), gdzie jest ostatnim dużym niezależnym podmiotem. Uważamy, że takie warunki stwarzają możliwość zainteresowania się spółką przez inwestorów branżowych lub finansowych (kilka lat temu spółka informowała o rozmowach z inwestorem branżowym, które zakończyły się bez porozumienia).

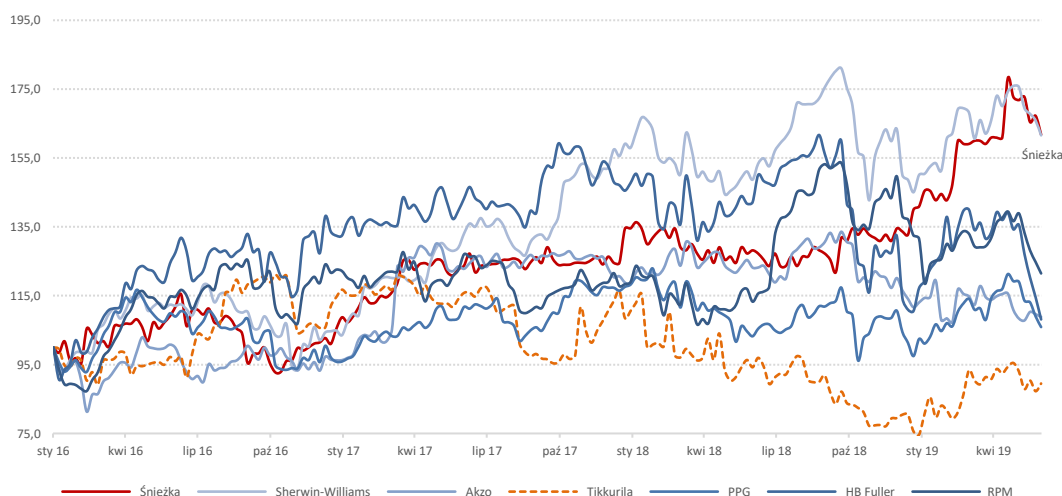
Wycena porównawcza dała wartość spółki na poziomie 1 034,5 mln PLN, czyli 82,0 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	Waga	Wycena
Wycena metodą porównawczą, w tym:		82,0
- wycena do krajowych producentów materiałów budowlanych	33%	46,9
- wycena do europejskich producentów farb	50%	103,0
- wycena do amerykańskich producentów farb	17%	89,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursów od początku 2016 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do krajowych producentów materiałów budowlanych

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Ferro	7,1	6,9	6,7	6,2	6,0	5,7
Selena FM	7,2	7,4	7,1	4,1	3,9	3,6
Decora	9,8	9,5	9,1	6,7	6,3	5,9
Mediana	7,2	7,4	7,1	6,2	6,0	5,7
Śnieżka	15,6	14,5	13,7	11,0	10,0	8,8
Śnieżka pro-forma*	14,6	14,5	13,7	10,6	10,0	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	103,0%	97,1%	92,6%	71,4%	67,5%	52,9%
Wycena wg wskaźnika	41,2	45,1	46,2	43,4	46,9	54,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		44,2			48,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	46,9					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., szacunki własne, *przy założeniu konsolidacji Poli-Farbe przez cały 2019 rok (premia/dyskonto liczona do danych pro-forma)

Wycena porównawcza do europejskich producentów farb

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
Akzo Nobel	26,6	21,7	19,3	13,8	12,1	10,8
Tikkurila	17,6	15,7	14,4	10,0	8,9	8,5
Mediana	22,1	18,7	16,9	11,9	10,5	9,7
Śnieżka	15,6	14,5	13,7	11,0	10,0	8,8
Śnieżka pro-forma*	14,6	14,5	13,7	10,6	10,0	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-33,9%	-22,5%	-19,0%	-10,9%	-4,7%	-9,4%
Wycena wg wskaźnika	126,6	114,8	109,8	97,1	94,2	99,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		117,1			97,0	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	103,0					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, szacunki własne, *przy założeniu konsolidacji Poli-Farbe przez cały 2019 rok (premia/dyskonto liczona do danych pro-forma)

Wycena porównawcza do amerykańskich producentów farb

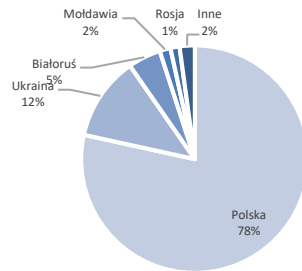
	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
PPG	16,5	15,3	14,2	11,0	10,2	9,8
RPM	15,9	12,7	10,8	11,2	9,3	8,5
Sherwin Williams	19,8	17,4	15,8	14,7	12,9	11,8
HB Fuller	11,8	9,5	8,3	8,3	7,2	6,5
Mediana	16,2	14,0	12,5	11,1	9,8	9,2
Śnieżka	15,6	14,5	13,7	11,0	10,0	8,8
Śnieżka pro-forma*	14,6	14,5	13,7	10,6	10,0	8,8
Premia/dyskonto dla Śnieżki	-9,9%	3,8%	9,1%	-4,4%	1,9%	-4,5%
Wycena wg wskaźnika	92,8	85,8	81,6	89,4	87,0	93,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		86,7			90,1	
Waga wskaźnika		30%			70%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	89,1					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, *przy założeniu konsolidacji Poli-Farbe przez cały 2019 rok (premia/dyskonto liczona do danych pro-forma)

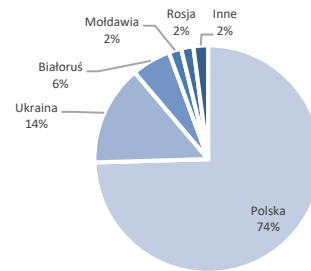
OTOCZENIE MAKRO I SUROWCOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek polski. W 2018 roku Śnieżka wypracowała tu 456 mln PLN przychodów, co oznaczało 78% sprzedaży skonsolidowanej. W 1Q'19 sprzedaż na rynku polskim wzrosła o 13% r/r. Spodziewamy się, że kolejne kwartały także przyniosą dodatnie dynamiki, aczkolwiek już nie tak wysokie jak na początku roku (1Q'19 miał niską bazę plus wygaśnięcie efekt konsolidacji Rafilu). Dwa największe kierunki eksportowe spółki to dotychczas: Ukraina (13% przychodów spółki w 2018) oraz Białoruś (5%). Rynki te mają obecnie sporo mniejsze znaczenie niż jeszcze kilka lat temu (np. w latach 2012-13 udział rynku polskiego wynosił <65%), a gospodarki tych krajów pozostają mało stabilne. Już w 2019 roku konsolidacja Poli-Farbe powinna dać drugie miejsce w strukturze przychodów rynkowi węgierskiemu.

Kontrybucja rynków do przychodów (ostatnie 4Q)

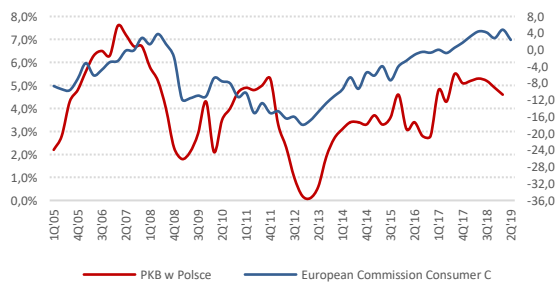


Kontrybucja rynków do wyniku przed kosztami nieprzypisanymi (4Q)



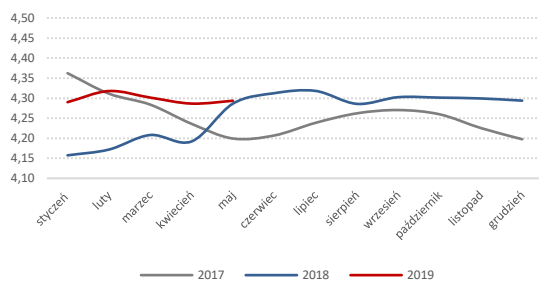
Źródło: BDM S.A., spółka

PKB w Polsce r/r oraz wskaźnik zaufania konsumentów [pkt]



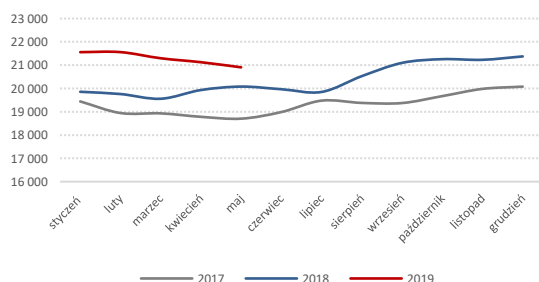
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Komisja Europejska

EUR/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

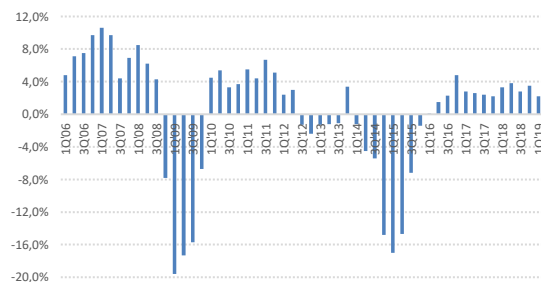
USD/BYR



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

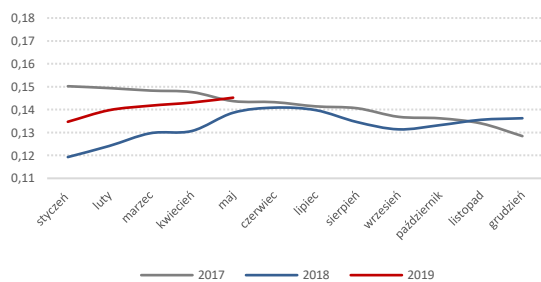
Źródło: BDM S.A., spółka

PKB na Ukrainie r/r



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

UAH/PLN



Źródło: BDM S.A., Bloomberg (średnia miesięczna)

Surowce

Surowce stanowią około 90% kosztów zużycia materiałów i energii (około 63% kosztów rodzajowych) w Śnieżce. Opierając się na danych prezentowanych przez amerykańskiego producenta farb Sherwin-Williams (na podstawie uzyskanych informacji stwierdzamy, że w przypadku Śnieżki struktura kosztowa jest bardzo zbliżona) szacunkowo największy koszt w wyprodukowaniu litra farby stanowią żywice oraz pigmenty (głównie biel tytanowa). Po około 10% udziału w koszcie wytworzenia mają rozpuszczalniki, inne dodatki oraz opakowania (plastik lub metal).

Szacunkowa struktura kosztów surowcowych w produkcji farb

	szacunkowy udział w koszcie
Opakowanie	12%
Rozpuszczalniki	11%
Żywice	35%
Pigmenty (w tym biel)	31%
Dodatki	10%

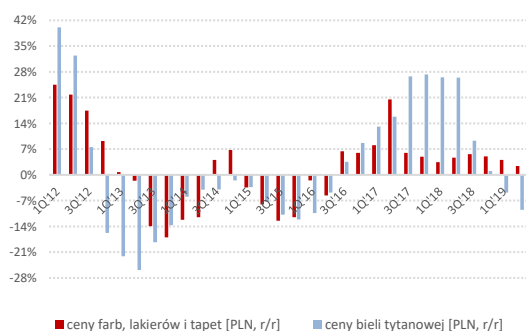
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Sherwin-Williams

Ceny bieli wyrażone w EUR od 3Q'18 znajdują się w powolnym trendzie spadkowym (wcześniejsze wzrosty były spowodowane m.in. redukcją i ograniczeniami mocy produkcyjnych). Od końcówki 4Q'18 ceny są już na niższych poziomach, jeśli porównujemy je r/r. Ceny nadal są natomiast wyraźnie wyższe niż w 2017, ale wracają już w pobliże swojej długoterminowej linii trendu. Marże największych producentów bieli (Chemours, Venator, Tronox czy Kronos) za ostatnie okresy, mimo spadku z rekordowych poziomów, nadal pozostawały wysokie, co naszym zdaniem ogranicza pole do rozpoczęcia nowego cyklu podwyżek cen (przeszkodą jest także spowolnienie popytu).

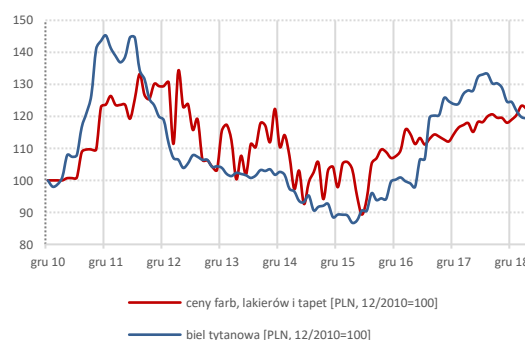
Spora część pozostałych surowców to pochodne ropy naftowej, ich ceny historycznie są w różnym stopniu powiązane z naftą – ostatnie wzrosty ceny ropy nie wpłynęły jednak na razie na jakieś poważniejsze ruchy cenowe ze strony ich producentów (tym bardziej, że ceny baryłki Brent są jednak niższe niż rok temu).

Cenniki surowców tworzone są globalnie, ich wzrosty/spadki odczuwa także zachodnia konkurencja na rynku polskim. Zwracamy uwagę, że systematycznie rośnie w ujęciu r/r już od blisko 3 lat indeks cenowy dla farb prezentowany przez PSB. W kwietniu'18 ceny były o 4% wyższe r/r. Śnieżka podwyżki cen wprowadzała systematycznie na przestrzeni 2018 roku. Zwracamy także uwagę, że popyt w ostatnich latach przesuwają się w kierunku droższych jednostkowo farb.

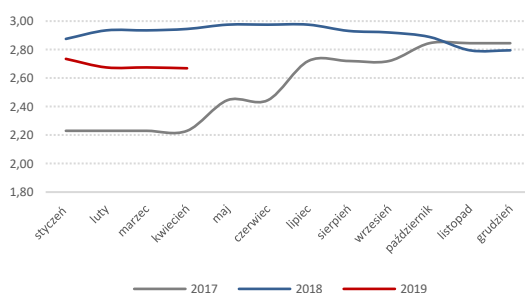
Zmiana cen farb na rynku polskim na tle zmian cen bieli tytanowej



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

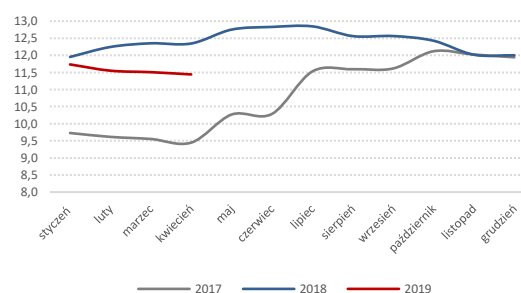


Ceny bieli tytanowej [Europa, EUR/kg]



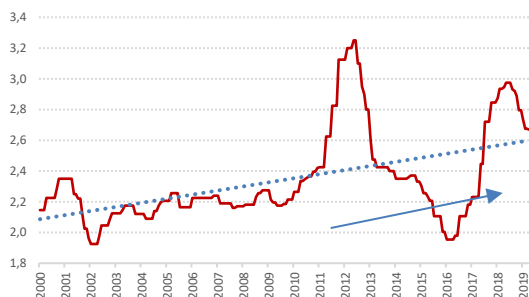
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

Ceny bieli tytanowej [Europa, PLN/kg]



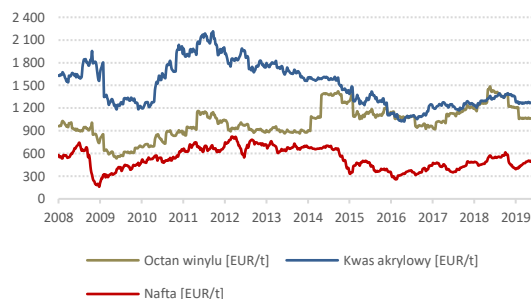
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Azoty Tarnów, FD NWE, Bloomberg

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



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

Ceny kwasu akrylowego i octanu winylu [EUR/t]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

AKWIZYCJA POLI-FARBE

Poli-Farbe – wyniki za okres 2015-18

	2015	2016	2017	2018
dane w mln PLN*				
Przychody	137,7	143,3	152,1	167,8
EBITDA	15,7	15,4	15,3	13,8
Zysk netto	10,4	10,4	10,4	9,2
Marża EBITDA	11,4%	10,7%	10,0%	8,2%
Marża zysku netto	66,4%	68,0%	68,0%	66,7%
dane w mln HUF				
Przychody	10 197	10 232	11 050	12 551
EBITDA	1 160	1 097	1 108	1 033
Zysk netto	770	746	753	689
Marża EBITDA	11,4%	10,7%	10,0%	8,2%
Marża zysku netto	66,4%	68,0%	68,0%	66,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *dane w mln PLN przeliczone wg średniego kursu NBP za dany okres dla PLN/HUF

W połowie maja Śnieżka sfinalizowała przejęcie 80% akcji węgierskiej spółki Poli-Farbe za 106,4 mln PLN (ok. 8,0 mld HUF). Poli-Farbe jest jednym z liderów rynku w segmencie farb dekoracyjnych do użytku wewnętrznego na Węgrzech (Coatings World podawał pod koniec 2017 roku, że to największy węgierski producent farb dekoracyjnych). Według portalu vg.hu (<https://tinyurl.com/y2cfs6jin>) węgierski rynek farb wart był w 2018 roku ok. 35 mld HUF (przychody Poli-Farbe to 12,6 mld HUF), a 90% jego wartości generują trzy firmy: Poli-Farbe, Trilak (PPG) oraz Akzo Nobel.

Stroną sprzedającą jest spółka Lampo, kontrolowana m.in. przez Antala Szabó (dyrektor zarządzający Poli-Farbe). Zakup udziałów stanowi największą transakcję kapitałową w historii Śnieżki, a rynek węgierski stanie się drugim w kolejności rynkiem zbytu dla grupy. Cena może jeszcze ulec zwiększeniu w zależności od kwoty zatrzymanych w spółce dotacji (po dokonaniu ich rozliczenia). Maksymalnie może to być ok. 10,6 mln PLN (blisko 0,8 mld HUF).

Śnieżka i sprzedający mają opcje zakupu/sprzedaży pozostałych 20% udziałów w Poli-Farbe. Śnieżka zobowiązała się m.in. utrzymać przez co najmniej 8 lat produkcję w zakładach w miejscowości Bócsa na Węgrzech, w wysokości odpowiadającej co najmniej 95% łącznej wartości rocznej sprzedaży na rynku węgierskim z dnia podpisania umowy.

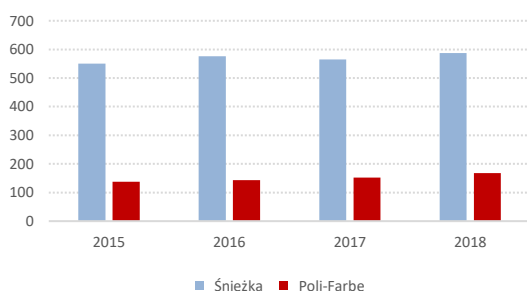
Sprzedaż Poli-Farbe w 2018 roku wyniosła ok. 48,6 mln kg produktów. Spółka zatrudniała średnio w tym okresie 245 pracowników. Dla porównania sprzedaż grupy Śnieżki w 2018 roku wyniosła 121,3 mln kg/litrów (farb i chemii budowlanej) a średnie zatrudnienie wyniosło 1114 pracowników. Poli-Farbe posiada dwie zagraniczne spółki zależne, w Słowacji i Rumunii (w sumie generują one kilka mln PLN przychodów).

Zakładając neutralny wpływ rozliczeń dotacji i zerowe zadłużenie netto, EV/EBITDA'18, przy którym przejmowana jest spółka, wynosi ok. 9-10x. Nie znamy jednak dokładnej pozycji gotówkowej przejmowanej spółki, na konferencji wynikowej zarząd przekazywał, że spółka nie jest zadłużona, zwracamy też uwagę, że jednym z elementów umowy jest uchwalenie specjalnej dywidendy w maju 2019 roku w wysokości 1,0 mld HUF, czyli 13,1 mln PLN, z czego 80% przypadnie Śnieżce (więc można domniemywać, że spółka ma gotówkę netto). Zarząd w komunikacie z lutego wskazywał, że będzie to 8-8,6x, ale bazą były średnie wyniki za 2 ostatnie lata (wg późniejszego komunikatu z kwietnia, EBITDA po audycie w 2018 roku była o ok. 10% niższa

niż w poprzednich latach). Przyjmując teoretycznie, że Poli-Farbe byłoby w stanie wypracować rentowność EBITDA Śnieżki za 2018 rok, to implikowane EV/EBITDA byłoby potencjalnie nawet w okolicach 5x.

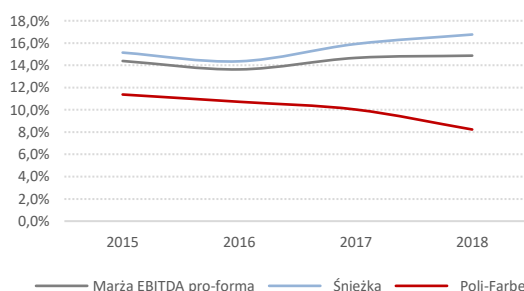
Docelowo przejęciem Poli-Farbe może być drogą do ekspansji Śnieżki na rynkach Europy Południowo-Wschodniej (np. Bałkany, Rumunia). W krótkim/średnim terminie spółka liczy na osiągnięcie efektów synergii (zakupy surowców i opakowań, badania i rozwój oraz marketing i sprzedaż) i tym samym poprawę wyników Poli-Farbe (w 2018 roku marża EBITDA Poli-Farbe była o połowę niższa niż w przypadku Śnieżki).

Przychody: Śnieżka / Poli-Farbe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA: Śnieżka / Poli-Farbe



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Śnieżka + Poli-Farbe – dane pro-forma [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018
Przychody pro-forma	687,8	719,0	716,6	754,6
Śnieżka	550,1	575,6	564,5	586,8
Poli-Farbe	137,7	143,3	152,1	167,8
EBITDA pro-forma	99,0	98,0	105,1	112,2
Śnieżka	83,3	82,6	89,8	98,4
Poli-Farbe	15,7	15,4	15,3	13,8
Zysk netto pro-forma	58,4	63,5	66,3	70,8
Śnieżka	48,0	53,1	55,9	61,6
Poli-Farbe	10,4	10,4	10,4	9,2
Marża EBITDA pro-forma	14,4%	13,6%	14,7%	14,9%
Śnieżka	15,1%	14,4%	15,9%	16,8%
Poli-Farbe	11,4%	10,7%	10,0%	8,2%
Marża zysku netto pro-forma	8,5%	8,8%	9,2%	9,4%
Śnieżka	8,7%	9,2%	9,9%	10,5%
Poli-Farbe	7,6%	7,3%	6,8%	5,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI ZA OSTATNIE OKRESY ORAZ PROGNOZY

Wyniki za 1Q'2019 [mln PLN]

	1Q'18	1Q'19	zmiana r/r	1Q'19P BDM	odchyl.	2017	2018	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	118,4	128,5	8,5%	130,5	-1,5%	564,5	586,8	3,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	46,0	54,6	18,7%	53,5	2,1%	222,9	245,7	10,2%
Zysk na sprzedaży	15,2	17,8	16,5%	16,7	6,3%	73,2	83,0	13,4%
EBITDA	18,9	22,6	19,4%	21,7	4,2%	89,8	98,4	9,5%
EBIT	14,5	17,3	19,3%	16,2	6,7%	73,9	79,6	7,8%
Zysk (strata) brutto	12,7	17,1	35,3%	15,0	14,1%	70,3	78,4	11,6%
Zysk (strata) netto	10,2	14,0	37,0%	11,8	19,0%	55,9	61,6	10,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	38,9%	42,5%		41,0%		39,5%	41,9%	
Marża EBITDA	16,0%	17,6%		16,6%		15,9%	16,8%	
Marża EBIT	12,2%	13,4%		12,4%		13,1%	13,6%	
Marża zysku netto	8,7%	10,9%		9,0%		9,9%	10,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki 1Q'19 były wyraźnie lepsze r/r na każdym poziomie. Przy tym należy jednak pamiętać o niskiej bazie z zeszłego roku (1Q'19 jest słabszy niż 1Q'17, kiedy spółka miała 134,1 mln PLN przychodów oraz 15,3 mln PLN zysku netto). Dużo łagodniejsza była w tym roku zima, co sprzyjało sprzedaży farb.

Przychody w 1Q'19 były wyższe o 8,5% r/r. W Polsce wzrost wyniósł 13% r/r, natomiast spadki odnotowano na Ukrainie i Białorusi. Bardzo wysoka okazała się marża brutto ze sprzedaży (42,5% vs 38,9% rok temu). Jednocześnie mocno przyrosły także koszty SG&A (+6,1 mln PLN r/r, mniej więcej pół na pół koszty sprzedaży i zarządu). EBITDA osiągnęła poziom 22,6 mln PLN (+19% r/r), czyli 4% powyżej naszych założeń. Neutralne saldo działalności finansowej i stopa podatkowa na poziomie 17,6% wsparły zysk netto, który był wyraźnie

wyższy od naszych założeń (14,0 mln PLN vs 10,2 mln PLN rok temu i 11,8 mln PLN oczekiwane przez nas). Cash flow operacyjny tradycyjnie sezonowo był słaby w 1Q'19 (-16,0 mln PLN vs -22,6 mln PLN rok temu). CAPEX wyniósł 10,7 mln PLN.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	118,4	181,9	184,0	102,4	128,5	217,1	249,6	136,7	573,9	546,0	550,1	575,6	564,5	586,8	731,9	826,9	863,8
Polska	92,0	142,0	141,6	80,2	104,3	149,1	151,6	83,4	367,5	393,7	425,2	445,9	430,3	455,8	488,4	512,8	538,4
Węgry	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0	52,6	29,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	107,9	174,5	181,5
Ukraina	16,1	20,5	25,1	11,8	13,7	22,0	27,3	13,0	126,8	74,8	64,2	71,2	73,7	73,5	76,0	77,9	79,9
Białoruś	6,4	8,4	8,1	5,5	5,9	8,6	8,6	5,8	49,0	47,5	33,9	28,3	29,9	28,4	28,9	29,7	30,4
Rosja	0,6	4,5	1,3	1,4	0,5	4,6	1,3	1,4	15,6	12,2	9,2	10,4	8,5	7,8	7,9	8,1	8,2
pozostałe	3,3	6,5	7,9	3,6	4,1	6,7	8,1	3,8	15,0	17,8	17,6	19,9	22,2	21,3	22,7	24,0	25,3
Zmiana r/r																	
Przychody	-11,7%	12,7%	2,0%	15,7%	8,5%	19,4%	35,6%	33,4%	-0,5%	-4,9%	0,8%	4,6%	-1,9%	3,9%	24,7%	13,0%	4,5%
Polska	-12,3%	16,2%	2,8%	22,6%	13,4%	5,0%	7,0%	4,0%	-0,5%	7,1%	8,0%	4,8%	-3,5%	5,9%	7,1%	5,0%	5,0%
Węgry	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	61,7%	4,0%
Ukraina	-0,4%	1,4%	5,1%	-12,1%	-15,0%	7,5%	8,8%	10,4%	-4,0%	-41,0%	-14,1%	10,9%	3,4%	-0,3%	3,5%	2,5%	2,5%
Białoruś	-10,8%	-1,5%	-13,2%	11,3%	-8,4%	3,0%	7,0%	5,2%	15,3%	-3,1%	-28,6%	-16,7%	5,9%	-5,2%	2,0%	2,5%	2,5%
Rosja	-65,3%	30,8%	-34,5%	14,9%	-15,5%	2,0%	3,0%	3,5%	0,4%	-22,1%	-24,7%	13,5%	-18,7%	-7,5%	1,0%	2,0%	2,0%
pozostałe	-18,5%	-7,0%	5,4%	-0,7%	25,0%	3,7%	2,3%	4,0%	-13,0%	18,9%	-1,3%	13,2%	11,5%	-3,8%	6,4%	5,6%	5,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	46,0	79,4	78,0	42,3	54,6	92,3	101,1	55,8	213,2	202,4	209,9	223,8	222,9	245,7	303,8	338,9	355,2
marża	38,9%	43,7%	42,4%	41,3%	42,5%	42,5%	40,5%	40,8%	37,1%	37,1%	38,2%	38,9%	39,5%	41,9%	41,5%	41,0%	41,1%
SG&A	30,8	48,4	43,2	40,4	36,9	58,2	59,2	50,7	151,5	140,6	143,5	157,5	149,7	162,7	204,9	229,5	239,3
Zysk na sprzedaży	15,2	31,0	34,8	2,0	17,8	34,1	41,9	5,1	61,7	61,8	66,4	66,3	73,2	83,0	98,9	109,4	116,0
EBITDA	18,9	37,6	38,5	3,3	22,6	38,4	47,9	9,9	78,0	76,4	83,3	82,6	89,8	98,4	118,9	132,0	145,7
marża	16,0%	20,7%	20,9%	3,2%	17,6%	17,7%	19,2%	7,3%	13,6%	14,0%	15,1%	14,4%	15,9%	16,8%	16,2%	16,0%	16,9%
EBIT	14,5	32,7	34,1	-1,7	17,3	32,6	41,6	5,2	58,8	58,5	65,2	64,7	73,9	79,6	96,7	106,9	113,4
Zysk brutto	12,7	33,6	33,0	-0,8	17,1	31,6	40,5	3,3	55,0	47,9	56,6	63,7	70,3	78,4	92,5	100,1	106,5
Zysk netto	10,2	26,5	26,0	-1,1	14,0	24,4	31,6	2,1	45,1	41,0	48,0	53,1	55,9	61,6	72,2	77,5	82,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *konsolidacja Poli-Farbe od połowy maja

Okres 1Q'19 był wsparty przez niską bazę i dobrą pogodę. Kolejny kwartał pod tym względem może nie być już tak łatwy. Dynamika w 2Q'18 na rynku polskim sięgała aż +16%, natomiast pogoda w maja nie była zbyt sprzyjająca. Strona przychodowa powinna być jednak wsparta przez rozpoczęcie konsolidacji spółki węgierskiej (zakładamy w naszych prognozach rozpoczęcie konsolidacji od połowy maja). Tamtejszy rynek stanie się drugim w hierarchii wielkości po polskim. Jednocześnie wpłynie na spadek skonsolidowanej rentowności (marża EBITDA Poli-Farbe była w 2018 roku o ok. 8,5 pkt proc niższa niż w przypadku Śnieżki). Wprowadzone w 2018 roku podwyżki cen oraz przesuwanie się popytu w stronę droższych farb (Magnat), w połączeniu z niższymi r/r cenami bieli tytanowej, powinny wspierać marżę brutto „starej” Śnieżki (bez Poli-Farbe) w kolejnych kwartałach. Przy czym jest ona obecnie na najwyższych historycznie poziomach i wydaje się w naszej ocenie dość wyśrubowana.

W całym 2019 roku zakładamy 732 mln PLN przychodów (w tym 108 mln PLN z konsolidacji Poli-Farbe od połowy maja). W 2020 roku, przy pełnej konsolidacji węgierskiej spółki, prognozujemy, że sprzedaż wzrośnie do 827 mln PLN (w tym 175 mln PLN zakładamy, że wypracuje Poli-Farbe). W 2022 roku zakładamy przekroczenie 0,9 mld PLN przychodów, a pod koniec naszej szczegółowej prognozy estymujemy przekroczenie 1,0 mld PLN. Zwracamy uwagę, że w najbliższych latach, poza pojawieniem się w strukturze sprzedaży rynku węgierskiego, źródłem wzrostu sprzedaży powinny być efekty prowadzonego w ostatnim czasie procesu rozbudowy mocy produkcyjnych i logistycznych (w przypadku tego drugiego czynnika efekty inwestycji powinny pojawić się od 2021 roku).

Spodziewamy się, że w 2019 roku marża brutto ze sprzedaży wyniesie ok. 41,5%. Spadek marży r/r i vs 1Q'19 będzie według nas podyktowany konsolidacją mniej rentownego biznesu węgierskiego (marża EBITDA Poli-Farbe w 2018 roku była o ok. 8,5 pkt proc niższa niż w Śnieżce). W kolejnych latach zakładamy systematyczną poprawę marży w Poli-Farbe, w kierunku poziomów wypracowywanych przez Śnieżkę. W modelu przyjmujemy, że w kolejnych 3-4 latach Poli-Farbe będzie w stanie poprawić marżę EBITDA do mniej więcej poziomów osiąganych przez Śnieżkę w latach 2016-18. Zakładamy, że spółce uda się osiągnąć efekty synergii m.in. na poziomie kosztów zakupu surowców i opakowań, badań i rozwój oraz marketingu i sprzedaży. Przy okazji przejścia zarząd Śnieżki zapowiedział, że należy spodziewać się przejściowego spadku marży skonsolidowanej, ale w ciągu 3 lat powinna ona powrócić do poziomu 16-17% na EBITDA.

W przypadku dotychczasowego biznesu Śnieżki obecne marże są już dość wyśrubowane (oczekujemy w tym roku 17,6% marży EBITDA bez konsolidacji Poli-Farbe) i trudno nam oczekiwać utrzymania trendu ich poprawy w tempie z lat ubiegłych (zwracamy m.in. uwagę, że ceny surowców używanych przez spółkę w ostatnim czasie raczej sprzyjały, spółka wdrożyła też już efektywne zmiany w portfolio produktowym i polityce cenowo-sprzedażowej). Obecnie marża EBITDA (rekordowa w historii) jest wyraźnie wyższa niż u

europiejskiej konkurencji oraz na poziomie oczekiwań na 2019 rok dla najbardziej efektywnych amerykańskich podmiotów. Potencjalnie pole do poprawy rentowności EBITDA stanowi jeszcze inwestycja w centrum logistyczne (co może doprowadzić do usprawnienia procesów i spadku wskaźnika koszt/przychody w tym obszarze od 2021 roku).

Prognozy wyników pro-forma Śnieżka + Poli-Farbe [mln PLN]

	2015	2016	2017	2018	2019P Pro-forma*	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody pro-forma	687,8	719,0	716,6	754,6	791,8	826,9	863,8	901,4	931,1	957,2	978,9	998,0	1017,6	1037,2
Śnieżka	550,1	575,6	564,5	586,8	623,9	652,4	682,3	713,6	739,0	761,5	780,8	797,4	814,5	831,6
Poli-Farbe	137,7	143,3	152,1	167,8	167,8	174,5	181,5	187,9	192,1	195,7	198,1	200,6	203,1	205,6
EBITDA pro-forma	99,0	98,0	105,1	112,2	123,8	132,0	145,7	155,9	160,7	163,3	166,2	168,6	171,0	173,4
Śnieżka	83,3	82,6	89,8	98,4	110,0	113,2	122,6	128,2	130,5	132,4	135,0	137,0	139,0	141,0
Poli-Farbe	15,7	15,4	15,3	13,8	13,8	18,8	23,2	27,7	30,3	30,8	31,2	31,6	32,0	32,4
Marża EBITDA pro-forma	14,4%	13,6%	14,7%	14,9%	15,6%	16,0%	16,9%	17,3%	17,3%	17,1%	17,0%	16,9%	16,8%	16,7%
Śnieżka	15,1%	14,4%	15,9%	16,8%	17,6%	17,4%	18,0%	18,0%	17,7%	17,4%	17,3%	17,2%	17,1%	17,0%
Poli-Farbe	11,4%	10,7%	10,0%	8,2%	8,2%	10,8%	12,8%	14,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *prognoza przy teoretycznej konsolidacji Poli-Farbe przez cały rok obrotowy

Skorygowane prognozy wyników na lata 2019-2020 rok [mln PLN]

	2018P	2018		2019P	2019P		2020P	2020P	
	poprzednio*	raport	odchylenie	poprzednio*	aktualnie	zmiana	poprzednio*	aktualnie	zmiana
Przychody	582,5	586,8	0,7%	607,7	731,9	20,4%	630,4	826,9	31,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	237,3	245,7	3,5%	247,0	303,8	23,0%	256,7	338,9	32,0%
EBITDA	97,3	98,4	1,1%	102,7	118,9	15,7%	109,1	132,0	21,0%
EBIT	80,6	79,6	-1,2%	84,8	96,7	14,0%	88,7	106,9	20,6%
Zysk (strata) netto	61,7	61,6	-0,1%	64,8	72,2	11,4%	68,1	77,5	13,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	40,7%	41,9%		40,6%	41,5%		40,7%	41,0%	
Marża EBITDA	16,7%	16,8%		16,9%	16,2%		17,3%	16,0%	
Marża EBIT	13,8%	13,6%		14,0%	13,2%		14,1%	12,9%	
Marża zysku netto	10,6%	10,5%		10,7%	9,9%		10,8%	9,4%	

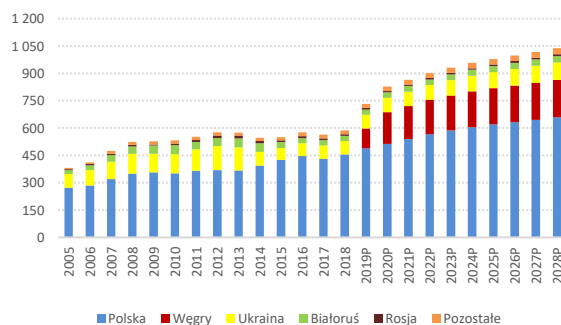
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *poprzednio: rekomendacja z 01.08.2018 (nie zakładano wtedy akwizycji Poli-Farbe)

Przepływy operacyjne [mln PLN]



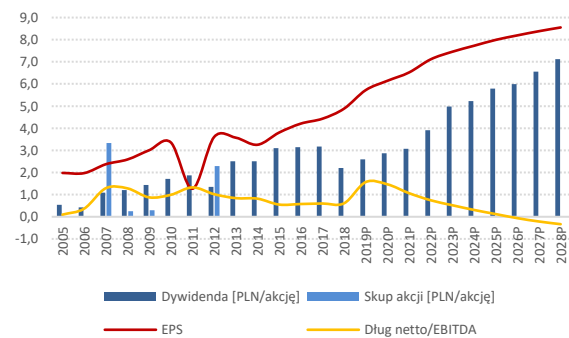
Źródło: BDM S.A., spółka

Struktura przychodów [mln PLN]



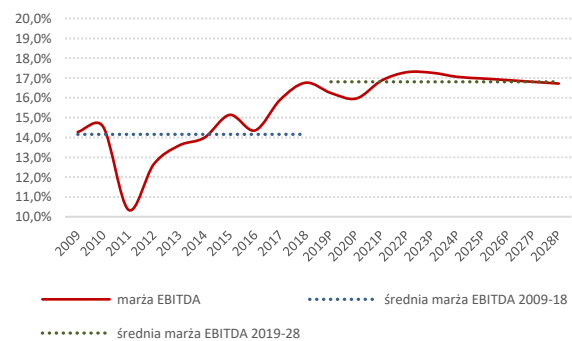
Źródło: BDM S.A., spółka

Dywidenda vs EPS



Źródło: BDM S.A., spółka

Marża EBITDA



Źródło: BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	182,7	235,0	392,4	440,2	445,3	446,9	448,1	449,2	450,6	452,1	453,5	454,8
Wartości niematerialne i prawne	1,9	10,3	16,5	21,0	18,9	16,9	14,8	12,8	10,8	8,8	6,8	4,8
Rzeczowe aktywa trwałe	166,0	218,4	369,6	413,0	420,2	423,8	427,0	430,2	433,6	437,1	440,5	443,8
Pozostałe aktywa trwałe	14,7	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Aktywa obrotowe	181,1	169,5	241,1	243,8	266,3	280,4	280,6	281,1	292,2	308,1	324,6	345,8
Zapasy	79,5	84,1	113,5	118,7	123,4	128,3	132,4	136,3	139,5	142,3	145,2	148,0
Należności krótkoterminowe	78,2	77,7	104,8	109,6	114,5	119,5	123,4	126,9	129,7	132,3	134,9	137,5
Inwestycje krótkoterminowe	23,4	7,7	22,8	15,5	28,5	32,6	24,8	18,0	23,0	33,6	44,6	60,3
- w tym środki pieniężne	21,4	5,6	20,6	13,3	26,3	30,4	22,6	15,8	20,8	31,4	42,4	58,1
Aktywa razem	369,1	404,5	633,5	684,0	711,6	727,2	728,6	730,4	742,8	760,2	778,1	800,6
Kapitał (fundusz) własny	224,6	262,5	301,9	343,3	386,8	427,2	458,4	490,1	517,8	545,6	568,6	586,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Kapitał (fundusz) zapasowy	131,3	144,7	111,9	148,0	186,7	219,6	246,6	274,8	299,2	324,4	345,0	360,9
Zysk (strata) netto	0,0	0,0	72,2	77,5	82,3	89,7	94,1	97,5	100,8	103,4	105,8	107,9
Pozostałe pozycje kapitału własnego	80,7	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2	105,2
Kapitał mniejszości	3,9	6,4	33,4	38,4	44,3	51,1	58,3	65,8	73,4	81,1	89,0	97,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	140,6	135,6	298,2	302,3	280,5	249,0	211,9	174,5	151,7	133,6	120,5	116,9
Zobowiązania oprocentowane	75,2	65,5	207,1	206,9	181,7	146,5	106,4	66,2	41,0	20,8	5,7	0,0
Pozostałe zobowiązania i rezerwy	65,3	70,1	91,2	95,4	98,8	102,5	105,5	108,3	110,7	112,7	114,8	116,9
Pasywa razem	369,1	404,5	633,5	684,0	711,6	727,2	728,6	730,4	742,8	760,2	778,1	800,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	564,5	586,8	731,9	826,9	863,8	901,4	931,1	957,2	978,9	998,0	1017,6	1037,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	341,6	341,1	428,1	488,0	508,5	527,4	544,9	561,2	574,2	586,0	598,3	610,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	222,9	245,7	303,8	338,9	355,2	374,0	386,2	396,1	404,7	412,0	419,3	426,5
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	149,7	162,7	204,9	229,5	239,3	249,2	257,0	263,7	269,2	274,0	278,8	283,7
Zysk (strata) na sprzedaży	73,2	83,0	98,9	109,4	116,0	124,8	129,2	132,3	135,5	138,0	140,5	142,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,7	-3,3	-2,2	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1
EBITDA	89,8	98,4	118,9	132,0	145,7	155,9	160,7	163,3	166,2	168,6	171,0	173,4
EBIT	73,9	79,6	96,7	106,9	113,4	122,0	126,4	129,5	132,6	135,1	137,4	139,7
Saldo działalności finansowej	-3,9	-1,4	-4,5	-7,1	-7,2	-6,1	-4,8	-3,5	-2,4	-1,6	-0,8	-0,4
Zysk (strata) brutto	70,3	78,4	92,5	100,1	106,5	116,3	122,0	126,3	130,6	133,9	137,0	139,7
Zysk (strata) netto mniejszości	0,8	1,8	3,1	5,0	5,9	6,8	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0
Zysk (strata) netto*	55,9	61,6	72,2	77,5	82,3	89,7	94,1	97,5	100,8	103,4	105,8	107,9

*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej

CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	62,2	80,7	95,6	108,1	120,6	129,1	134,4	136,7	139,6	141,8	143,6	145,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-27,0	-56,3	-183,5	-72,4	-36,9	-34,8	-34,8	-34,4	-34,4	-34,4	-34,2	-34,1
Przepływy z działalności finansowej	-22,3	-40,3	103,0	-43,0	-70,7	-90,2	-107,4	-109,0	-100,1	-96,9	-98,3	-95,7
Przepływy pieniężne netto	12,8	-16,0	15,1	-7,3	13,0	4,1	-7,8	-6,8	5,0	10,6	11,0	15,7
Środki pieniężne na początek okresu	9,6	21,4	5,6	20,6	13,3	26,3	30,4	22,6	15,8	20,8	31,4	42,4
Środki pieniężne na koniec okresu	21,4	5,6	20,6	13,3	26,3	30,4	22,6	15,8	20,8	31,4	42,4	58,1

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	3,9%	24,7%	13,0%	4,5%	4,4%	3,3%	2,8%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	9,5%	20,8%	11,1%	10,4%	7,0%	3,1%	1,6%	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%
EBIT zmiana r/r	7,8%	21,4%	10,6%	6,0%	7,6%	3,6%	2,4%	2,4%	1,8%	1,8%	1,7%
Zysk netto zmiana r/r	10,3%	17,2%	7,3%	6,1%	9,1%	4,8%	3,6%	3,4%	2,6%	2,3%	2,0%
Marża brutto na sprzedaży	41,9%	41,5%	41,0%	41,1%	41,5%	41,5%	41,4%	41,3%	41,3%	41,2%	41,1%
Marża EBITDA	16,8%	16,2%	16,0%	16,9%	17,3%	17,3%	17,1%	17,0%	16,9%	16,8%	16,7%
Marża EBIT	13,6%	13,2%	12,9%	13,1%	13,5%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Marża brutto	13,4%	12,6%	12,1%	12,3%	12,9%	13,1%	13,2%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%
Marża netto	10,5%	9,9%	9,4%	9,5%	10,0%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,4%	10,4%
COGS / przychody	58,1%	58,5%	59,0%	58,9%	58,5%	58,5%	58,6%	58,7%	58,7%	58,8%	58,9%
SG&A / przychody	27,7%	28,0%	27,8%	27,7%	27,7%	27,6%	27,6%	27,5%	27,5%	27,4%	27,4%
SG&A / COGS	47,7%	47,9%	47,0%	47,0%	47,3%	47,2%	47,0%	46,9%	46,7%	46,6%	46,4%
ROE	25,3%	25,6%	24,0%	22,5%	22,1%	21,2%	20,6%	20,0%	19,4%	19,0%	18,7%
ROA	15,2%	11,4%	11,3%	11,6%	12,3%	12,9%	13,3%	13,6%	13,6%	13,6%	13,5%
Dług	65,5	207,1	206,9	181,7	146,5	106,4	66,2	41,0	20,8	5,7	0,0
D / (D+E)	16,2%	32,7%	30,2%	25,5%	20,1%	14,6%	9,1%	5,5%	2,7%	0,7%	0,0%
D / E	19,4%	34,9%	31,2%	25,7%	20,1%	14,6%	9,1%	5,5%	2,7%	0,7%	0,0%
Odsetki / EBIT	-1,8%	-4,6%	-6,7%	-6,4%	-5,0%	-3,8%	-2,7%	-1,8%	-1,2%	-0,6%	-0,3%
Dług / kapitał własny	24,4%	61,8%	54,2%	42,1%	30,6%	20,6%	11,9%	6,9%	3,3%	0,9%	0,0%
Dług netto	59,9	186,4	193,6	155,4	116,1	83,8	50,3	20,2	-10,6	-36,8	-58,1
Dług netto / kapitał własny	22,8%	61,8%	56,4%	40,2%	27,2%	18,3%	10,3%	3,9%	-1,9%	-6,5%	-9,9%
Dług netto / EBITDA	0,6	1,6	1,5	1,1	0,7	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Dług netto / EBIT	0,8	1,9	1,8	1,4	1,0	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,3	-0,4
EV	1182,9	1309,4	1316,6	1278,3	1239,1	1206,7	1173,3	1143,2	1112,4	1086,2	1064,8
Dług / EV	5,5%	15,8%	15,7%	14,2%	11,8%	8,8%	5,6%	3,6%	1,9%	0,5%	0,0%
CAPEX / Przychody	8,9%	10,6%	8,8%	4,3%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	279,1%	348,8%	290,7%	115,6%	104,7%	103,4%	103,5%	104,2%	104,4%	104,2%	103,8%
Amortyzacja / Przychody	3,2%	3,0%	3,0%	3,7%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	5,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-3,6%	25,4%	7,0%	17,5%	17,7%	18,0%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	1,9	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E*	18,2	15,6	14,5	13,7	12,5	11,9	11,5	11,1	10,9	10,6	10,4
P/BV*	4,2	3,3	2,9	2,6	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
P/CE*	14,0	11,9	10,9	9,8	9,1	8,7	8,6	8,4	8,2	8,1	7,9
EV/EBITDA*	12,0	11,0	10,0	8,8	7,9	7,5	7,2	6,9	6,6	6,4	6,1
EV/EBIT*	14,9	13,5	12,3	11,3	10,2	9,5	9,1	8,6	8,2	7,9	7,6
EV/S*	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0
BVPS	21,3	26,6	30,3	34,2	37,9	41,0	44,1	46,9	49,7	52,1	54,2
EPS	4,9	5,7	6,1	6,5	7,1	7,5	7,7	8,0	8,2	8,4	8,6
CEPS	6,4	7,5	8,1	9,1	9,8	10,2	10,4	10,7	10,9	11,0	11,2
DPS	2,20	2,60	2,86	3,07	3,91	4,98	5,22	5,79	5,99	6,56	7,13
Payout ratio	50%	53%	50%	50%	60%	70%	70%	75%	75%	80%	85%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 89,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Pado

Dyrektor Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzystian Brymora

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny, energetyka](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bak

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	25%	0	0%
Akumuluj	1	25%	0	0%
Trzymaj	1	25%	0	0%
Redukuj	1	25%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględniać, że struktura portfelowa 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 portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.06.2019 roku (09:55 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 06.06.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendację 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.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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 zbliżne 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.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 03.06.2019 roku:

- 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 jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 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 jakiejkolwiek 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 zaistnieć 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.