



Dom Maklerski
Banku BPS

Grupa BPS

Raport sektorowy Odzież i obuwanie

LPP

CCC

ESOTIQ

monnari

VRG
VISTULA RETAIL GROUP

 **COCCODRILLO®**


WITTCHEN

sfg

wojas

 **PROTEKTOR**

13 marca 2023 8:30



**Dom Maklerski
Banku BPS**

Grupa BPS

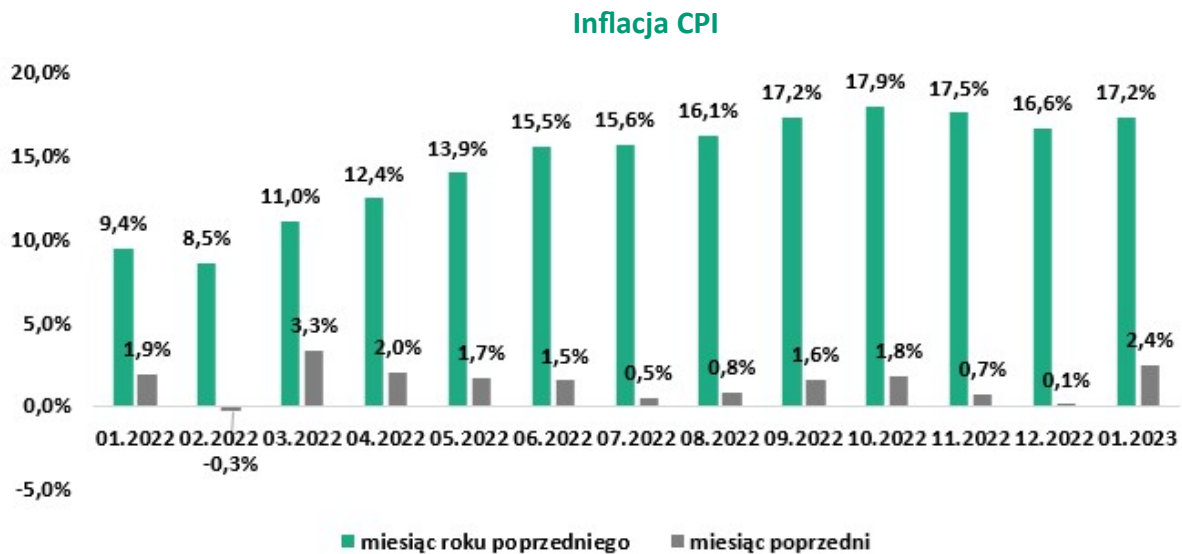
Spis treści

- 1. Fundamenty makroekonomiczne gospodarki polskiej**
 - 1.1. Koniunktura konsumencka**
 - 1.2. Rynek pracy**
- 2. Branża odzieżowa w Polsce**
 - 2.1. Rynek odzieży**
 - 2.2. Produkcja obuwia i odzieży**
 - 2.3. Handel zagraniczny odzieżą**
 - 2.4. Handel zagraniczny obuwem**
- 3. Zachowanie kursu akcji Spółek z WIG-Odzież**
- 4. Wycena**
 - 4.1. LPP**
 - 4.2. CCC**
 - 4.3. Esotiq & Henderson**
 - 4.4. Monnari Trade**
 - 4.5. VRG**
 - 4.6. Coccodrillo**
 - 4.7. Wittchen**
 - 4.8. Silvano**
 - 4.9. Wojas**
 - 4.10. Protektor**

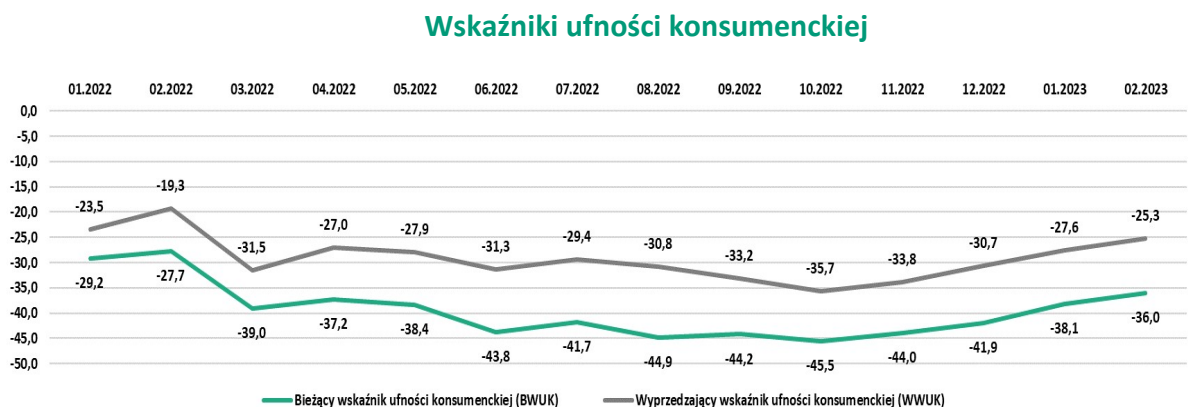
Fundamenty makroekonomiczne

Koniunktura konsumencka

Największym wyzwaniem makroekonomicznym w Polsce pozostaje inflacja, która nieprzerwanie do października wykazywała tendencję rosnącą r/r. Szczyt inflacyjny nastąpił właśnie w październiku i wyniósł 17,9%. Odczyty listopadowe i grudniowe pokazują wyhamowanie tempa wzrostu inflacji w ujęciu rocznym, aczkolwiek w ujęciu m/m ceny w Polsce wciąż rosną, co potwierdzają także dane za styczeń. Spodziewamy się, że utrzymanie tarczy inflacyjnej w Polsce do końca czerwca 2023 r. spowoduje dalsze wyhamowywanie tempa wzrostu inflacji. W scenariuszu optymistycznym zakładamy, że szczyt inflacji mamy już za sobą.



Wysoka inflacja ma negatywny wpływ na wskaźniki ufności konsumenckiej. Przez cały 2022 r. zarówno bieżący (BWUK) jak i wyprzedzający wskaźnik (WWUK) pozostawały ujemne. Najgorsze nastroje u konsumentów panowały w październiku (BWUK= -35,7, WWUK=-45,5). W lutym 2023 wskaźniki wciąż pozostawały ujemne, aczkolwiek doszło do ich poprawy i po raz kolejny WWUK przyjmował wartość powyżej -30 (-25,3), a BWUK powyżej -40 (-36,0). W naszej ocenie, wraz z wyhamowaniem inflacji, wskaźniki ufności konsumenckiej powinny wejść na trajektorię stałej poprawy. W 2023 roku nie spodziewamy się jednak dodatnich wartości BWUK oraz WWUK.



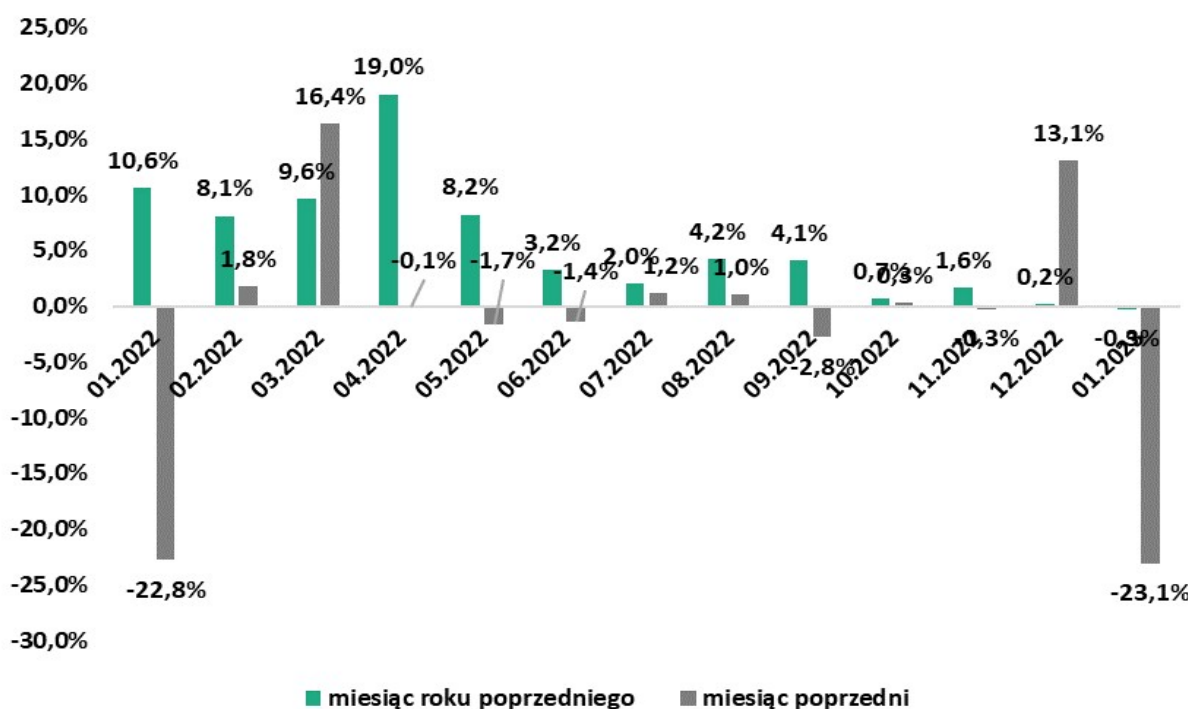
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

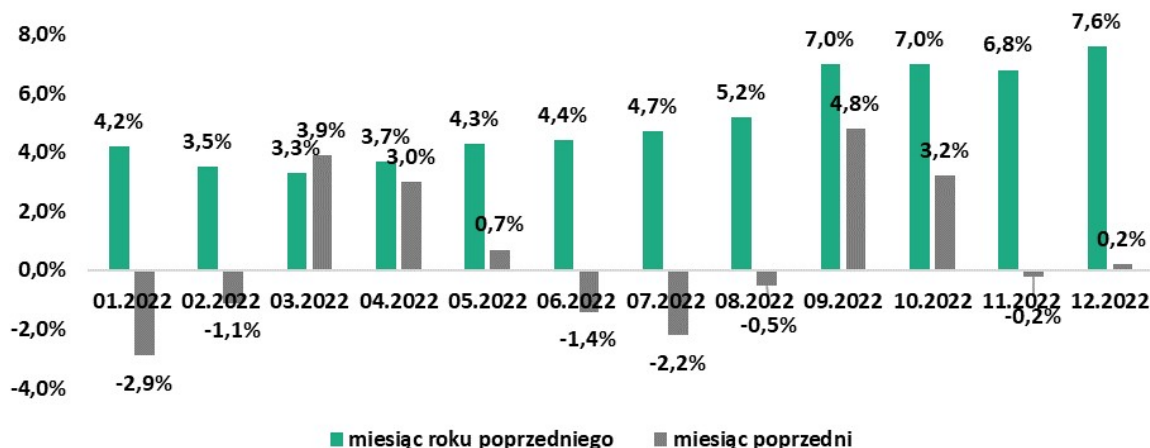
Koniunktura konsumencka

Mimo wysokiej inflacji, odczyty sprzedaży detalicznej w I kwartale 2022 r. pozytywnie zaskakiwały. Szczyt dynamiki miał miejsce w kwietniu, w którym sprzedaż wzrosła o 19% r/r. Po dobrych wynikach przyszło jednak spodziewane spowolnienie. Niemniej jednak, mimo zauważalnego wyhamowania w żadnym miesiącu 2022 r. nie odnotowano ujemnej dynamiki sprzedaży detalicznej. Natomiast ostatnie dane za styczeń 2023 pokazują, że konsumpcja w Polsce wyraźnie słabnie, a spadek w porównaniu do stycznia 2022 wyniósł 0,3%. Spadek nastąpił w większości kategorii, poza grupą: "tekstylna odzież i obuwie", w której wzrost sprzedaży wyniósł 15,7% r/r. Spodziewamy się, że wraz ze spadkiem inflacji, sprzedaż detaliczna powróci do trendu wzrostowego, co prognozujemy najwcześniej w II kwartale 2023.

Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Dynamika cen odzieży i obuwia



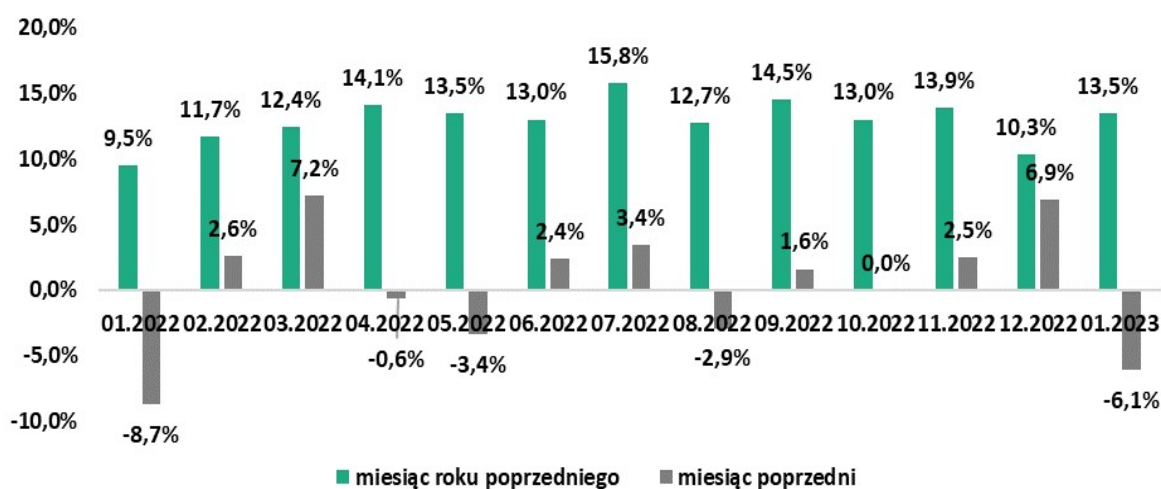
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

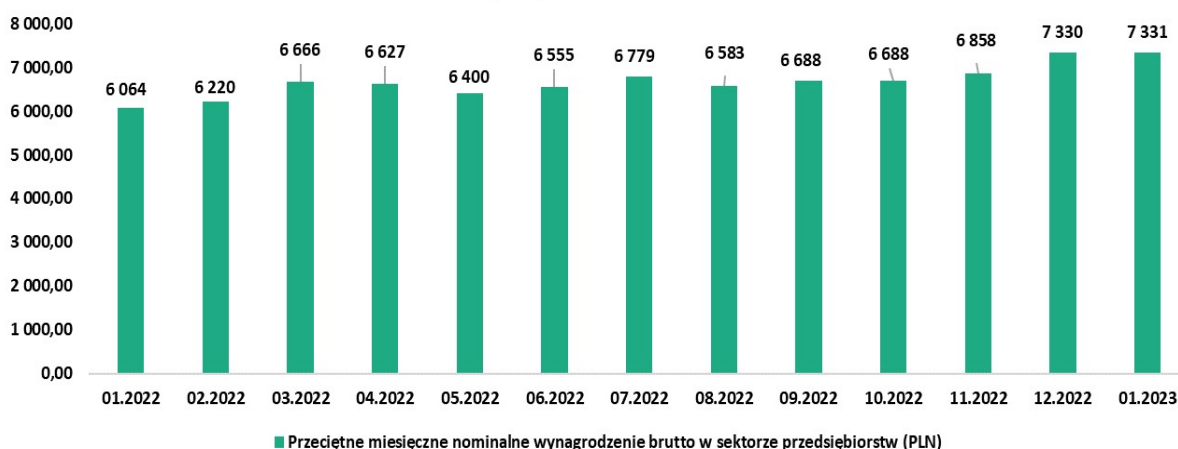
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W 2022 r. wynagrodzenia rosły średnio o 12,9%, podczas gdy średnioroczna inflacja pozostawała niewiele wyższa (13,9%).

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Wzrostowy trend wynagrodzeń widoczny był do listopada. W grudniu dynamika r/r uległa spowolnieniu do 10,3%. W styczniu dynamika wynagrodzeń pozytywnie zaskoczyła, osiągając wartość 13,5%. Na koniec stycznia średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw przekroczyło po raz drugi w historii 7 tys. i wyniosło 7330,96 zł.

Wynagrodzenia w Polsce



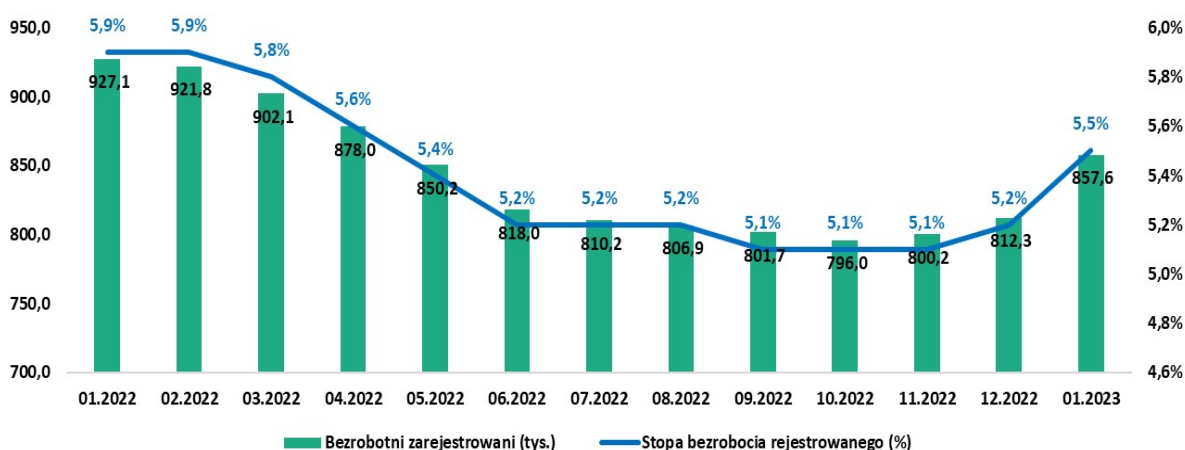
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

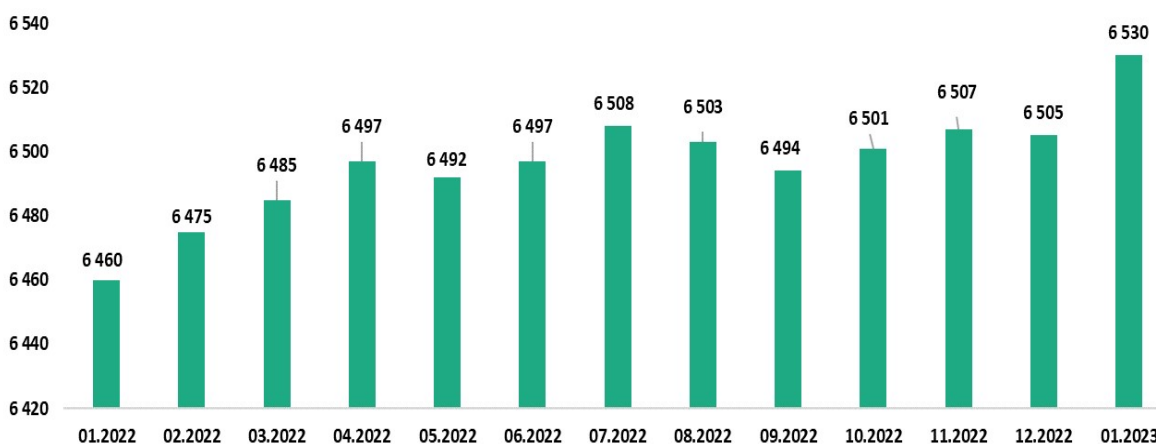
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez pracy spadła nawet poniżej 800 tys. (796 tys.). W styczniu odnotowano wzrost liczby bezrobotnych do 857,6 tys. osób (stopa bezrobocia wzrosła do 5,5%). Niemniej jednak liczba bezrobotnych na koniec stycznia 2023 była o 69,5 tys. osób niższa niż w styczniu 2022.

Bezrobocie w Polsce



Oprócz niskich wartości bezrobocia pozytywne sygnały płynęły także z danych dotyczących zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. W styczniu 2023 r. zatrudnienie było najwyższe od 2005 r. (początek publikacji danych przez GUS) wyniosło 6,35 mln osób. W naszej ocenie zarówno bezrobocie jak i zatrudnienie są wskaźnikami opóźnionymi koniunktury, stąd zakładamy, że w perspektywie bieżącego półrocza bezrobocie może wzrosnąć, a zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmaleć.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (tys.)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Branża odzieżowa

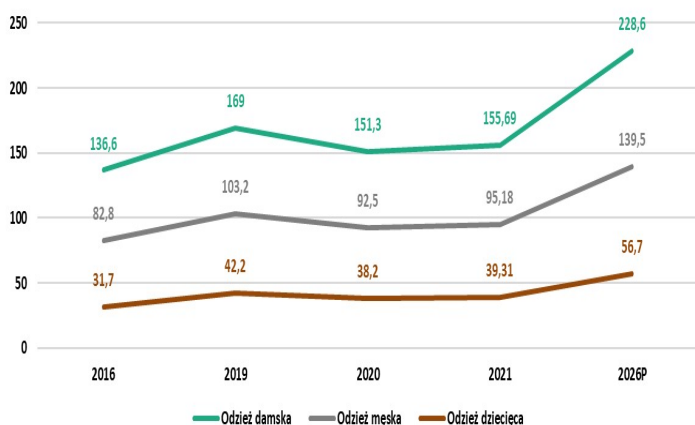
Rynek odzieży

Wielkość rynku odzieżowego w Polsce jest szacowana na ok. 10,6 mld EUR w 2021. W latach 2017-2019 wzrastał w średniorocznym tempie 7,7%, znacznie powyżej europejskiej średniej, która wyniosła 1,5%. Rok 2020 na skutek pandemii przyniósł spadek rzędu 10% do 10,7 mld EUR i na tym poziomie pozostała również w 2021 w związku z utrzymującymi się restrykcjami i ograniczeniami handlu. Sprzedaż online mimo dynamicznego wzrostu nie zdołała zrekompensować strat związanych z ograniczaniem wydatków klientów na kategorie modowe i czasowymi zamknięciami galerii handlowych. Dopiero 2022 rok przyniósł odbicie w branży, jednak szacunkowe dane za 2022 rok wskazują, że straty wywołane pandemią nie zostały jeszcze w pełni odrobione. Według prognoz Statisty w latach 2022-2026 wartość przychodów całego rynku odzieży w Polsce odnotuje istotny wzrost w wysokości 8,5% średnio rocznie, osiągając poziom 15,9 mld EUR w końcu okresu. Najbardziej dynamicznie będzie rósł segment odzieży damskiej (z CAGR 2022-2026 wynoszącym 8,6%).

Rynek odzieży w Polsce – wartość sprzedaży (mld EUR)

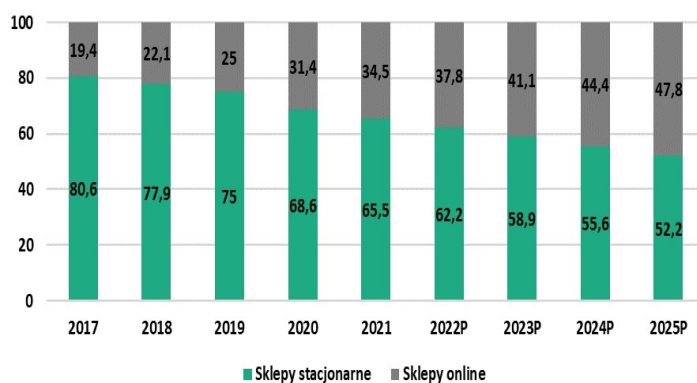
	2016	2019	2020	2021	2026P	CAGR (2017-19)	CAGR (2020-21)	CAGR (2022-26)
Odzież damska	5,2	6,4	5,7	5,7	8,6	7,3%	-5,9%	8,6%
Odzież męska	3,1	3,9	3,5	3,5	5,2	7,5%	-5,9%	8,5%
Odzież dziecięca	1,2	1,6	1,4	1,4	2,1	10,0%	-5,0%	8,0%
Suma	9,5	11,9	10,7	10,6	15,9	7,7%	-5,8%	8,5%

Wydatki per capita na polskim rynku odzieży (EUR)



W 2021 roku przeciętne wydatki na odzież na osobę w Polsce wyniosły 280 EUR względem szacunkowej średniej na mieszkańca Europy na poziomie 428 EUR. Przy zakładanej dynamice wzrostu sięgną 425 EUR, tym samym zmniejszając dystans do średniej europejskiej prognozowanej na 528 EUR w 2026 r.

Struktura sprzedaży odzieży wg kanału dystrybucji



Rosnący udział sprzedaży odzieży online jest obserwowalny od wielu lat. Pandemia przyspieszyła ten proces i według Statisty udział tego kanału w 2021 roku w Polsce stanowił już 34,5% ogółu sprzedaży, wobec średniej europejskiej szacowanej na ok. 30%. Prognozuje się, że do 2025 r. udział przychodów z kanałów e-commerce istotnie zwiększy się do 47,8%. Polski rynek e-commerce można określić jako dojrzały, więc nie jest już tak skalowalny jak wcześniej.

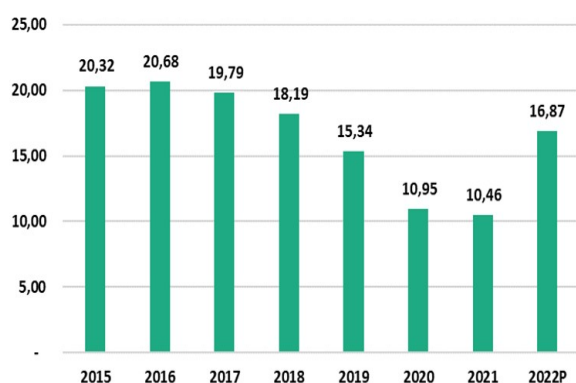
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

Branża odzieżowa

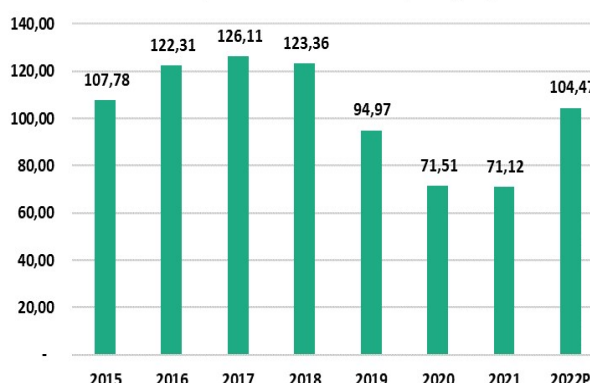
Produkcja obuwia i odzieży

Spadek bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń dawał nadzieję na odbudowę branży obuwniczej w Polsce. Ostatnie lata przyniosły jednak odwrócenie pozytywnego trendu. Według ekspertów Polskiej Izby Przemysłu Skórzanego plany pokrzyżowały rosnące koszty wytwarzania butów w kraju. Firmy, szukając oszczędności, ponownie zaczęły wyprowadzać produkcję poza Polskę. Potem doszła pandemia, która zahamowała popyt nie tylko w Polsce, ale i na całym świecie. Według PMR w 2020 r. sprzedaż w segmencie odzieży i obuwia spadła o ponad 16%. Od 2021 r. w tej kategorii zostało odnotowane pewne odbicie, natomiast wciąż pozostaje na poziomie niższym niż przed pandemią. Popyt na obuwiu znacząco się nie zmienił, jednak istotna jest przemiana jaka w nim nastąpiła. Pojawiła się moda na wygodne obuwiu sportowe i casualowe. Tymczasem w jego wytwarzaniu specjalizuje się Azja. Polska jest znana z produkcji skórzanych butów wyjściowych i całodziennych. Jednak takie obuwiu straciło na popularności po wybuchu pandemii w czym duża zasługa pracy zdalnej.

Produkcja odzieży w Polsce (mln sztuk)



Produkcja obuwia w Polsce (mln par)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GUS, P-Prognozy DM Banku BPS

Zapaść w polskim przemyśle odzieżowym pojawiła się w latach '90 jako efekt ustawy o swobodzie działalności gospodarczej (tzw. ustawa Wilczka) oraz zmiany upodobań modowych klientów (m.in.. Duży spadek popytu na garnitury), na co nie były przygotowane zakłady produkcyjne. Od tamtego czasu sektor próbuje się odbudować. I choć osiągnięcie dawnej pozycji w chwili obecnej wydaje się niemożliwe, w ostatnim czasie widoczny był stabilny rozwój. W 2019 roku polskie firmy wyprodukowały odzież o wartości 7,8 mld zł oraz tekstylia o wartości 14,7 mld zł, co łącznie daje 22,5 mld zł, wynika z danych GUS. W tym samym roku 43% przychodów ze sprzedaży ubrań pochodziła z eksportu. W przypadku tekstyliów było to 62%. Około 40% całej polskiej produkcji odzieży stanowi odzież korporacyjna. Polskie firmy robią stroje służbowe dla linii lotniczych, banków czy spółek komunikacyjnych, a także wytwarzają ubrania ochronne oraz mundury.

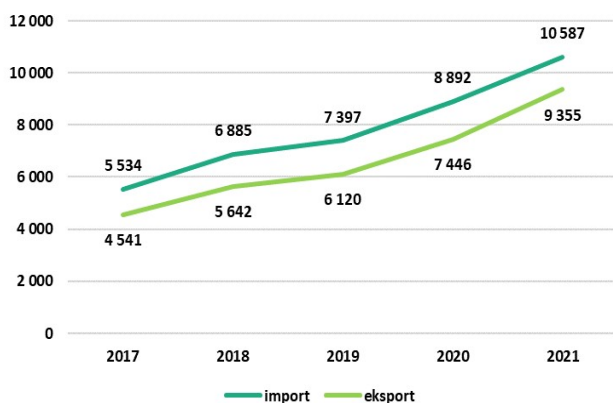
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń może tę negatywną dynamikę przyspieszyć.

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny odzieżą

Polska sprowadza najwięcej ubrań z Chin (26% importu), Bangladeszu (22%), Niemiec (9,5%), a także Indii, Wietnamu i Kambodży, wynika z najnowszych danych ITC za 2021 rok. W ubiegłym roku całkowita wartość importu ubrań z krajów nienależących do UE wyniosła ok. 9 mld euro.

Handel zagraniczny odzieżą (mln EUR)

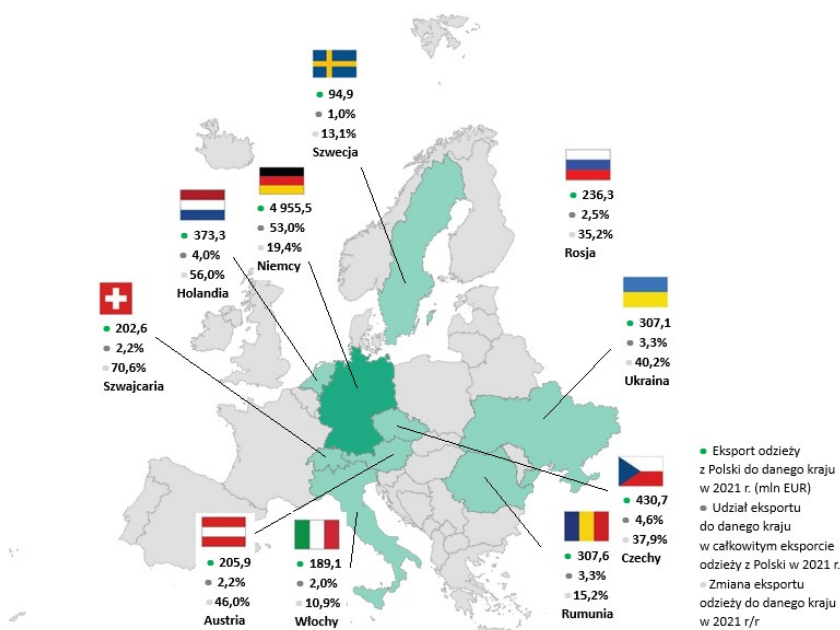


Najwięksi dostawcy odzieży

Kraj	mln EUR	udział	2021 r/r
Chiny	2 742,7	25,9%	11,5%
Bangladesz	2 301,1	21,7%	27,2%
Niemcy	1 004,2	9,5%	-5,2%
Turcja	1 003,0	9,5%	43,6%
Mjanma	382,5	3,6%	46,1%
Kambodża	378,0	3,6%	38,8%
Indie	355,4	3,4%	11,2%
Pakistan	350,8	3,3%	47,3%
Wietnam	290,6	2,7%	21,1%
Włochy	208,5	2,0%	20,0%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Import obuwia do Polski zanotował w latach 2017- 2020 średni wzrost o 17,6% rocznie do prawie 3,2 mld EUR. W przeciwieństwie do odzieży w trakcie pandemii COVID-19 w 2020 r. nastąpił istotny spadek dynamiki importu do Polski do 6% r/r w 2020 oraz 9% r/r w 2021 roku. Część tych towarów została następnie wyeksportowana. W strukturze polskiego importu obuwia dominującą pozycję zajmują Chiny (z udziałem wynoszącym 32,0%), kolejnym krajem są Niemcy (15,3%) oraz Wietnam (14,3%).



Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 53,0 % polskiego eksportu odzieży. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Holandia i Rumunia, które nabyły łącznie 11,9% eksportowanej przez Polskę odzieży. Na 10 największych rynków docelowych polskiej branży odzieżowej trafiło 78,1% naszego eksportu tych towarów w 2021 r.

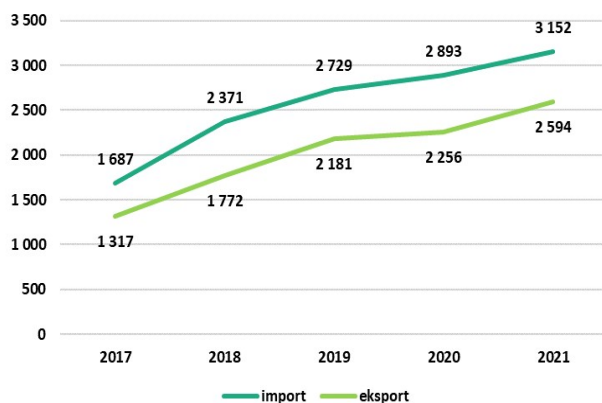
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny obuwiami

Podobnie jak w przypadku odzieży Polska sprowadza najczęściej obuwia z Chin (32% importu). Na dalszych miejscach są Niemcy (15,3%) i Wietnam (14,3%) oraz Włochy i Indonezja.

Handel zagraniczny obuwiami (mln EUR)

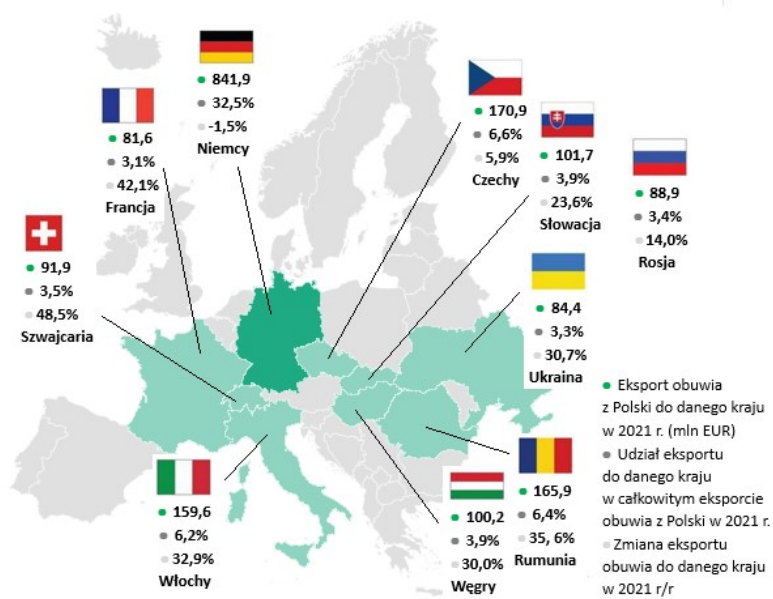


Najwięksi dostawcy obuwia

Kraj	mln EUR	udział	2021 r/r
Chiny	1 007,4	32,0%	29,8%
Niemcy	482,7	15,3%	-12,0%
Wietnam	450,1	14,3%	6,9%
Włochy	162,3	5,1%	23,0%
Indonezja	154,9	4,9%	21,5%
Indie	129,0	4,1%	10,7%
Bangladesz	89,8	2,8%	-13,6%
Holandia	71,5	2,3%	51,1%
Kambodża	55,5	1,8%	-6,4%
Belgia	46,6	1,5%	-6,0%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Import obuwia do Polski zanotował w latach 2017- 2020 średni wzrost o 17,6% rocznie do prawie 3,2 mld EUR. W przeciwieństwie do odzieży w trakcie pandemii COVID-19 w 2020 r. nastąpił istotny spadek dynamiki importu do Polski do 6% r/r w 2020 oraz 9% r/r w 2021 roku. Część tych towarów została następnie wyeksportowana. W strukturze polskiego importu obuwia dominującą pozycję zajmują Chiny (z udziałem wynoszącym 32,0%), kolejnym krajem są Niemcy (15,3%) oraz Wietnam (14,3%).



Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez Polskę obuwia. Na 10 największych rynków docelowych polskiej branży obuwniczej trafiło 72,7% naszego eksportu tych towarów w 2021 r.

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

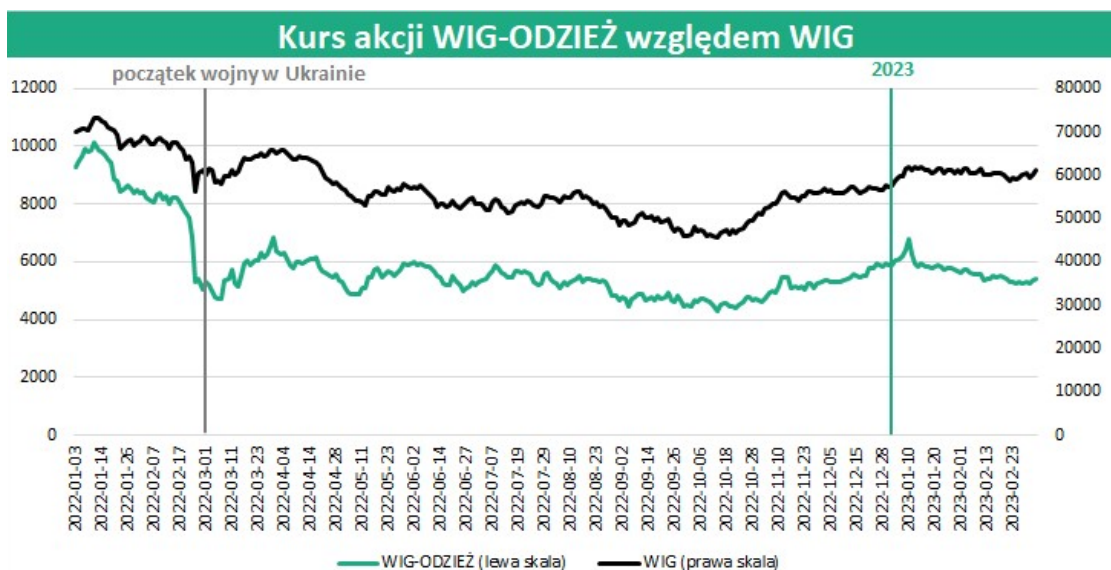
Spółki odzieżowe w Polsce.

Zachowanie kursu akcji

Spółki odzieżowe w Polsce

Zachowanie kursu akcji w 2022 r.

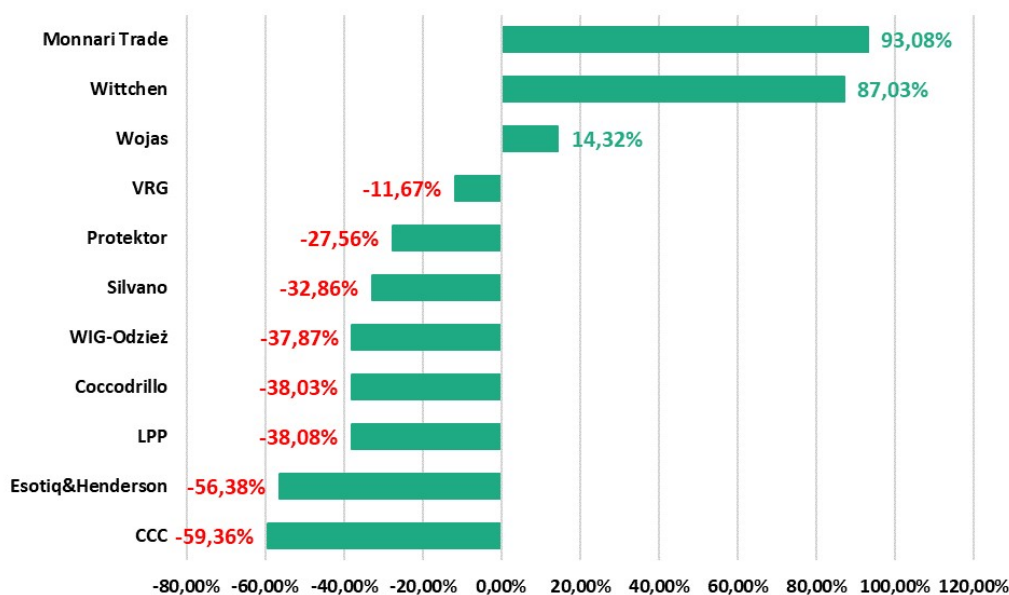
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny był przede wszystkim w I kwartale 2022, aczkolwiek trend spadkowy utrzymany został do października. Następnie korekta wzrostowa umożliwiła chwilowe odbicie notowań. Niemniej jednak od początku 2023 r. kurs znajduje się ponownie w trendzie spadkowym.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

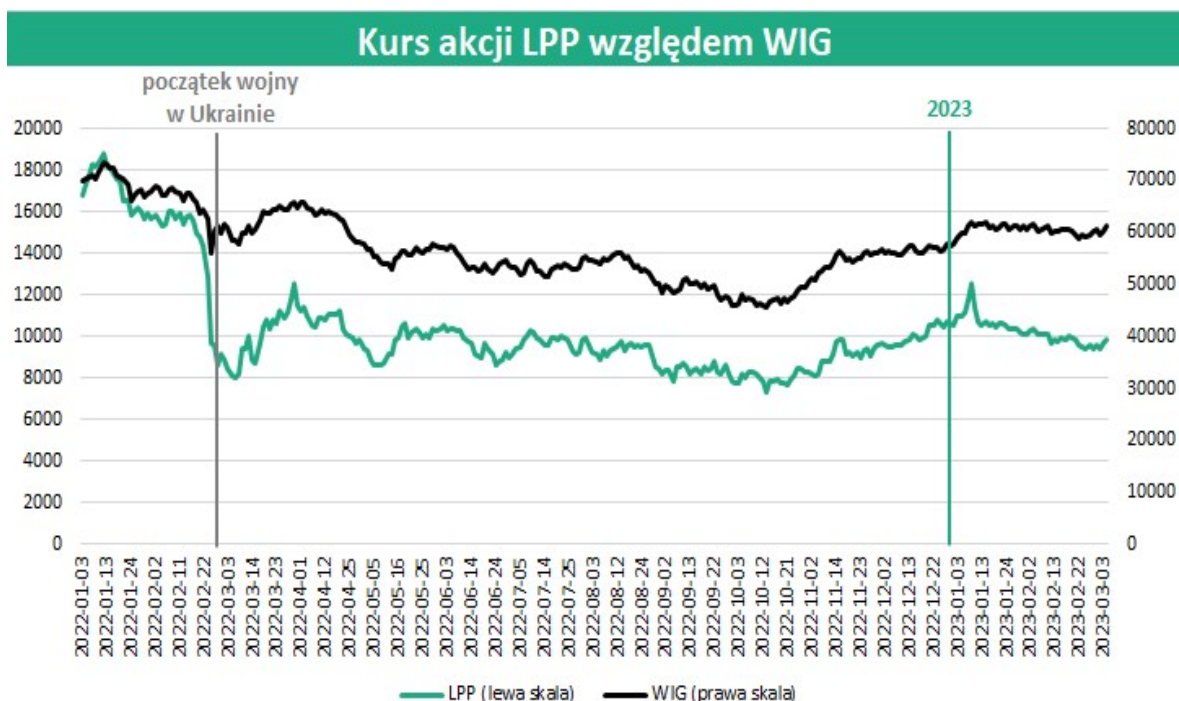
Mimo spadkowego trendu w skali całego 2022 r., część spółek wypracowała dodatnie i imponujące jak na całą branżę i rynek wzrosty.

Stopa zwrotu w 2022 r. w wybrane Spółki z WIG-ODZIEŻ



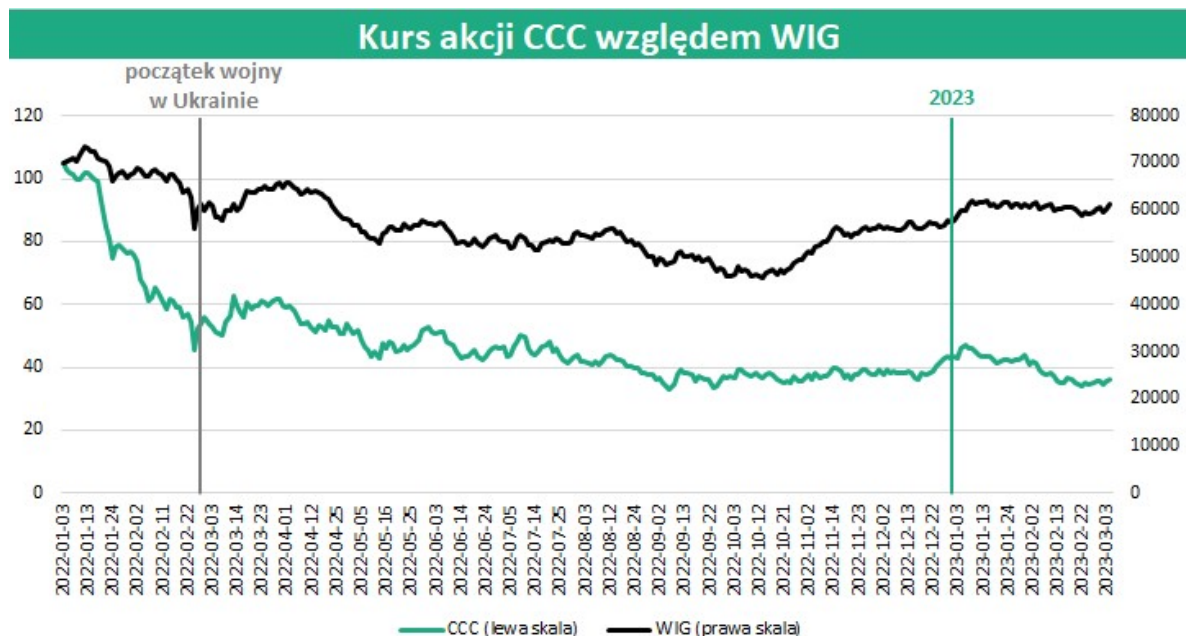
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

LPP



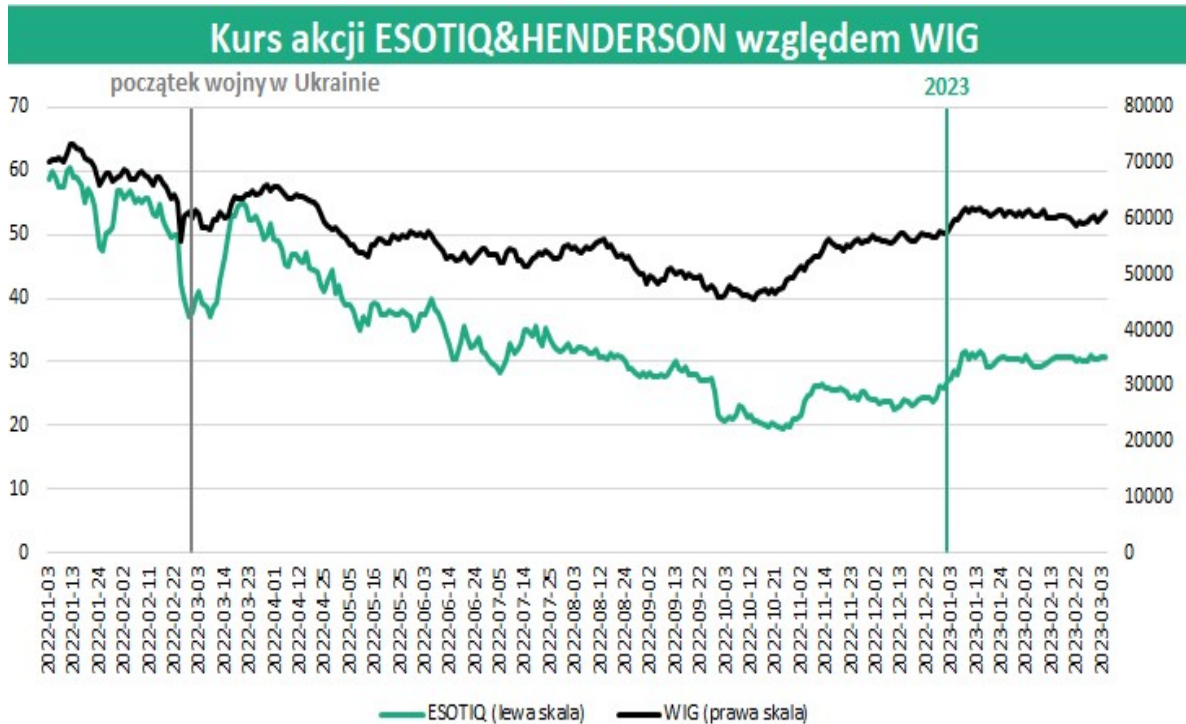
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

LPP to największa spółka odzieżowa w Polsce. Do grupy należy pięć marek: Reserved, House, Cropp, Mohito i Sinsay, które sprzedawane są stacjonarnie i online na blisko 40 rynkach na świecie. W 2022 r. notowania znajdowały się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę, która spowodowała skokowy spadek kursu z uwagi na wysokie zaangażowanie Spółki na rynku rosyjskim oraz ukraińskim. LPP podjęło decyzję o wycofaniu się z rynku rosyjskiego poprzez sprzedaż swoich aktywów podmiotowi chińskiemu. Decyzja ta została pozytywnie przyjęta przez inwestorów, co umożliwiło krótkie odbicie na akcjach Spółki, które jednak do końca roku poruszały się w trendzie bocznym. Z kolei, na Ukrainie, po początkowym wstrzymaniu działalności, obecnie LPP prowadzi sprzedaż na tym rynku. Spółka w styczniu 2023 uruchomiła magazyn logistyczny w Jasionce pod Rzeszowem, który usprawni dystrybucję zamówień e-commerce zarówno krajowych, jak i tych realizowanych dla klientów z Czech, Słowacji, Słowenii, Węgier, Ukrainy oraz krajów bałtyckich. LPP wypłaciło dywidendę za 2021 r. w wysokości 350 zł za akcję, co oznacza dość niską stopę dywidendy na poziomie 3,4%. Z kolei, stopa zwrotu w akcje LPP w 2022 r. była ujemna i wyniosła minus 38,1%. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w trendzie spadkowym—kurs spadł o 11,5%.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

CCC jest jedną z największych europejskich spółek i liderów rynku sprzedaży detalicznej w segmencie obuwia. Grupa CCC posiada ok. 90 platform e-commerce i ok. 1000 sklepów stacjonarnych w 28 krajach pod markami CCC, eobuwie.pl, Modivo i DeeZeez oraz HalfPrice. W III kw. 2022 największy udział w przychodach miała sprzedaż w Polsce (54%), Rumunii (9%) oraz Czechach (8%). Podobnie jak w przypadku LPP, największy negatywny wpływ na notowania CCC w 2022 r. miała inwazja Rosji na Ukrainę, która spowodowała spadek kursu z uwagi na zaangażowanie Spółki na rynku rosyjskim oraz ukraińskim. CCC podjęło decyzję o wycofaniu się z rynku rosyjskiego poprzez sprzedaż sowich aktywów lokalnemu podmiotowi. Decyzja ta została pozytywnie przyjęta przez inwestorów, co umożliwiło krótkie odbicie na akcjach Spółki, które jednak do końca roku poruszały się w trendzie spadkowym. Wyniki kwartalne w 2022 roku pokazywały, że CCC ma problemy już na poziomie zysku brutto ze sprzedaży. Rosnące stopy procentowe podnoszące koszty finansowe, przy stopie zadłużenia na bardzo niebezpiecznym poziomie 0,89, wpływają negatywnie na wyniki na pozostałych poziomach. Ostatnie cztery kwartały z rzędu, Spółka zamykała stratą netto i jak na razie nie widać sygnałów zapowiadających poprawę. W 2022 roku Spółka nie wypłaciła dywidendy, choć w 2020 roku podtrzymała politykę dywidendową ujętą w strategii na lata 2020—2022. Aktualnie kurs akcji znajduje się blisko minimów z września 2022, a te z kolei są zlokalizowane niewiele powyżej dołka z marca 2020. Stopa zwrotu w akcje CCC w 2022 r. była ujemna i wyniosła minus 59,4%. Od początku 2023 r. notowania Spółki pozostają w trendzie spadkowym—kurs spadł o 17,4%.

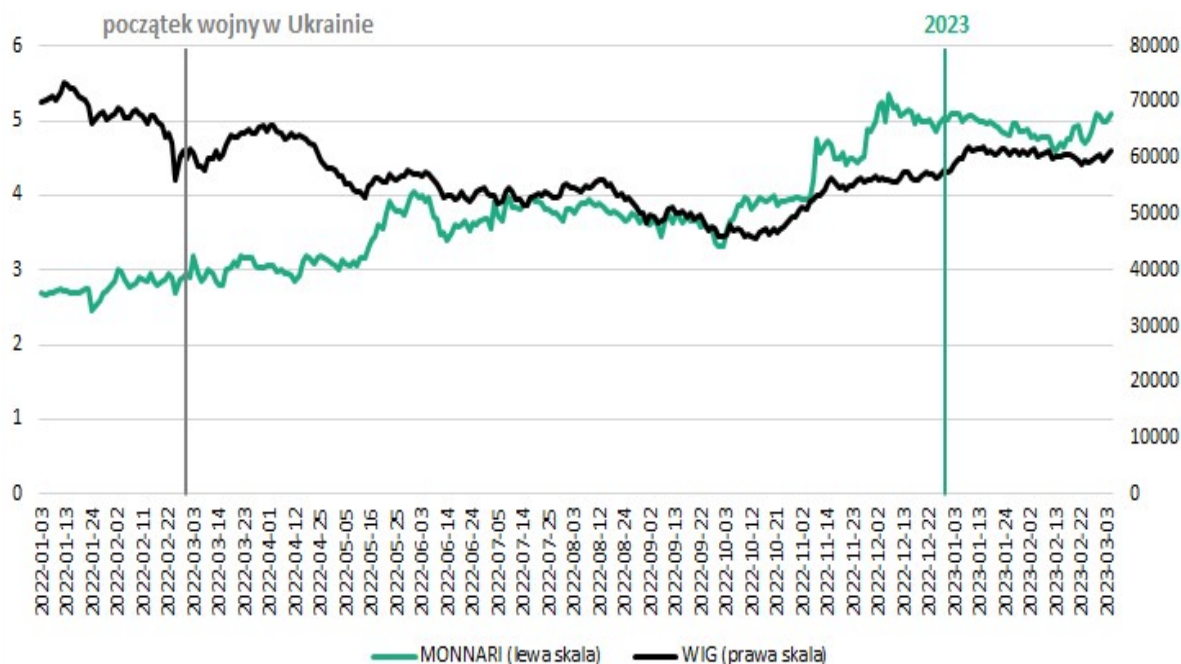


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Spółka zajmuje się projektowaniem, produkcją i sprzedażą produktów odzieżowych (głównie bielizny) i kosmetycznych. Sprzedaż prowadzona jest poprzez sklepy własne i franczyzowe oraz online przede wszystkim w Polsce, ale także na Ukrainie oraz w większości krajów europejskich. Inwazja Rosji na Ukrainę początkowo spowodowała spadki notowań, ale z uwagi na fakt, że kierunek wschodni stanowił mniej niż 2 proc. ogółu przychodów, kurs szybko powrócił do poziomów sprzed wojny. Samo wycofanie z rynku rosyjskiego oraz czasowe zawieszenie sprzedaży na rynku ukraińskim nie miało istotnego wpływu na wyniki Spółki. Ważnym katalizatorem sprzedaży było natomiast stworzenie wspólnie z partnerami zewnętrznymi sklepu internetowego, Vosedo, będącego multibrandową platformą sprzedaży, w którego ofercie znajdują się produkty marek bielizny, homewear, beachwear, kosmetyków, perfum, rajstop, skarpet i akcesoriów. W grudniu z inwestycji wycofał się jeden z zewnętrznych partnerów, Oponeo.pl, co oznacza, że sprzedaż online poprzez platformę będzie w jeszcze większym stopniu wpływała na stronę przychodową Spółki. Esotiq & Henderson zdecydował o wypłacie dywidendy za 2021 r. w wysokości 2 zł na akcję, co w dniu ustalenia dywidendy, dało umiarkowanie wysoką stopę dywidendy na poziomie 6 proc. Stopa zwrotu w akcje w 2022 r. była ujemna i finalnie wyniosła minus 56,4%. Po krótkich wzrostach na początku 2023 r. obecnie notowania Spółki znajdują się w konsolidacji, mimo to kurs wzrósł o 12,3%.

monnari

Kurs akcji Monnari Trade względem WIG

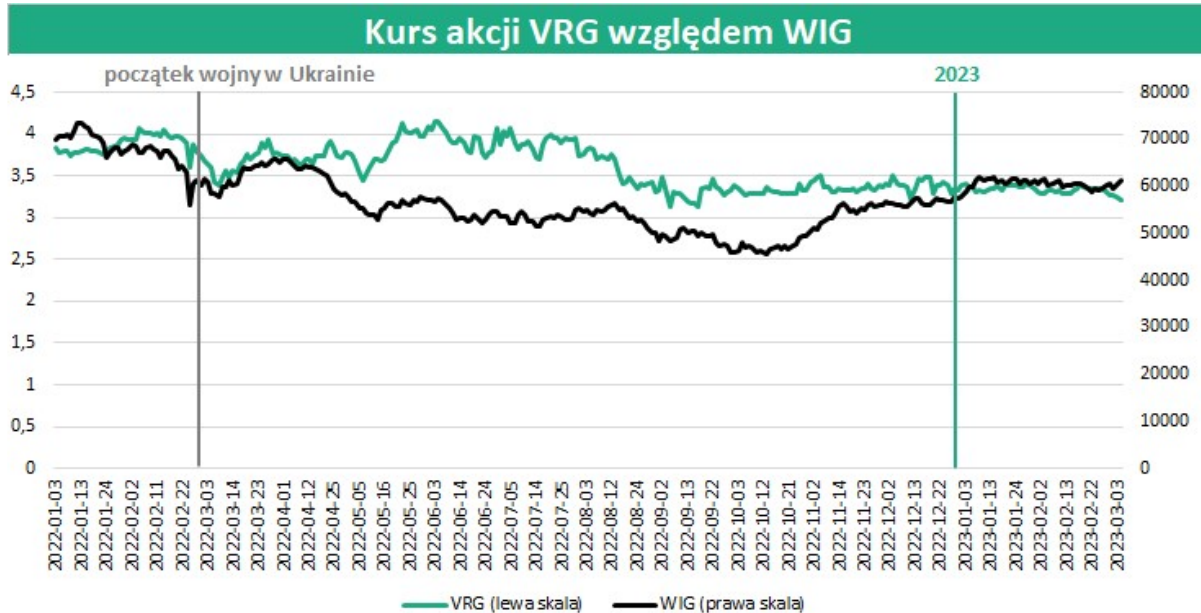


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Monnari Trade prowadzi sprzedaż odzieży i akcesoriów odzieżowym poprzez sieć własnych salonów firmowych i franczyzowych oraz sklep internetowy na rynku polskim pod marką Monnari oraz Femestage. Oferta marki Monnari skierowana jest głównie do kobiet powyżej 30. roku życia. Z kolei, klientkami marki Femestage są kobiety młodsze. Rozpoznawalność na rynku oraz trafione kolekcje, umożliwiły utrzymanie dotychczasowej i dalsze rozbudowanie infrastruktury sprzedażowej, poprzez zwiększenie liczbę salonów własnych i franczyzowych. Co więcej, Monnari Trade rozwinęła dotychczas relatywnie mało ważny w porównaniu z konkurencją kanał online, co jednak nie było w pełni możliwe, z uwagi na skutki ataku hakerskiego jaki miał miejsce jeszcze w 2021 r. Koncentracja Spółki na rynku polskim umożliwiła uniknięcie spadków sprzedaży z tytułu potencjalnej ekspozycji na rynki wschodnie. Fundamenty Monnari Trade uległy znaczącej poprawie dzięki dyscyplinie kosztowej, sprzedaży części nieruchomości Ogrodów Geyera (co zwiększyło zasób gotówki w Spółce i umożliwiło zmniejszenie zobowiązań handlowych) oraz w wyniku umorzenia 75% preferencyjnej pożyczki z PFR. Spółka nie wypłaciła dywidendy w 2022 r. Mimo to, inwestycja w akcje Monnari Trade w 2022 r. okazała się bardzo dobrą decyzją. Stopa zwrotu w akcje Monnari Trade była dodatnia i wyniosła 93,1%. Po krótkich wzrostach na początku 2023 r. obecnie notowania Spółki znajdują się w konsolidacji, mimo to kurs spadł o 4,0%.

VRG

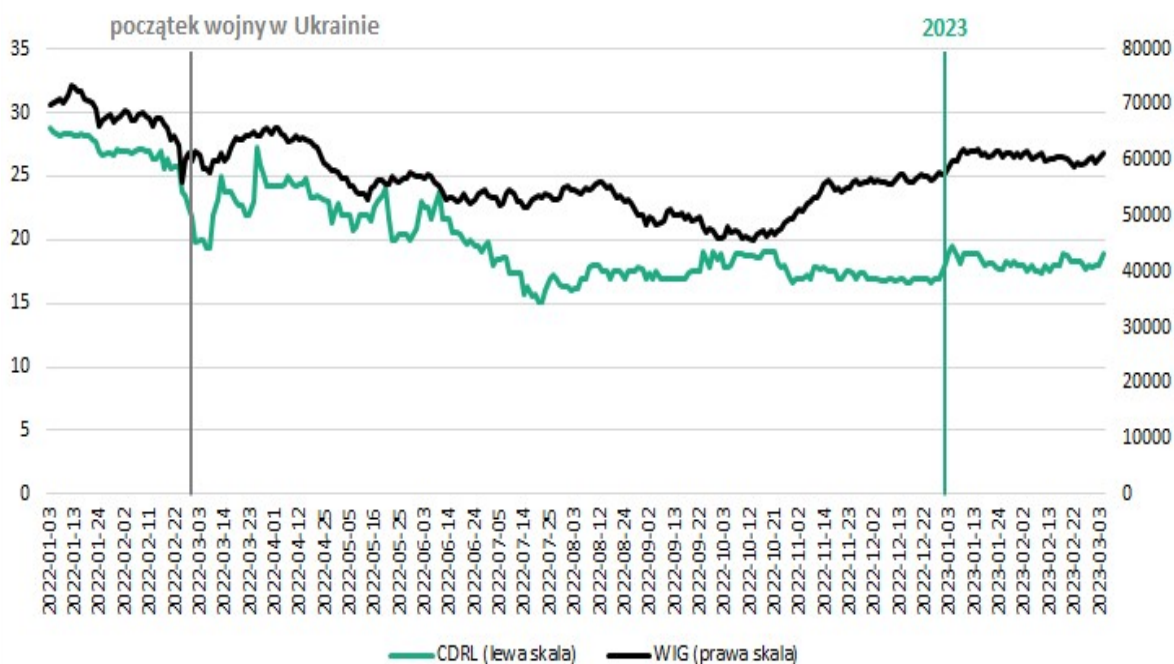
VISTULA RETAIL GROUP



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

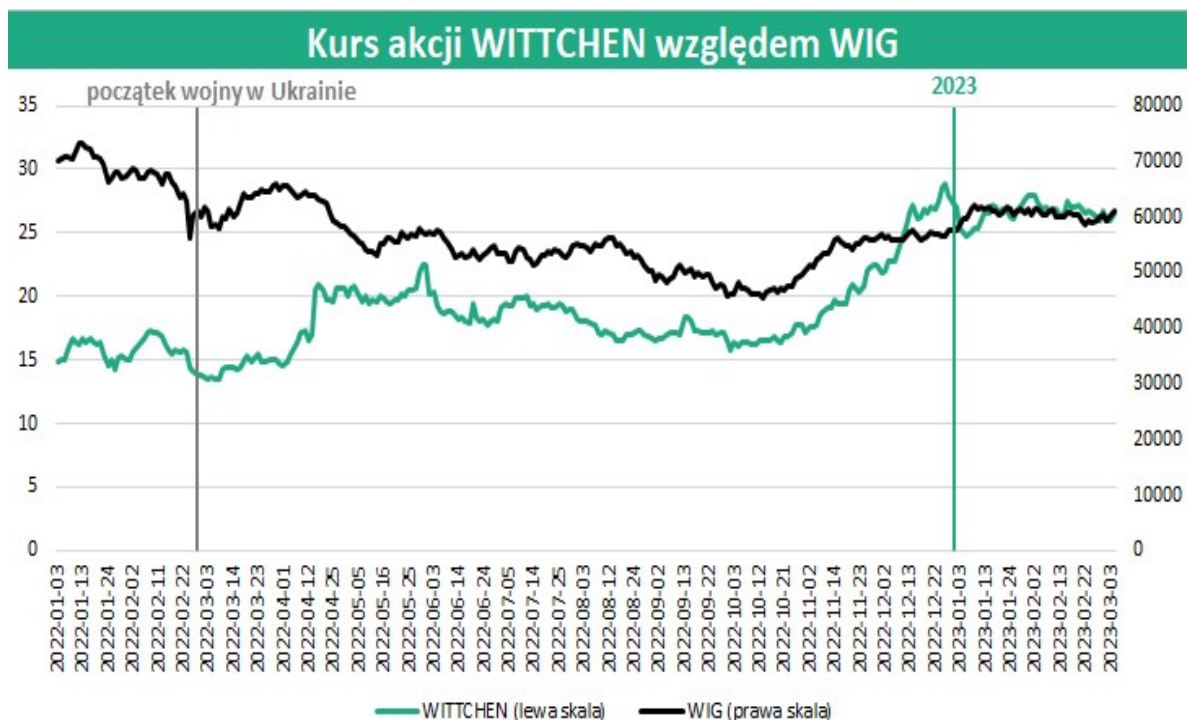
Grupa VRG jest jedną z najbardziej znanych polskich firm działających w branży odzieży dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W skład Grupy wchodzi takie marki jak Vistula, Bytom, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Grupa wyodrębnia dwa segmenty – odzieżowy oraz jubilerski. Na koniec III kw. 2022 posiadała 537 sklepów. Grupa praktycznie całość skonsolidowanych przychodów generuje w kraju. Notowania VRG po solidnych wzrostach w 2021 roku, które wyprowadziły kurs akcji na poziomy z 2019, czyli tuż sprzed pandemii, rozpoczęły 2022 rok z dość wysokiego poziomu, biorąc pod uwagę to, że motorem napędowym bardzo dobrych wyników w 2021 roku był segment jubilerski reprezentowany przez markę W. Kruk, natomiast segment odzieżowy odbudowywał się nieco wolniej. W 2022 roku notowania VRG dość silnie reagowały na wyniki oraz bieżące wydarzenia. Po spadkach wywołanych wzrostem ryzyka towarzyszącemu rosyjskiej inwazji na Ukrainę, kurs akcji mocno odbił za sprawą bardzo dobrych wyników za IV kw. 2021. Kolejne dobre wyniki osiągnięte w II i III kw. 2022 nie przełożyły się na wzrost kursu akcji. Grupa w 2022 roku wypłaciła inwestorom prawie 40 mln zł dywidendy (0,17 zł na akcję). Uważamy że wprowadzenie stałej polityki dywidendowej może pozytywnie wpłynąć na notowania. Zachowanie notowań przez ostatnie pół roku to wąska konsolidacja w przedziale 3,25-3,5 zł. Dopiero pokonanie kluczowego oporu na poziomie 3,5 zł otworzyłoby drogę w kierunku dalszych wzrostów. Stopa zwrotu w 2022 roku wyniosła minus 11,7%. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w konsolidacji – kurs spadł o 0,9%.

Kurs akcji Cocodrillo względem WIG



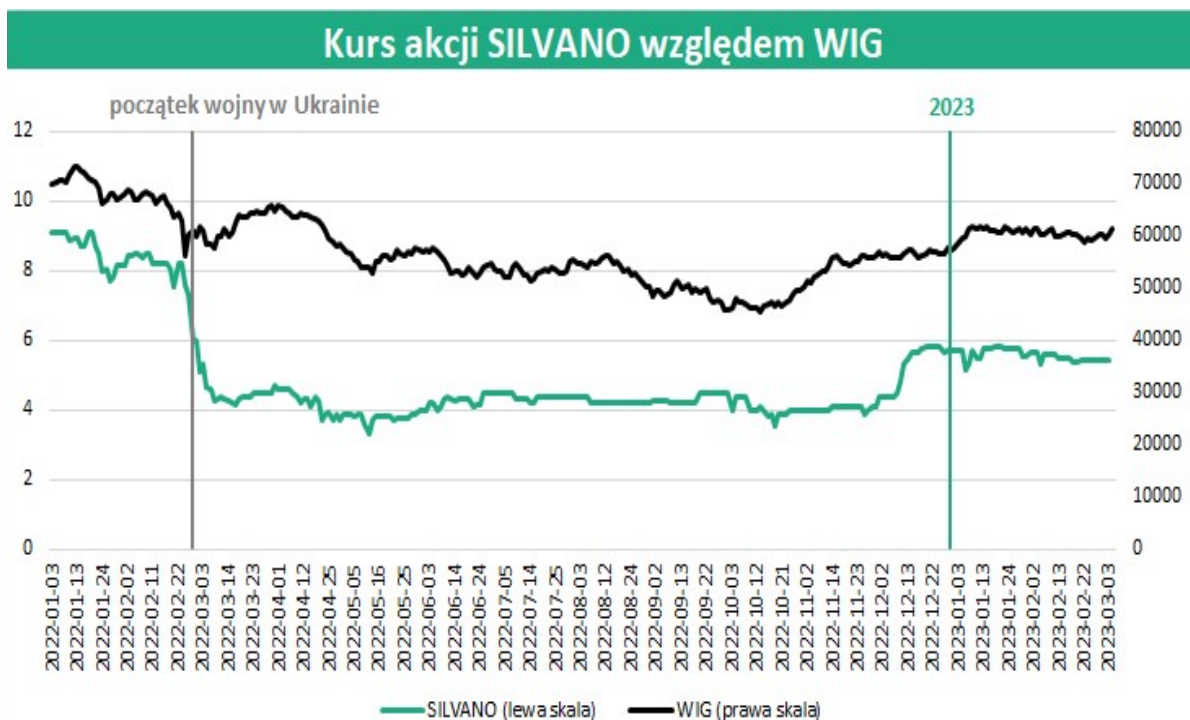
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Cocodrillo zajmuje się dystrybucją odzieży dziecięcej, zabawek i akcesoriów, które sprzedaje pod marką własną w Polsce i zagranicą. Sprzedaż prowadzona jest stacjonarnie oraz poprzez własny sklep internetowy. Rok 2022 r. był trudny dla Cocodrillo. Spółka wstrzymała dostawy towarów do Rosji, a ostatecznie zdecydowała się na wyjście z tego rynku, sprzedając rosyjskie spółki. W związku z zaniechaniem działalności dokonano odpisów aktualizujących wartość aktywów spółek rosyjskich, z kolei, w odniesieniu do rynku białoruskiego, dokonała odpisów wartość należności oraz udziałów Spółki w białoruskiej spółce zależnej. Zaniechanie działalności oraz odpisy wpłynęły negatywnie na wyniki i kurs Cocodrillo. Chcąc przeciwdziałać negatywnym skutkom ekspozycji na rynki wschodnie, Cocodrillo wzmocniło kanały sprzedaży, w tym omnichannel. Uruchomiono internetowy sklep multi-brandowy Mokida.com, zajmujący się dystrybucją produktów Cocodrillo, Lemon oraz nowej marki Mokida, skierowanej do nowej grupy odbiorców i konkurującej niższymi cenami. Wdrożono usługę click and collect oraz zwroty online – offline, co ma wzmocnić przewagę konkurencyjną na rynku. W 2022 r. Spółka wypłaciła dywidendę za poprzedni rok, łącznie w wysokości 4,51 mln zł, co daje 0,75 zł na akcję (relatywnie niska stopa dywidendy na poziomie 3,3 proc.). Stopa zwrotu w akcje Cocodrillo w 2022 r. była ujemna i wyniosła minus 38 proc. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w konsolidacji—kurs spadł o 0,9%.



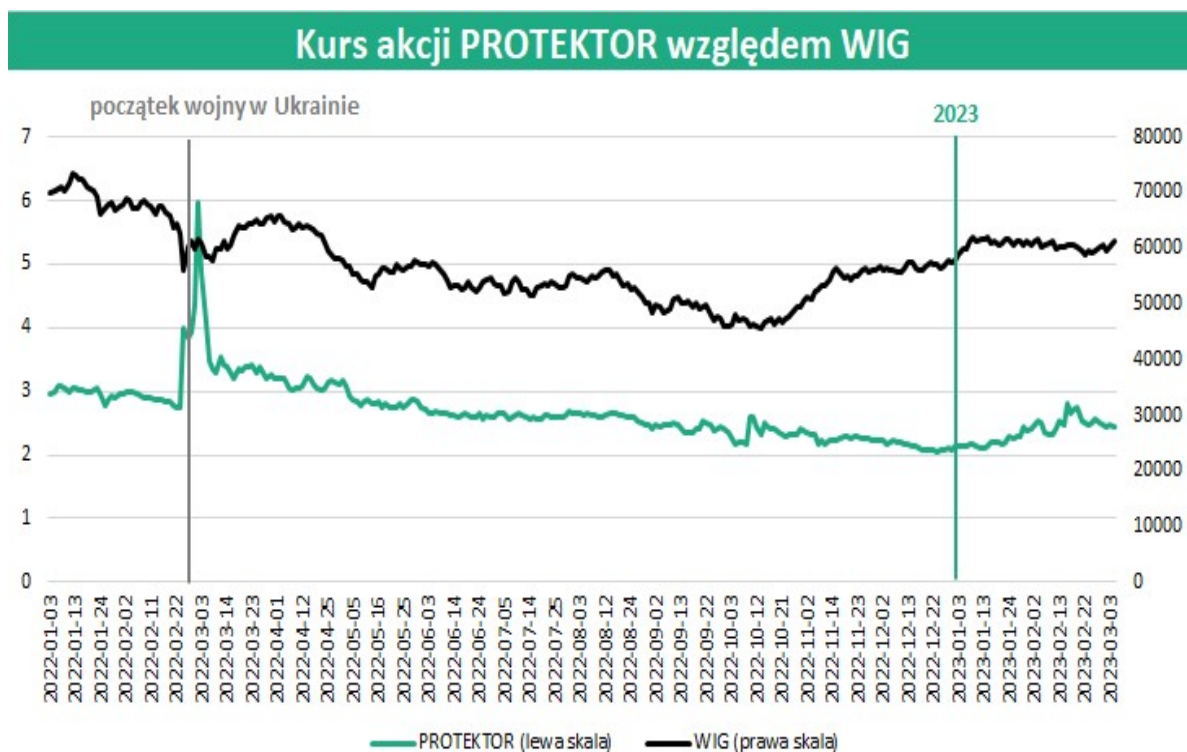
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Wittchen jest jedną z najbardziej znanych polskich firm działających w branży odzieży skórzanej, obuwia i akcesoriów podróżnych. Spółka wyodrębnia dwa segmenty – detaliczny oraz biznesowy (ze znaczącym udziałem współpracy z firmą Lidl). W ramach segmentu detalicznego Wittchen prowadzi sprzedaż w kanale on-line oraz stacjonarnie poprzez salony własne. Działalność prowadzona jest poprzez sklepy stacjonarne na rynku polskim oraz w Czechach i na Węgrzech, a także online poprzez własne sklepy internetowe i platformy marketplace na rynku ukraińskim, czeskim, niemieckim oraz węgierskim. Działalność rosyjskiego sklepu internetowego została zawieszona w dniu inwazji Rosji na Ukrainę. Grupa nie posiada w Ukrainie i w Rosji znaczących aktywów, które wymagałyby odpisów aktualizujących. Na Ukrainie sprzedaż poprzez sklepy franczyzowe została wstrzymana, natomiast kanał online w maju został wznowiony. Na wartość Spółki pozytywnie wpłynęło znoszenie restrykcji po pandemii w większości krajów, skutkujące szybkim powrotem potencjalnych klientów do podróżowania (Wittchen generuje większość przychodów ze sprzedaży walizek i toreb podróżnych). Spółka wypłaciła dywidendę za poprzedni rok, łącznie w wysokości 55,4 mln zł, co daje 3,03 zł na akcję (wysoka stopa dywidendy na poziomie 14,8 proc.). Stopa zwrotu w akcje Wittchena w 2022 r. była dodatnia i wyniosła plus 87%. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w konsolidacji—kurs spadł o 1,5%.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

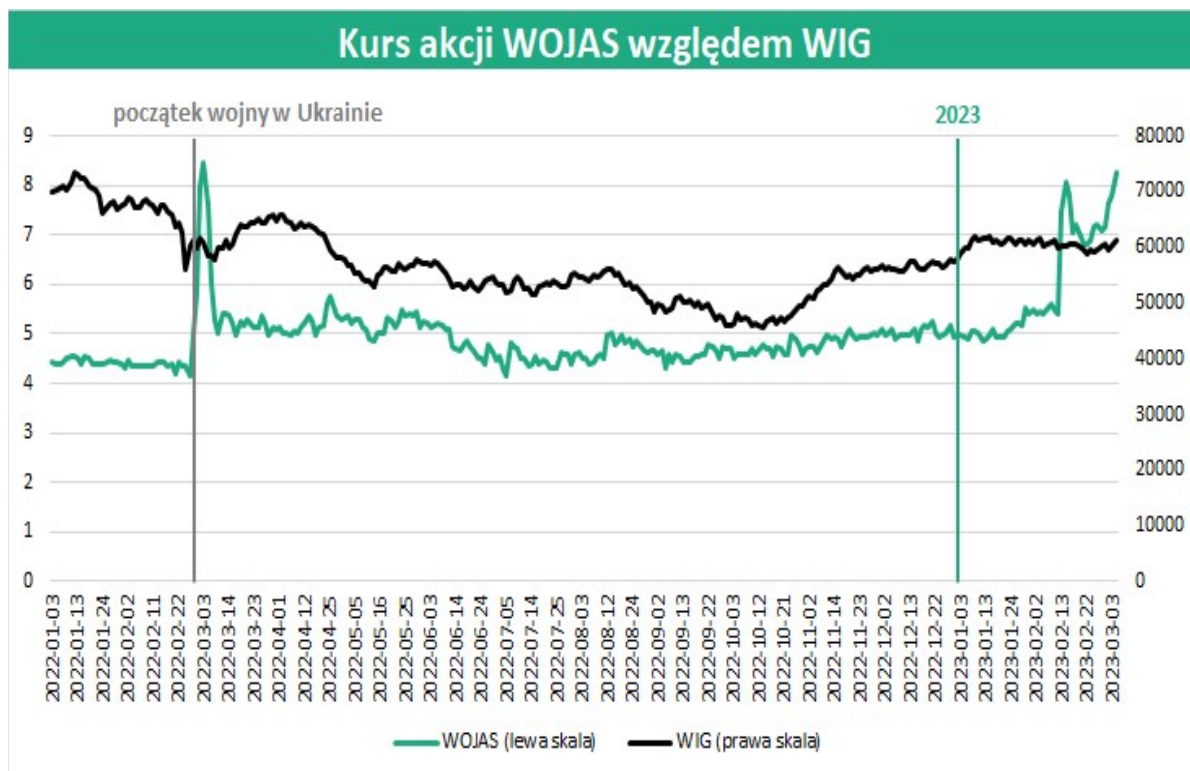
Silvano Group to estońska Spółka zajmująca się projektowaniem, produkcją i sprzedażą bielizny damskiej (marki: Milavitsa, Lauma Lingerie, Alisee, Aveline i Laumelle) oraz męskiej (Hidalgo). Głównymi rynkami zbytu produktów są: Rosja i Białoruś, które łącznie stanowią 83,2 proc. sprzedaży oraz kraje bałtyckie (2,6 proc.). Począwszy od marca sprzedaż na rynku ukraińskim, który stanowił 3,5 proc. przychodów, została wstrzymana. Głównym kanałem sprzedaży są sklepy franczyzowe. Spółka rozwija także sprzedaż poprzez kanał online. Z uwagi na fakt, że centrum logistyczno-operacyjne zlokalizowane jest w Mińsku na Białorusi oraz dominujący udział rynku rosyjskiego w przychodach, Silvano Group nie zdecydowała się na wyjście z kluczowych rynków, tym samym sprzedaż na dotychczasowych, wschodnich rynkach jest kontynuowana. W 2022 r. Spółka nie wypłaciła dywidendy. Stopa zwrotu w akcje Silvano Group w 2022 r. była ujemna i wyniosła minus 32,3%. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w konsolidacji—kurs spadł o 4,7%.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Protektor specjalizuje się w produkcji obuwia oraz odzieży ochronnej, które sprzedaje pod dwoma markami – Protektor oraz Abeba. Obuwie znajdujące się w ofercie ma zastosowanie w zawodach podwyższonego ryzyka m.in.: w policji, straży pożarnej czy ratownictwie medycznym. Od 2020 r. Grupa rozszerzyła swoją działalność o produkcję i sprzedaż masek higienicznych oraz medycznych. Głównym geograficznym rynkiem zbytu produktów Protektora są Niemcy, które w I półroczu 2022 roku odpowiadały za 55% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży obuwia i masek. Drugim rynkiem jest Polska, odpowiadająca za 27% przychodów. Spółka sprzedaje swoje produkty także we Francji, Wielkiej Brytanii i krajach Beneluxu. Spółka produkuje również obuwie militarne, bierze udział w przetargach dla wojska (zarówno w Polsce jak i zagranicą) oraz posiada w ofercie obuwie paramilitarne GROM, cieszące się rosnącą popularnością m.in. wśród żołnierzy WOT. Protektor należał do nielicznych spółek, których notowania pozytywnie zareagowały na rozpoczęcie rosyjskiej inwazji na Ukrainę. Optymizm inwestorów został jednak dość szybko zgaszony, ponieważ przed Spółką stanęło widmo problemów całej branży (m.in. wzrost kosztów energii, surowców, transportu oraz finansowych). Dodatkowo, problemem Protektora jest to, że posiada jeden z zakładów produkcyjnych w Nadniestrzu (Mołdawia). W 2022 roku Spółka nie wypłaciła dywidendy i nie posiada polityki dywidendowej. W konsekwencji kurs akcji do końca 2022 roku pozostawał w trendzie spadkowym, tracąc więcej niż rynek (-27,6%) i wyznaczając nowe lokalne minimum na poziomie 1,97 zł. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się jednak w trendzie wzrostowym – kurs wzrósł o 12,9%.

wojas



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Wojas jest jednym z największych polskich producentów obuwia, który dysponuje siecią blisko 180 salonów firmowych w Polsce, na Słowacji, Czechach, Białorusi i Węgrzech. W ofercie spółki znajduje się skórzane obuwie damskie i męskie, w tym obuwie trekkingowe, a także obuwie dla służb mundurowych. Ofertę uzupełnia galanteria skórzana - torebki, teczki i paski. Notowania Spółki Wojas, podobnie jak w przypadku Protektora odnotowały silny wzrost wraz z rozpoczęciem rosyjskiej inwazji na Ukrainę. Spółka posiada w swoim portfolio specjalistyczne obuwie dla służb mundurowych i dostarcza buty dla polskiej armii oraz NATO. Inwestorzy jednak szybko zdali sobie sprawę, że ta sprzedaż stanowi niewielki udział w przychodach Wojasa. Zanim perspektywa nowych kontraktów przełoży się na wyniki, Spółki nie ominą problemy, z którymi zmagają się branża oraz cała gospodarka w 2022 roku czyli drożącymi surowcami, wzrostem kosztów energii, rosnącymi kosztami finansowymi oraz spadkiem realnej siły nabywczej klientów na skutek wysokiej inflacji. Notowania Spółki podążały zgodnie z Indekssem WIG w trendzie spadkowym, a następnie w okresie lipiec-listopad 2022 w wąskiej konsolidacji w przedziale 4,5-5 zł. Dopiero po dwóch dobrych miesiącach (wrzesień i październik 2022), w których przychody wykazały istotną tendencję wzrostową, kurs akcji obrał trend wzrostowy. W 2022 roku Spółka nie wypłaciła dywidendy i nie posiada polityki dywidendowej. Od początku 2023 r. notowania Spółki kontynuują trend wzrostowy —kurs wzrósł o 60,8%. Do jego znacznej dynamizacji przyczyniła się umowa na wykonanie i dostawy butów sportowych dla Wojska Polskiego.

Wycena wybranych Spółek z WIG-ODZIEŻ

13.03.2023 08:30

LPP

LPP

Na poziomie przychodów wyniki po III kw. 2022/23 r. oceniamy jako zgodne z oczekiwaniami. Po trzech kwartałach 2022/23 Grupa LPP wypracowała sprzedaż w wysokości 11,7 mld zł, co oznacza wzrost o 18,5% r/r. Marża brutto na sprzedaży była niższa niż rok wcześniej o 5,2 p.p. i wyniosła 51,4 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach wyniósł 1,02 mld zł (spadek o 31,7%), zaś zysk netto był mniejszy niż rok wcześniej o 17,9% i wyniósł 0,9 mld zł. Spadki zysków wynikają przede wszystkim z rosnącego udziału marki Sinsay w przychodach, wycofania się Grupy z Rosji, osłabienia się złotówki i wzrostu kosztów (najem, energia, logistyka, wynagrodzenia).

Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, fundamenty Spółki uważamy za w miarę stabilne, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na wysokim poziomie 0,72. Na koniec września Grupa dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 646 mln zł, co zapewnia płynność również na względnie bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 1,04).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwanie stanowiąc będą jednak wysokości zysków na wszystkich poziomach.

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	TRZYMAJ
Cena docelowa [PLN]	9292,7
Wycena DCF [PLN]	9331,2
Wycena porównawcza [PLN]	8637,4
Cena rynkowa [PLN]	9430,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	-1,5%
Kapitalizacja [mld PLN]	19,1
Free float [%]	43,0%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	LPP
Bloomberg	LPP PW

Analitik

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

Zajmuje się projektowaniem, produkcją i dystrybucją odzieży, mając w swoim portfolio 5 marek: Reserved, House, Cropp, Mohito i Sinsay. Międzynarodowa sieć sprzedaży liczy obecnie blisko 1700 salonów.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
Fundacja Semper Simul	31,2
Fundacja Sky	12,3
OFE Nationale-Nederlanden	7,6
OFE Drugi Allianz	5,9

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Rozwój sieci sprzedażowej	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa
Wysoki poziom gotówki	Wachania kursów walut

tys. PLN	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody	14 029 674	17 350 579	19 525 950	22 015 447	24 850 152	28 081 159
EBITDA	2 626 622	2 567 986	3 301 150	3 679 334	4 176 688	4 662 788
marża EBITDA	18,7%	14,8%	16,9%	16,7%	16,8%	16,6%
EBIT	1 478 971	1 684 782	2 095 803	2 427 139	2 882 517	3 326 600
Zysk netto	953 522	1 507 063	1 868 174	2 417 327	2 940 228	3 407 997
Kapitał własny	3 272 112	3 850 687	5 735 172	8 173 605	11 139 503	14 577 255
Dług netto	3 357 437	2 206 625	-780 662	-3 261 432	-6 336 071	-9 750 272
P/E	18,4	11,6	9,4	7,2	6,0	5,1
P/BV	5,3	4,5	3,1	2,1	1,6	1,2
EV/EBITDA	7,9	7,7	5,1	3,9	2,7	1,7
EPS	514,2	812,8	1 007,5	1 303,7	1 585,7	1 837,9

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 9192,7 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 9331,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 8637,4 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	9331,2
Wycena Porównawcza	0,25	8637,4
Cena wynikowa na dzień 13.03		9157,7
Cena docelowa na koniec 2023		9292,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Grupa LPP począwszy od 2019 postanowiła zmienić rok obrotowy i przesunąć go na koniec stycznia. Celem tej zmiany było uspołnienie roku obrotowego z sezonami modowymi (rozliczenia kolekcji, mniejsza sezonowość). Prezentowane dane zostały przekształcone.

Pierwsze trzy kwartały roku 2022/23 uważamy za dość dobre, pomimo utraty rynku rosyjskiego oraz częściowo ukraińskiego, przychody ze sprzedaży wzrosły o 18,5% r/r, co po części wynika to z inflacji (Grupa dwukrotnie podnosiła ceny – wiosną i jesienią 2022 r.). Największy wzrost został odnotowany w najmłodszej marce należącej do Grupy – Sinsay, która charakteryzuje się raczej tańszymi produktami, a to z kolei przekłada się na niższą marżę. Negatywnie na marżę wpłynęły również wyższe promocje towarów pierwotnie przeznaczonych na rynki wschodnie. Po trzech kw. 2022/23 Grupa LPP osiągnęła marżę brutto na sprzedaży na poziomie 51,4% (spadek o 5,5 p.p. r/r). Uważamy, że główne czynniki odpowiadające za wzrost kosztów w 2022/23 roku, zaczną tracić swoją siłę, co umożliwi poprawę marży na pozostałych poziomach. Grupa zapowiada również redukcję kosztów, do czego m.in. ma się przyczynić uruchomiony w tym roku magazyn logistyczny w Jasionce pod Rzeszowem. Spółka regularnie wypłacała dywidendę. Zakładamy regularną wypłatę dywidend w każdym roku.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2022-24 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2023/24P	2024/25P	2025/26P
Monnari Trade	9,6	9,6	9,6	-	-	-	3,5	3,3	3,3
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
WITTCHEN SA	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
Średnia	8,4	8,0	7,7	1,3	1,2	1,1	4,2	4,1	3,8
Mediana	9,6	8,6	7,7	1,3	1,2	1,1	3,9	3,9	3,8
LPP	11,6	9,4	7,2	2,0	1,5	1,2	8,3	5,8	4,3
Implikowana wycena (tys. PLN)	17 990 517	20 828 146	22 564 537	7 497 100	9 500 966	11 872 063	13 763 409	17 462 540	22 397 106
Wycena 1 akcji (PLN)	8637,41								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody ze sprzedaży	7 848 079	14 029 674	17 350 579	19 525 950	22 015 447	24 850 152	28 081 159
Reserved	3 466 725	5 386 349	6 054 945	6 623 437	7 245 305	7 925 559	8 669 681
Cropp	972 332	1 529 471	1 644 874	1 871 328	2 128 958	2 422 057	2 755 508
House	875 262	1 294 888	1 426 184	1 540 176	1 678 792	1 829 883	1 994 573
Mohito	707 678	1 143 854	1 374 063	1 500 778	1 639 179	1 790 343	1 955 448
Sinsay	1 737 812	4 586 558	6 685 286	7 821 785	9 151 488	10 707 241	12 527 472
Pozostałe	88 270	91 554	165 229	168 446	171 726	175 069	178 478
Koszty własny sprzedaży	-3 764 140	-5 922 431	-8 376 423	-9 249 810	-10 383 671	-11 658 521	-13 104 110
Zysk brutto na sprzedaży	4 083 939	8 107 243	8 974 156	10 276 140	11 631 776	13 191 632	14 977 049
Koszty sprzedaży	3 368 322	5 216 108	-6 467 778	-7 173 263	-8 087 688	-9 032 837	-10 207 180
Koszty zarządu	479 250	744 824	-836 698	-1 032 331	-1 163 953	-1 313 822	-1 484 639
Zysk/strata ze sprzedaży	236 367	2 146 311	1 669 680	2 070 545	2 380 135	2 844 973	3 285 230
Pozostałe przychody operacyjne	126 924	80 005	176 842	137 775	165 402	155 534	159 358
Pozostałe koszty operacyjne	210 267	747 345	-161 740	-112 517	-118 398	-117 989	-117 987
Zysk/strata z działalności operacyjnej	153 024	1 478 971	1 684 782	2 095 803	2 427 139	2 882 517	3 326 600
Przychody finansowe	71 508	26 345	262 725	75 675	138 510	113 926	118 486
Koszty finansowe	341 046	273 306	-213 692	-286 993	-127 217	-30 545	-7 334
Zysk/strata brutto	- 116 514	1 232 010	1 733 815	1 884 485	2 438 433	2 965 898	3 437 752
Podatek dochodowy	358	- 805	-226 752	-16 311	-21 105	-25 671	-29 755
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku	-	-	-50 681	0	0	0	0
Zysk/strata netto	- 190 130	953 522	1 507 063	1 868 174	2 417 327	2 940 228	3 407 997

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
AKTYWA	10 353 768	14 135 248	15 586 739	18 978 481	21 459 008	24 555 505	28 389 176
Aktywa trwałe	5 620 568	7 027 715	6 747 055	7 095 888	7 419 773	7 749 497	8 093 373
Rzeczowe aktywa trwałe	5 028 841	6 172 798	5 838 278	6 123 600	6 422 866	6 736 757	7 065 989
Wartości niematerialne i prawne	397 164	405 142	414 767	414 767	414 767	414 767	414 767
Inwestycje długoterminowe	-	-	7 799	7 799	7 799	7 799	7 799
Pozostałe aktywa długoterminowe	181 051	431 161	313 402	326 127	339 369	353 149	367 488
Aktywa obrotowe	4 733 200	7 107 533	8 839 685	11 882 593	14 039 235	16 806 008	20 295 804
Zapasy	2 074 447	3 864 113	4 159 333	4 684 092	5 252 822	5 896 556	6 625 873
Należności handlowe	260 781	280 006	1 246 452	1 403 710	1 582 443	1 785 786	2 017 353
Aktywa finansowe	1 024 147	1 363 264	1 254 749	1 254 749	1 254 749	1 254 749	1 254 749
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 277 854	1 354 891	1 994 098	4 362 437	5 772 260	7 691 952	10 220 846
Pozostałe aktywa	95 971	245 259	185 054	177 604	176 960	176 965	176 983
PASYWA	10 353 768	14 135 248	15 586 739	18 978 481	21 459 008	24 555 505	28 389 176
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	3 068 391	3 272 112	3 850 687	5 735 172	8 173 605	11 139 503	14 577 255
Kapitał podstawowy	3 705	3 705	3 708	3 708	3 708	3 708	3 708
Kapitał zapasowy	3 519 438	2 709 419	3 082 590	3 082 590	3 082 590	3 082 590	3 082 590
Pozostałe kapitały	-	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	73 763	730 736	2 615 221	5 053 654	8 019 552	11 457 304
Udziały niekontrolujące	-	15	15	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	3 114 193	3 983 219	3 815 702	4 631 939	4 372 199	4 177 815	3 856 850
Długoterminowe kredyty i pożyczki	190 596	144 174	268 943	289 303	196 664	83 024	36 794
Długoterminowe zobowiązania z tytułu obligacji	294 104	294 665	297 462	497 462	497 462	497 462	497 462
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	2 523 669	3 428 223	2 498 181	1 937 871	1 377 561	817 250	256 940
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	105 824	116 157	110 313	110 313	110 313	110 313	110 313
Zobowiązania krótkoterminowe	4 171 199	6 879 932	7 920 350	8 611 370	8 913 204	9 238 187	9 955 072
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	521 097	535 036	935 729	1 017 170	646 611	192 052	7 133
Zobowiązania z tytułu leasingu	654 010	749 069	766 812	626 734	486 656	346 579	206 501
Zobowiązania handlowe	2 775 815	4 970 841	5 941 904	6 691 561	7 504 032	8 423 651	9 465 533
Pozostałe zobowiązania	220 277	624 986	275 905	275 905	275 905	275 905	275 905

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przeplwy operacyjne	1 074 533	3 003 748	2 125 264	3 911 924	4 364 685	5 013 432	5 594 632
Przeplwy inwestycyjne	- 1 007 058	- 1 328 332	- 826 681	- 810 230	- 808 140	- 802 049	- 801 597
Przeplwy finansowe	- 139 543	- 1 634 690	- 611 561	- 733 354	- 2 146 722	- 2 291 691	- 2 264 142
Przeplwy pieniężne netto	- 72 068	40 726	687 022	2 368 340	1 409 823	1 919 692	2 528 893
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	- 72 068	40 726	687 022	2 368 340	1 409 823	1 919 692	2 528 893
Środki pieniężne na początek okresu	1 454 662	1 382 594	1 423 320	2 110 342	4 478 681	5 888 504	7 808 196
Środki pieniężne na koniec okresu	1 382 594	1 423 320	2 110 342	4 478 681	5 888 504	7 808 196	10 337 090

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	TV
Przychody	14 029 674	17 350 579	19 525 950	22 015 447	24 850 152	28 081 159	28 151 362
EBITDA	2 626 622	2 567 986	3 301 150	3 679 334	4 176 688	4 662 788	3 343 254
EBIT	1 478 971	1 684 782	2 095 803	2 427 139	2 882 517	3 326 600	3 334 917
CIT	0,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
NOPLAT		1 670 200	2 077 663	2 406 132	2 857 568	3 297 808	3 306 052
Amortyzacja		883 204	1 205 347	1 252 195	1 294 170	1 336 187	1 336 187
CAPEX		-1 089 605	-1 000 000	-1 000 000	-1 000 000	-1 000 000	-1 000 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		290 603	-67 639	-65 008	-72 543	-80 997	-80 997
FCFF		1 173 196	2 350 649	2 723 334	3 224 281	3 714 992	3 714 992
WACC	18,8%	17,7%	17,0%	15,9%	14,9%	14,9%	14,9%
DCFF		987 502	1 695 779	1 700 326	1 789 973	1 851 645	
Suma DCF		8 025 224,1					
Wartość rezydualna (TV)		25 285 226,7					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		10 964 443,2					
Udział zdyskontowanej TV w EV		57,7%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		18 989 667,4					
Środki pieniężne na 13.03.2023		2 454 788,3					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		4 142 198,9					
Dług netto na 13.03.2023		1 687 410,6					
Inne aktywa nieoperacyjne							
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		17 302 256,8					
Liczba akcji (tys.)		1 854					
Cena 1 akcji (PLN)		9 331,18					
Przychody zmiana r/r		23,7%	12,5%	12,7%	12,9%	13,0%	
EBIT zmiana r/r			24,4%	15,8%	18,8%	15,4%	
FCF zmiana r/r			100,4%	15,9%	18,4%	15,2%	
Marża EBITDA	14,8%	16,9%	16,9%	16,7%	16,8%	16,6%	
Marża EBIT	9,7%	10,7%	10,7%	11,0%	11,6%	11,8%	
Marża NOPLAT	9,6%	10,6%	10,6%	10,9%	11,5%	11,7%	
CAPEX/Przychody	6,3%	5,1%	5,1%	4,5%	4,0%	3,6%	
CAPEX/Amortyzacja		123,4%	83,0%	79,9%	77,3%	74,8%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy						
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
12,9%	10104,90	10156,77	10209,44	10262,95	10317,31	10372,54	10428,66
13,4%	9857,09	9905,18	9953,98	10003,52	10053,82	10104,90	10156,77
13,9%	9627,00	9671,70	9717,04	9763,04	9809,72	9857,09	9905,18
14,4%	9412,79	9454,44	9496,67	9539,50	9582,94	9627,00	9671,70
zmiana WACC dla TV	14,9%	9212,86	9251,77	9291,21	9331,18	9371,70	9412,79
	15,4%	9025,83	9062,27	9099,18	9136,57	9174,46	9212,86
	15,9%	8850,51	8884,69	8919,31	8954,36	8989,87	9025,83
	16,4%	8685,81	8717,94	8750,47	8783,41	8816,75	8850,51
	16,9%	8530,80	8561,07	8591,70	8622,69	8654,06	8685,81

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

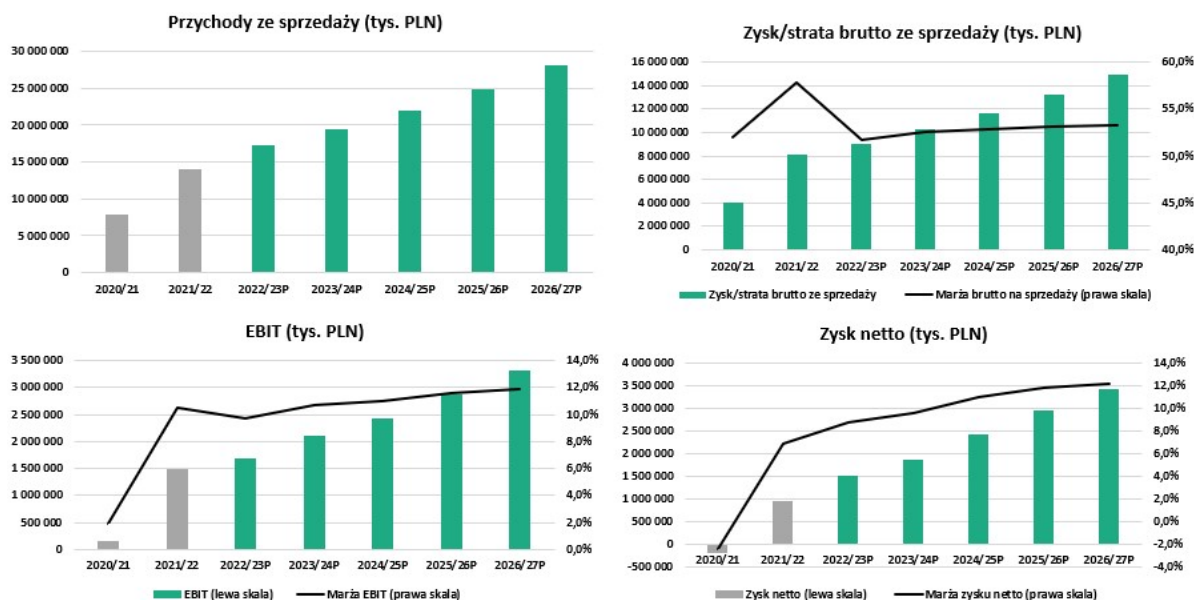
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 1,29(co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody (zmiana, r/r)	-20,7%	78,8%	23,7%	12,5%	12,7%	12,9%	13,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	-35,5%	114,2%	-2,2%	28,6%	11,5%	13,5%	11,6%
EBIT (zmiana, r/r)	-81,0%	866,5%	13,9%	24,4%	15,8%	18,8%	15,4%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-145,2%	-601,5%	58,1%	24,0%	29,4%	21,6%	15,9%
Marża brutto na sprzedaży	52,0%	57,8%	51,7%	52,6%	52,8%	53,1%	53,3%
Marża EBITDA	15,6%	18,7%	14,8%	16,9%	16,7%	16,8%	16,6%
Marża EBIT	1,9%	10,5%	9,7%	10,7%	11,0%	11,6%	11,8%
Marża brutto	-1,5%	8,8%	10,0%	9,7%	11,1%	11,9%	12,2%
Marża netto	-2,4%	6,8%	8,7%	9,6%	11,0%	11,8%	12,1%
COGS / Przychody	48,0%	42,2%	48,3%	47,4%	47,2%	46,9%	46,7%
SG&A / Przychody	-53,7%	-27,4%	-34,4%	37,4%	37,3%	37,2%	36,8%
SG&A / COGS	-111,9%	-65,0%	-71,2%	79,0%	79,0%	79,4%	79,0%
ROE	-6,2%	29,1%	39,1%	32,6%	29,6%	26,4%	23,4%
ROA	-1,8%	6,7%	9,7%	9,8%	11,3%	12,0%	12,0%
Dług (tys. PLN)	4 183 476	5 151 167	4 767 127	4 368 540	3 204 954	1 936 367	1 004 830
D/(D+E)	0,58	0,61	0,55	0,43	0,28	0,15	0,06
D/E	1,36	1,57	1,24	0,76	0,39	0,17	0,07
EV (tys. PLN)	14 594 378	13 703 724	14 726 970	17 493 897	20 067 307	23 255 586	26 716 016
Dług / EV	0,29	0,38	0,32	0,25	0,16	0,08	0,04
CAPEX / Przychody	10,51%	9,44%	6,28%	5,12%	4,54%	4,02%	3,56%
CAPEX / Amortyzacja	76,9%	115,4%	123,4%	83,0%	79,9%	77,3%	74,8%
Amortyzacja / Przychody	13,7%	8,2%	5,1%	6,2%	5,7%	5,2%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	-5,9%	-2,8%	1,7%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Na poziomie przychodów wyniki po III kw. 2022/23 r. oceniamy jako zgodne z oczekiwaniami. Po trzech kwartałach 2022/23 Grupa CCC wypracowała sprzedaż w wysokości 6,7 mld zł, co oznacza wzrost o 20,5% r/r. Marża brutto na sprzedaży była wyższa niż rok wcześniej o 0,9 p.p. i wyniosła 48,1 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach wyniósł minus 1,2 mld zł wobec 51,6 mln zł rok wcześniej, zaś strata na poziomie zysku netto był wyższa niż rok wcześniej i wyniosła -332 mln zł, wobec -46,3 mln zł po III kw. roku 2021/22. Pogłębienie straty wynika przede wszystkim z rosnących kosztów finansowych oraz ponad trzykrotnego wzrostu pozostałych kosztów operacyjnych.

Słabsze wyniki na poziomie zysków znacząco pogorszyły słabe fundamenty Spółki, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na bardzo wysokim poziomie 0,89. Na koniec września Grupa dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 475,6 mln zł, co zapewnia płynność na względnie bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 1,07).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwaniem stanowiąc będzie jednak odzyskanie rentowności na wszystkich poziomach.

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	SPRZEDAŻ
Cena docelowa [PLN]	27,4
Wycena DCF [PLN]	20,2
Wycena porównawcza [PLN]	47,2
Cena rynkowa [PLN]	35,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	-22,8%
Kapitalizacja [mld PLN]	1,9
Free float [%]	55,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	CCC
Bloomberg	CCC PW

Analityk

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

Jedna z największych europejskich spółek w segmencie obuwia. Grupa posiada ok. 90 platform e-commerce i prawie 1000 sklepów w 28 krajach pod markami CCC, eobuwie.pl, Modivo i DeeZee. Od maja 2021 roku, poprzez sieć sklepów HalfPrice, rozwija sprzedaż również w segmencie off-price.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
ULTRO S.a.r.l. wraz z D. Miłek	31,1
OFE Drugi Allianz	7,3
OFE Nationale-Nederlanden	5,9

Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej
Konkurencyjna oferta

Czynniki ryzyka

Presja kosztowa
Poziom zadłużenia

tys. PLN	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody	7 591 500	9 024 077	10 006 091	11 118 544	12 362 800	13 755 629
EBITDA	581 200	528 721	801 132	1 168 510	1 569 356	2 022 289
marża EBITDA	7,7%	5,9%	8,0%	10,5%	12,7%	14,7%
EBIT	3 900	80 599	167 867	494 218	851 208	1 257 433
Zysk netto	-192 300	-323 049	-130 849	168 319	515 640	885 260
Kapitał własny	985 200	1 338 379	1 173 503	1 385 593	2 035 324	3 150 792
Dług netto	1 399 400	2 489 531	1 554 831	1 614 722	727 458	128 459
P/E	-10,1	-6,0	-14,8	11,5	3,8	2,2
P/BV	2,0	1,4	1,7	1,4	1,0	0,6
EV/EBITDA	5,7	8,4	4,4	3,0	1,7	1,0
EPS	-3,5	-5,9	-2,4	3,1	9,4	16,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 26,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 20,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 47,2 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	20,2
Wycena Porównawcza	0,25	47,2
Cena wynikowa na dzień 13.03		26,9
Cena docelowa na koniec 2023		27,4

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Grupa CCC począwszy od 2020 postanowiła zmienić rok obrotowy i przesunąć go na koniec stycznia. Celem tej zmiany było uspoźnienie roku obrotowego z sezonami modowymi (rozliczenia kolekcji, mniejsza sezonowość). Prezentowane dane zostały przekształcone.

Pierwsze trzy kwartały roku 2022/23 pod względem przychodów uważamy za dość dobre, pomimo utraty rynku rosyjskiego oraz częściowo ukraińskiego, przychody ze sprzedaży wzrosły o 20,5% r/r. Największy udział miał 85% wzrost Modivo oraz ponad trzykrotny Halfprice. Niestety temu wzrostowi towarzyszył spadek marży brutto ze sprzedaży. Uważamy, że mocna dynamika przychodów Halprice ma szansę utrzymać się również w bieżącym roku. Po trzech kw. 2022/23 Grupa CCC osiągnęła marżę brutto na sprzedaży na poziomie 48,1% (wzrost o 0,9 p.p. r/r). W IV kw. 2022/23 spodziewamy się marży na poziomie 46,8%, natomiast na rok 2023/24 zakładamy spadek do 47,8% w wyniku dalszej wzrostu udziału marki Halfprice w przychodach. Grupa CCC zapowiedziała działania zmierzające do ograniczenia kosztów oraz optymalizacji kapitału obrotowego mające na celu poprawę płynności oraz sytuacji bilansowej. Zapowiedziała m.in. redukcję nakładów inwestycyjnych o 25%. W naszej ocenie efektowny wzrost przychodów był napędzany wysokimi nakładami inwestycyjnymi, których ograniczenie może nieco spowolnić te dynamiki. W prognozach nie zakładamy powrotu do wypłaty dywidendy w najbliższych latach.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2023/24P	2024/25P	2025/26P
WITTCHEN	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Monnari Trade	9,6	9,6	9,6	-	-	-	3,5	3,3	3,3
Średnia	8,4	8,0	7,7	1,3	1,2	1,1	4,2	4,1	3,8
Mediana	9,6	8,6	7,7	1,3	1,2	1,1	3,9	3,9	3,8
CCC	-14,8	11,5	3,8	0,4	0,5	0,4	9,8	4,9	4,2
Implikowana wycena (tys. PLN)	1 260 077	1 450 269	3 957 241	1 534 020	1 610 608	2 169 171	1 595 859	2 895 371	5 307 343
Wycena 1 akcji (PLN)	47,18								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody ze sprzedaży	5 638 600	7 591 500	9 024 077	10 006 091	11 118 544	12 362 800	13 755 629
CCC	2 853 100	3 609 300	3 966 980	4 363 678	4 800 046	5 280 050	5 808 055
eobuwie	2 019 700	2 853 300	3 175 170	3 492 687	3 841 956	4 226 151	4 648 766
Modivo	240 000	540 000	844 843	988 466	1 156 506	1 353 112	1 583 140
HalfPrice	-	236 900	692 316	810 010	947 711	1 108 822	1 297 322
DeeZee	72 500	108 000	117 628	124 686	132 167	140 097	148 503
Pozostałe spółki	152 700	193 200	213 740	226 564	240 158	254 568	269 842
Działalność zaniechana	174 400	89 400	12 800	0	0	0	0
Koszty własny sprzedaży	-3 182 100	-4 016 400	-4 713 138	-5 226 067	-5 475 746	-5 857 808	-6 212 818
Zysk brutto na sprzedaży	2 456 500	3 575 100	4 310 939	4 780 024	5 642 797	6 504 992	7 542 811
Koszty sprzedaży	- 2 602 600	- 3 246 400	-3 682 773	-4 042 916	-4 492 181	-4 942 063	-5 498 555
Koszty zarządu	- 252 200	- 393 000	-413 842	-526 475	-584 986	-650 427	-723 679
Zysk/strata ze sprzedaży	- 398 300	- 64 300	214 324	210 633	565 631	912 502	1 320 576
Pozostałe przychody operacyjne	- 32 300	130 900	21 775	79 111	59 421	67 629	65 586
Pozostałe koszty operacyjne	- 196 100	- 62 700	-155 500	-121 877	-130 834	-128 924	-128 729
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 626 700	3 900	80 599	167 867	494 218	851 208	1 257 433
Przychody finansowe	97 700	42 700	35 000	41 628	40 939	41 517	41 501
Koszty finansowe	- 278 400	- 200 900	-381 120	-374 371	-323 067	-242 995	-183 465
Zysk/strata brutto	- 968 300	- 153 900	-265 521	-164 876	212 090	649 731	1 115 468
Podatek dochodowy	- 20 600	- 67 100	-15 028	34 027	-43 771	-134 090	-230 208
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku	- 291 400	28 700	-42 500	0	0	0	0
Zysk/strata netto	- 1 280 300	- 192 300	-323 049	-130 849	168 319	515 640	885 260

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
AKTYWA	6 647 400	7 500 700	6 996 502	8 310 866	8 040 794	8 913 487	9 247 117
Aktywa trwałe	3 375 100	3 393 800	3 453 386	3 593 011	3 739 401	3 892 885	4 053 806
Rzeczowe aktywa trwałe	2 693 400	2 677 600	2 712 261	2 844 812	2 983 841	3 129 664	3 282 613
Wartości niematerialne i prawne	506 200	515 800	553 200	553 200	553 200	553 200	553 200
Investycje długoterminowe	22 200	23 900	13 700	13 700	13 700	13 700	13 700
Pozostałe aktywa długoterminowe	152 100	175 500	174 225	181 299	188 661	196 321	204 293
Aktywa obrotowe	3 272 300	4 106 900	3 543 116	4 717 855	4 301 393	5 020 602	5 193 312
Zapasy	2 192 600	2 625 800	2 770 974	3 075 264	3 223 270	3 369 275	3 572 569
Należności handlowe	408 100	536 900	520 573	577 522	641 145	712 286	791 901
Pożyczki i pozostałe należności	2 000	3 100	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	458 700	941 100	251 569	1 065 069	436 978	939 042	828 841
PASYWA	6 647 400	7 500 700	6 996 502	8 310 866	8 040 794	8 913 487	9 247 117
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	181 700	985 200	1 338 379	1 173 503	1 385 593	2 035 324	3 150 792
Kapitał podstawowy	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500	5 500
Kapitał zapasowy	1 148 000	1 148 000	1 148 000	1 148 000	1 148 000	1 148 000	1 148 000
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	11 279	- 153 597	58 493	708 224	1 823 692
Udziały niekontrolujące	128 100	166 400	173 600	173 600	173 600	173 600	173 600
Zobowiązania długoterminowe	2 785 400	3 410 200	1 744 305	2 895 084	2 646 619	2 923 579	2 482 743
Długoterminowe kredyty i pożyczki	472 700	1 914 600	1 628 300	2 132 300	1 593 300	1 481 300	613 300
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	1 415 400	1 303 900	1 146 490	910 450	674 410	438 370	202 330
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	897 300	191 700	167 475	159 527	157 758	157 442	157 395
Zobowiązania krótkoterminowe	3 552 200	2 938 900	3 913 818	4 242 279	4 008 583	3 954 584	3 613 583
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	1 196 900	545 000	1 152 700	1 368 700	1 137 700	1 089 700	717 700
Zobowiązania z tytułu leasingu	450 500	491 600	441 910	340 750	239 590	138 430	37 270
Zobowiązania handlowe	1 269 300	1 480 100	1 801 133	1 998 922	2 095 125	2 190 029	2 322 170
Pozostałe zobowiązania	635 500	422 200	518 075	533 907	536 167	536 426	536 443

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przepływy operacyjne	- 62 100	50 300	469 826	983 364	992 511	1 456 063	1 824 017
Przepływy inwestycyjne	- 261 800	- 219 200	- 289 500	- 189 972	- 190 086	- 190 059	- 190 054
Przepływy finansowe	240 000	651 300	- 139 088	20 108	- 1 430 516	- 763 940	- 1 744 164
Przepływy pieniężne netto	- 83 900	482 400	410 838	813 500	- 628 091	502 064	- 110 201
Środki pieniężne na początek okresu	1 451 562	1 370 062	1 852 462	2 263 300	3 076 800	2 448 709	2 950 773
Środki pieniężne na koniec okresu	1 370 062	1 852 462	2 263 300	3 076 800	2 448 709	2 950 773	2 840 572

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	TV
Przychody	7 591 500	9 024 077	10 006 091	11 118 544	12 362 800	13 755 629	13 790 018
EBITDA	581 200	528 721	801 132	1 168 510	1 569 356	2 022 289	1 263 728
EBIT	3 900	80 599	167 867	494 218	851 208	1 257 433	1 260 576
CIT	43,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
NOPLAT		63 965	133 223	392 222	675 537	997 926	1 000 421
Amortyzacja		448 122	633 265	674 292	718 148	764 856	764 856
CAPEX		-370 600	-300 000	-300 000	-300 000	-300 000	-300 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		-195 286	163 450	115 425	122 242	150 769	150 769
FCFF		336 774	303 038	651 089	971 443	1 312 014	1 312 014
WACC		20,8%	20,6%	20,2%	19,2%	17,4%	17,4%
DCFF		278 824	208 525	375 108	481 539	589 191	
Suma DCF		1 933 186,7					
Wartość rezydualna (TV)		7 666 134,9					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		2 933 309,8					
Udział zdyskontowanej TV w EV		60,3%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		4 866 496,5					
Środki pieniężne na 13.03.2023		926 885,9					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		4 687 176,4					
Dług netto na 13.03.2023		3 760 290,5					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		1 106 206,0					
Liczba akcji (tys.)		54 868					
Cena 1 akcji (PLN)		20,16					
Przychody zmiana r/r		18,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,3%	
EBIT zmiana r/r			108,3%	194,4%	72,2%	47,7%	
FCF zmiana r/r			-10,0%	114,9%	49,2%	35,1%	
Marża EBITDA		5,9%	8,0%	10,5%	12,7%	14,7%	
Marża EBIT		0,9%	1,7%	4,4%	6,9%	9,1%	
Marża NOPLAT		0,7%	1,3%	3,5%	5,5%	7,3%	
CAPEX/Przychody		4,1%	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	
CAPEX/Amortyzacja		82,7%	47,4%	44,5%	41,8%	39,2%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	15,4%	26,05	26,44	26,84	27,23	27,64	28,04	28,46
	15,9%	24,19	24,55	24,92	25,29	25,67	26,05	26,44
	16,4%	22,44	22,78	23,13	23,48	23,83	24,19	24,55
	16,9%	20,79	21,11	21,44	21,77	22,10	22,44	22,78
	17,4%	19,24	19,54	19,85	20,16	20,47	20,79	21,11
	17,9%	17,77	18,06	18,35	18,64	18,94	19,24	19,54
	18,4%	16,39	16,66	16,93	17,21	17,49	17,77	18,06
	18,9%	15,07	15,33	15,59	15,85	16,12	16,39	16,66
	19,4%	13,83	14,07	14,32	14,57	14,82	15,07	15,33

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

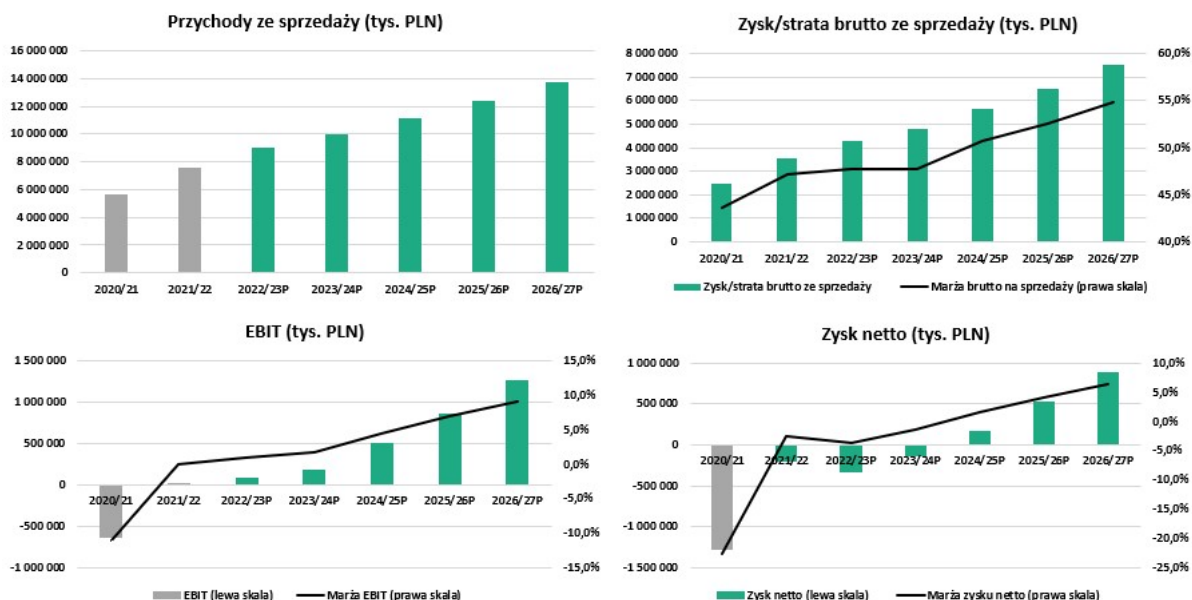
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 1,29(co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wypłacała dywidendy.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Przychody (zmiana, r/r)	-3,5%	34,6%	18,9%	10,9%	11,1%	11,2%	11,3%
EBITDA (zmiana, r/r)	-95,4%	921,4%	-9,0%	51,5%	45,9%	34,3%	28,9%
EBIT (zmiana, r/r)	-570,8%	-100,6%	1966,6%	108,3%	194,4%	72,2%	47,7%
Zysk netto (zmiana, r/r)	4555,6%	-85,0%	68,0%	-59,5%	-228,6%	206,3%	71,7%
Marża brutto na sprzedaży	43,6%	47,1%	47,8%	47,8%	50,8%	52,6%	54,8%
Marża EBITDA	1,0%	7,7%	5,9%	8,0%	10,5%	12,7%	14,7%
Marża EBIT	-11,1%	0,1%	0,9%	1,7%	4,4%	6,9%	9,1%
Marża brutto	-17,2%	-2,0%	-2,9%	-1,6%	1,9%	5,3%	8,1%
Marża netto	-22,7%	-2,5%	-3,6%	-1,3%	1,5%	4,2%	6,4%
COGS / Przychody	56,4%	52,9%	52,2%	52,2%	49,2%	47,4%	45,2%
SG&A / Przychody	49,1%	37,6%	40,3%	40,9%	41,1%	41,1%	40,7%
SG&A / COGS	86,9%	71,1%	77,2%	78,4%	83,4%	86,7%	90,0%
ROE	-704,6%	-19,5%	-24,1%	-11,2%	12,1%	25,3%	28,1%
ROA	-19,3%	-2,6%	-4,6%	-1,6%	2,1%	5,8%	9,6%
Dług (tys. PLN)	3 535 500	4 255 100	4 369 400	4 752 200	3 645 000	3 147 800	1 570 600
D/(D+E)	0,95	0,81	0,77	0,80	0,72	0,61	0,33
D/E	19,46	4,32	3,26	4,05	2,63	1,55	0,50
EV (tys. PLN)	-1 136 800	-1 374 000	-2 177 831	-1 747 131	-1 268 022	-268 758	1 198 241
Dług / EV	-3,11	-3,10	-2,01	-2,72	-2,87	-11,71	1,31
CAPEX / Przychody	3,66%	4,12%	4,11%	3,00%	2,70%	2,43%	2,18%
CAPEX / Amortyzacja	30,2%	54,2%	82,7%	47,4%	44,5%	41,8%	39,2%
Amortyzacja / Przychody	12,1%	7,6%	5,0%	6,3%	6,1%	5,8%	5,6%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	4,6%	-2,2%	1,6%	1,0%	1,0%	1,1%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Esotiq & Henderson



Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako dobre. Po trzech kwartałach 2022 Esotiq & Henderson wypracował sprzedaż w wysokości 181,6 mln zł, co oznacza wzrost o 17,4% r/r. Wstępne dane za IV kwartał sugerują dalszą poprawę – przychody wzrosły o 15% do 58,8 mln zł. Według naszych wyliczeń **marża brutto na sprzedaży w całym 2022 r. była niższa niż rok wcześniej** o 2,5 p.p. i wyniosła 62,6 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach spadł o 35,2% r/r do 11,4 mln zł, zaś zysk netto był mniejszy niż rok wcześniej o 42,2% i wyniósł 9,2 mln zł. Spadki zysków wynikają częściowo z wysokiej bazy porównawczej, jaką stanowił udany rok 2021 dla Spółki.

Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, **fundamenty Spółki wciąż są solidne**, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na bezpiecznym poziomie 0,54. Na koniec września Esotiq & Henderson dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 4,8 mln zł, co **zapewnia płynność również na bezpiecznym poziomie**. (płynność bieżąca była powyżej wartości referencyjnych i wyniosła 2,5).

W naszej ocenie, **strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów**, wyzwanie stanowić będą jednak wysokości zysków na wszystkich poziomach.

tys. PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018
EBITDA	27 951	23 195	34 371	37 803	39 947
<i>marża EBITDA</i>	11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%
EBIT	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217
Zysk netto	8 500	5 090	13 377	14 888	15 984
Kapitał własny	79 179	78 221	86 371	94 035	102 431
Dług netto	33 879	46 606	46 084	40 768	36 616
P/E	4,0	7,7	12,8	4,9	4,4
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,5	4,8	3,2	2,8	2,5
EPS	3,8	2,3	6,0	6,7	7,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

Rekomendacja	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	47,2
Wycena DCF [PLN]	35,1
Wycena porównawcza [PLN]	66,2
Cena rynkowa [PLN]	29,2
Pot.wzrostu/spadku [%]	61,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	65,2
Free float [%]	59,5%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	EAH
Bloomberg	EAH PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

Spółka zajmuje się projektowaniem, produkcją i sprzedażą produktów odzieżowych (głównie bielizny) i kosmetycznych. Produkty dostępne są w ponad 200 salonach ESOTIQ i Eva Minge na terenie Polski i Europy.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

[%]

Jawoszek Mariusz	40,5
Esotiq&Henderson SA	11,3

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Rozwój sieci sprzedażowej	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03. oszacowana została na poziomie 42,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 35,1 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 66,2 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	35,1
Wycena Porównawcza	0,25	66,2
Cena wynikowa na dzień 13.03.2023		42,9
Cena docelowa na koniec 2023		47,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Rok 2021 był bardzo udany dla Spółki, ale wynikało to głównie z kilku pozytywnych czynników (relatywnie silny kurs złotego oraz niska presja inflacyjna), których powtórzenie w 2022 r. nie było możliwe i, w naszej ocenie, nie będzie w 2023 r.. Rozwój sprzedaży zakładamy w każdym segmencie, przy czym najwyższą dynamikę widzimy w kanale online, w tym poprzez platformę Vosedo.com, z realizacji której w grudniu 2022 wycofała się spółka Opono.pl. Uważamy, że wzrosty przychodów będą w znacznej mierze napędzane inflacją, stąd najwyższej dynamiki upatrujemy w roku 2023. W latach następnych wzrost sprzedaży będzie wykazywał tendencję malejącą. O ile na poziomie przychodów zakładamy wyższe wartości niż w latach ubiegłych, to na poziomie zysków spodziewamy się gorszych wyników niż rok wcześniej. Wzrosty sprzedaży oraz rozwój technologii RFID, przełoży się na wyższe wartości rocznych CAPEX-ów. W prognozach zakładamy także wypłatę dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZA z lutego br. W prognozach zakładamy także wypłatę dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZ z lutego br. dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZ z lutego br.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2022-24 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Esotiq & Henderson, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Wittchen	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
Średnia	10,5	9,7	24,8	2,4	2,5	2,1	6,8	5,7	4,8
Mediana	9,7	8,6	9,5	2,1	2,7	2,2	6,9	5,9	4,9
Esotiq & Henderson	12,8	4,9	4,4	0,7	0,6	0,6	4,7	3,2	2,7
Implikowana wycena (tys. PLN)	49 405	115 258	141 423	161 738	230 087	204 155	118 617	160 363	148 737
Wycena 1 akcji (PLN)	66,2								

Źródło: Bloomberg, PAP, DM Banku BPS SA, Spółka, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	173 737	205 852	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018
Koszty własny sprzedaży	-66 356	-72 140	-89 975	-104 809	-106 539	-112 931	-119 707
Zysk brutto na sprzedaży	107 381	133 712	150 414	157 214	173 826	184 256	195 311
Koszty sprzedaży	-80 791	-92 758	-117 790	-128 391	-134 575	-142 649	-151 208
Koszty zarządu	-18 643	-20 071	-26 443	-28 823	-29 438	-29 719	-31 502
Zysk/strata ze sprzedaży	7 947	20 883	6 181	0	9 813	11 887	12 601
Pozostałe przychody operacyjne	3 089	6 221	7 265	7 919	8 473	8 981	9 520
Pozostałe koszty operacyjne	-723	-1 051	-904	-904	-904	-904	-904
Wynik na aktywach niefinansowych	-2 498	-3 322	-130	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	7 815	22 731	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217
Przychody finansowe	27	41	5 051	2 546	3 799	3 172	3 485
Koszty finansowe	-2 577	-2 095	-3 042	-2 569	-2 805	-2 687	-2 746
Różnice kursowe	613	25	-1 175	0	0	0	0
Wynik na inwestycjach			-2 467				
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych			0	0	0	0	0
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć			0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	5 878	20 702	10 908	6 992	18 375	20 450	21 956
Podatek dochodowy	-2 035	-4 369	-2 409	-1 902	-4 998	-5 562	-5 972
Zysk/strata netto	3 843	16 333	8 500	5 090	13 377	14 888	15 984

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

BILANS (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	143 522	153 528	169 824	177 671	190 736	198 048	204 340
Aktywa trwałe	81 850	69 505	64 284	63 358	62 526	61 787	61 140
Rzeczowe aktywa trwałe	14 509	12 318	13 343	14 010	14 711	15 446	16 219
Wartości niematerialne i prawne	20 896	19 976	19 173	18 214	17 304	16 438	15 617
Wartość firmy	40	40	40	40	40	40	40
Nieruchomości inwestycyjne	-	-	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	41 643	32 442	30 309	29 703	29 109	28 527	27 956
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 001	1 279	1 418	1 390	1 362	1 335	1 308
Pozostałe aktywa długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-
Aktywa obrotowe	61 672	84 023	105 540	114 314	128 210	136 262	143 200
Zapasy	38 876	59 473	68 201	87 697	98 559	101 648	107 221
Należności handlowe	12 824	15 209	17 752	19 350	20 704	21 947	23 263
Pożyczki i pozostałe należności	680	588	634	611	623	617	620
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050	12 096
PASYWA	143 522	153 528	169 824	177 671	190 736	198 048	204 340
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	56 637	63 794	79 179	78 221	86 371	94 035	102 431
Kapitał podstawowy	224	224	224	224	224	224	224
Akcje/udziały własne	-	2 501	-	14 872	-	26 872	-
Kapitał zapasowy	53 925	55 603	68 600	68 600	68 600	68 600	68 600
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	4 989	20 663	25 227	28 269	40 419	52 083	64 479
Udziały niekontrolujące	-	2 621	-	3 824	-	3 824	-
Zobowiązania długoterminowe	41 158	32 960	41 806	45 331	47 826	38 203	41 835
Długoterminowe kredyty i pożyczki	36 954	29 004	40 318	43 250	46 398	36 799	40 702
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 724	3 715	1 488	2 081	1 428	1 403	1 132
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	480	241	241	241	241	241	241
Zobowiązania krótkoterminowe	48 348	60 598	52 664	57 943	60 363	69 634	63 898
Zobowiązania z tytułu instrumentów pochodnych	-	15	-	-	-	-	-
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	19 070	15 643	12 514	10 012	8 009	16 018	8 009
Zobowiązania handlowe	20 224	32 151	27 993	35 776	40 198	41 460	43 732
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	474	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046
Rezerwy	464	494	494	494	494	494	494
Pozostałe zobowiązania	7 495	8 616	8 616	8 616	8 616	8 616	8 616

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	29 067	23 936	10 095	9 202	23 999	30 993	31 479
Przepływy inwestycyjne	-2 180	-2 280	-6 418	-4 925	-6 906	-9 681	-13 565
Przepływy finansowe	-22 242	-22 164	6 523	-16 574	-15 425	-17 586	-17 868
Przepływy pieniężne netto	4 645	-508	10 200	-12 297	1 668	3 726	46
Środki pieniężne na początek okresu	4 616	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050
Środki pieniężne na koniec okresu	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050	12 096

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	205 852	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018	315 805
EBITDA	22 731	27 951	23 195	34 371	37 803	39 947	21 323
EBIT	22 731	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217	21 270
CIT	21,1%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
NOPLAT		9 130	5 107	12 654	14 534	15 446	15 484
Amortyzacja		15 410	16 180	16 989	17 839	18 731	18 731
CAPEX		-3 539	-4 955	-6 936	-9 711	-13 595	-13 595
Inwestycje w kapitał obrotowy		15 475	13 288	7 807	3 063	4 620	4 620
FCFF		5 526	3 045	14 900	19 599	15 961	15 961
WACC		12,7%	12,3%	11,9%	11,4%	10,8%	10,8%
DCFF		4 904	2 415	10 632	12 746	9 577	
Suma DCF		40 275,2					
Wartość rezydualna (TV)		151 937,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		82 316,1					
Udział zdyskontowanej TV w EV		67,1%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		122 591,3					
Środki pieniężne na 13.03.2023		9 081,7					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		53 177,0					
Dług netto na 13.03.2023		44 095,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		78 496,0					
Liczba akcji (tys.)		2 234					
Cena 1 akcji (PLN)		35,1					
Przychody zmiana r/r		16,8%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%	
EBIT zmiana r/r			-44,1%	147,8%	14,9%	6,3%	
FCF zmiana r/r			-44,9%	389,4%	31,5%	-18,6%	
Marża EBITDA		11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%	
Marża EBIT		5,2%	2,7%	6,2%	6,7%	6,7%	
Marża NOPLAT		3,8%	1,9%	4,5%	4,9%	4,9%	
CAPEX/Przychody		1,5%	1,9%	2,5%	3,3%	4,3%	
CAPEX/Amortyzacja		23,0%	30,6%	40,8%	54,4%	72,6%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
	8,8%	42,3	42,8	43,3	43,8	44,4	44,9	45,5
	9,3%	39,9	40,4	40,8	41,3	41,8	42,3	42,8
	9,8%	37,8	38,2	38,6	39,0	39,5	39,9	40,4
	10,3%	35,9	36,2	36,6	37,0	37,4	37,8	38,2
zmiana WACC dla TV	10,8%	34,1	34,5	34,8	35,2	35,5	35,9	36,2
	11,3%	32,6	32,9	33,2	33,5	33,8	34,1	34,5
	11,8%	31,1	31,4	31,7	32,0	32,3	32,6	32,9
	12,3%	29,8	30,0	30,3	30,6	30,8	31,1	31,4
	12,8%	28,5	28,8	29,0	29,3	29,5	29,8	30,0

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

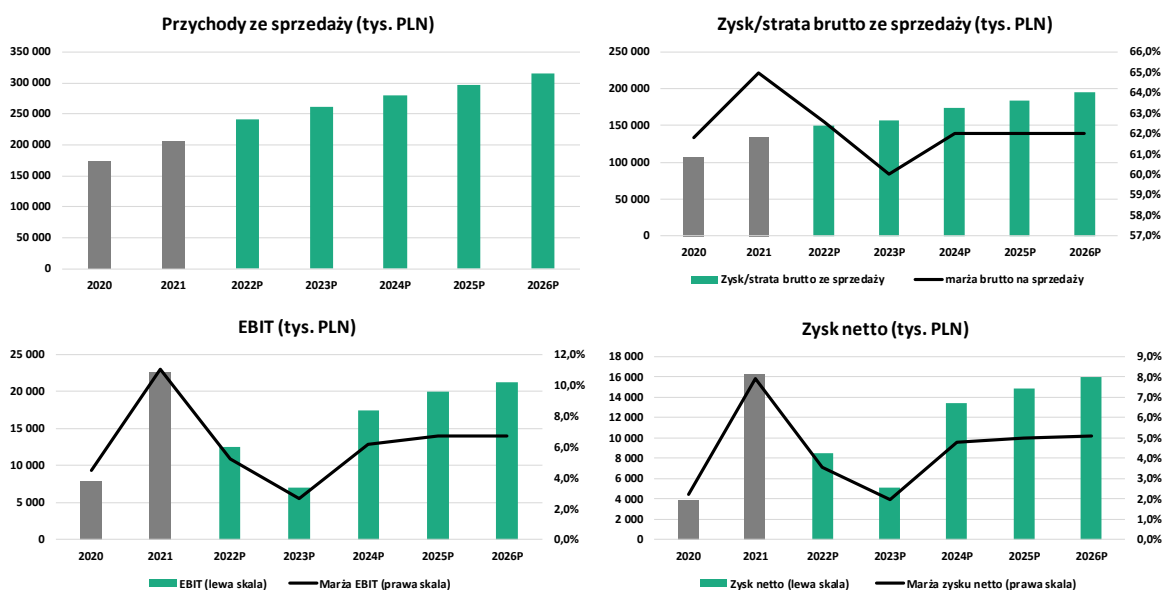
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,66 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 01.2020-02.2022).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy oraz skup akcji w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-3,4%	18,5%	16,8%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	4,7%	64,6%	-25,3%	-17,0%	48,2%	10,0%	5,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-11,0%	190,9%	-44,8%	-44,1%	147,8%	14,9%	6,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-0,7%	325,0%	-48,0%	-40,1%	162,8%	11,3%	7,4%
Marża brutto na sprzedaży	61,8%	65,0%	62,6%	60,0%	62,0%	62,0%	62,0%
Marża EBITDA	13,1%	18,2%	11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%
Marża EBIT	4,5%	11,0%	5,2%	2,7%	6,2%	6,7%	6,7%
Marża brutto	3,4%	10,1%	4,5%	2,7%	6,6%	6,9%	7,0%
Marża netto	2,2%	7,9%	3,5%	1,9%	4,8%	5,0%	5,1%
COGS / Przychody	38,2%	35,0%	37,4%	40,0%	38,0%	38,0%	38,0%
SG&A / Przychody	59,9%	48,3%	46,9%	55,0%	56,1%	55,2%	54,7%
SG&A / COGS	156,9%	137,8%	125,4%	137,6%	147,6%	145,2%	144,0%
ROE	6,8%	25,6%	10,7%	6,5%	15,5%	15,8%	15,6%
ROA	2,7%	10,6%	5,0%	2,9%	7,0%	7,5%	7,8%
Dług (tys. PLN)	56 024	44 647	52 832	53 262	54 407	52 818	48 711
D/(D+E)	0,50	0,41	0,40	0,41	0,39	0,36	0,32
D/E	0,99	0,70	0,67	0,68	0,63	0,56	0,48
EV (tys. PLN)	18 455	29 324	31 339	18 612	19 134	24 450	28 602
Dług / EV	3,04	1,52	1,69	2,86	2,84	2,16	1,70
CAPEX / Przychody	1,36%	1,39%	1,47%	1,89%	2,47%	3,27%	4,32%
CAPEX / Amortyzacja	15,8%	19,5%	23,0%	30,6%	40,8%	54,4%	72,6%
Amortyzacja / Przychody	8,6%	7,1%	6,4%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%
Zmiana KO / Przychody	-4,7%	5,3%	6,4%	5,1%	2,8%	1,0%	1,5%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

VRG

VRG
VISTULA RETAIL GROUP

Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako bardzo dobre. Po trzech kwartałach 2022 Grupa VRG wypracowała sprzedaż w wysokości 905 mln zł, co oznacza wzrost o 25,5% r/r. Wstępne dane za IV kwartał sugerują dalszą poprawę – przychody wzrosły o 7,4% do 374,5 mln zł. Według naszych wyliczeń marża brutto na sprzedaży w całym 2022 r. była na podobnym poziomie co rok wcześniej i wyniosła 53,3 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach wyniósł do 98,6 mln zł (ponad dwukrotnie wyższy niż rok wcześniej), zaś zysk netto był wyższy o 72% i wyniósł 45,6 mln zł. Do znacznego wzrostu zysków w dużej mierze przyczynił się dalszy wzrost przychodów w segmencie jubilerskim.

Fundamenty Spółki uważamy za stabilne, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na umiarkowanie niskim poziomie 0,40. Na koniec września Grupa VRG dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 57,8 mln zł, co zapewnia płynność również na bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była w granicach wartości referencyjnych i wyniosła 1,81).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwaniem stanowiąc będą jednak wysokości zysków na wszystkich poziomach.

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	5,0
Wycena DCF [PLN]	5,3
Wycena porównawcza [PLN]	3,7
Cena rynkowa [PLN]	3,3
Pot.wzrostu/spadku [%]	52,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	755,0
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	VRG
Bloomberg	VRG PW

Analityk

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

Grupa specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W skład grupy wchodzi obecnie pięć głównych marek: Vistula oraz Bytom, Deni Cler Milano, Wólczanka oraz W.KRUK.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
OFE PZU Złota Jesień	19,0
Jerzy Mazgaj	16,4
Ipopema 21 FIZ AN	15,4
OFE Nationale Nederlanden	13,97
TFI Forum SA	7,23

Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej
Konkurencyjna oferta

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 069 927	1 308 256	1 418 182	1 618 838	1 853 474	2 128 482
EBITDA	201 771	232 758	243 961	273 721	301 368	343 894
marża EBITDA	18,9%	17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%
EBIT	97 685	151 126	131 607	157 789	181 701	220 367
Zysk netto	66 310	81 891	72 216	92 023	111 202	142 621
Kapitał własny	889 664	93 909	183 065	296 673	433 960	610 036
Dług netto	240 555	262 164	202 446	112 706	43 817	-33 521
P/E	11,9	9,6	10,9	8,6	7,1	5,5
P/BV	0,9	8,4	4,3	2,7	1,8	1,3
EV/EBITDA	5,1	4,5	4,1	3,3	2,8	2,2
EPS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 4,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 5,3zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 3,7 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,3
Wycena Porównawcza	0,25	3,7
Cena wynikowa na dzień 13.03		4,9
Cena docelowa na koniec 2023		5,0

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

VRG podobnie jak pozostałe spółki z segmentu ma za sobą trzy wymagające lata. Jednak dzięki posiadanemu modelowi biznesu - dwóm segmentom (odzieżowy i jubilerski) w naszej ocenie poradziła sobie lepiej od konkurentów. Przychody segmentu odzieżowego w czasie pandemii spadły nie tylko z uwagi na zamknięcie galerii handlowych, gdzie głównie są zlokalizowane salony marek należących do Grupy, lecz również na skutek pracy zdalnej i zmniejszonemu popytowi na odzież biznesową. Znacznie bardziej odporny na pandemię okazał się segment jubilerski, w którym przychody spadły jedynie o 6,3%, a w 2021 wzrosły o rekordowe 42%. Tym samym udział tego segmentu wzrósł w przychodach ogółem Grupy z 35,2% w 2019 roku do 46,8% w roku 2021. Uważamy, że segment jubilerski będzie szybciej się rozwijać a jego udział w przychodach ogółem będzie dalej rosł. Biorąc pod uwagę marżę brutto na sprzedaży, obydwa segmenty prezentują się podobnie, z tą różnicą, że segment jubilerski ma zdecydowanie wyższą sprzedaż na m², co przy rosnących kosztach czynszów, energii oraz wynagrodzeń może mieć istotne znaczenie w najbliższych latach. Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu były trzymane w ryzach w ostatnich latach i rosły w niższej dynamice w stosunku do przychodów. Prognozujemy średnią dynamikę zysku netto na poziomie 16,2% w najbliższych latach. Głównym czynnikiem ryzyka jaki widzimy są niskie nakłady inwestycyjne w rozwój zarówno sprzedaży on-line jak również sklepów. VRG zakłada, że powierzchnia sklepów w 2023 roku wzrośnie o 4% r/r.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Wittchen	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
Monnari Trade	9,6	9,6	9,6	-	-	-	3,5	3,3	3,3
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
Średnia	10,5	10,0	8,9	3,2	2,7	2,3	5,3	4,7	4,2
Mediana	9,6	9,6	9,6	3,2	2,7	2,3	3,9	3,9	3,8
VRG	9,6	10,9	8,6	1,0	1,0	0,8	5,9	3,8	3,6
Implikowana wycena (tys. PLN)	695 441	886 177	1 070 880	592 482	809 626	992 559	757 003	943 773	1 115 066
Wycena 1 akcji (PLN)	3,73								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	853 714	1 069 927	1 308 256	1 418 182	1 618 838	1 853 474	2 128 482
Segment odzieżowy	501 378	569 602	678 721	709 649	765 536	825 825	890 862
Segment jubilerski	352 336	500 325	629 535	708 533	853 301	1 027 649	1 237 621
Koszty własny sprzedaży	-436 370	-501 739	-610 874	-683 160	-779 423	-891 943	-1 023 773
Zysk brutto na sprzedaży	417 344	568 188	697 382	735 022	839 415	961 531	1 104 709
Koszty sprzedaży	-339 794	-382 631	-455 498	-503 879	-575 131	-658 444	-756 086
Koszty zarządu	-77 046	-81 802	-89 920	-97 874	-105 224	-120 476	-127 709
Zysk/strata ze sprzedaży	504	103 755	151 964	133 269	159 059	182 612	220 914
Pozostałe przychody operacyjne	14 782	13 832	9 087	8 202	8 535	8 882	9 242
Pozostałe koszty operacyjne	-27 209	-19 902	-9 926	-9 864	-9 806	-9 792	-9 790
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 11 923	97 685	151 126	131 607	157 789	181 701	220 367
Przychody finansowe	2 060	46	1 672	1 826	1 842	1 842	1 841
Koszty finansowe	-38 211	-13 985	-49 976	-44 277	-46 023	-46 256	-46 132
Zysk/strata brutto	- 48 074	83 746	102 821	89 156	113 608	137 287	176 076
Podatek dochodowy	-96	-17 436	-20 931	-16 940	-21 586	-26 085	-33 454
Zysk/strata netto	- 48 170	66 310	81 891	72 216	92 023	111 202	142 621

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	1 457 995	1 494 392	1 628 690	1 688 476	1 945 678	2 031 542	2 147 921
Aktywa trwałe	889 789	867 808	861 369	878 719	896 898	915 953	935 928
Rzeczowe aktywa trwałe	373 316	340 090	332 343	348 585	365 620	383 489	402 230
Wartości niematerialne i prawne	498 990	500 459	500 876	500 876	500 876	500 876	500 876
Inwestycje długoterminowe	905	905	901	901	901	901	901
Pozostałe aktywa długoterminowe	16 283	26 115	26 976	28 071	29 211	30 397	31 632
Aktywa obrotowe	568 206	626 584	767 321	809 757	1 048 780	1 115 589	1 211 993
Zapasy	505 584	499 173	581 555	669 863	764 722	875 654	1 005 683
Należności krótkoterminowe	13 332	12 839	21 294	24 250	27 699	31 735	36 467
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	48 839	114 572	85 615	42 437	184 081	136 074	97 740
Pozostałe aktywa	451	-	-	-	-	-	-
PASYWA	1 457 995	1 494 392	1 628 690	1 688 476	1 945 678	2 031 542	2 147 921
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	815 116	889 664	93 909	183 065	296 673	433 960	610 036
Kapitał podstawowy	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	44 787	133 943	247 551	384 838	560 914
Udziały niekontrolujące	-	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	307 227	272 165	1 189 600	1 156 157	1 243 757	1 194 940	1 130 447
Długoterminowe kredyty i pożyczki	47 196	33 658	23 999	37 655	58 511	51 167	45 659
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	258 354	236 957	203 596	125 196	151 796	73 396	5 004
Długoterminowe zobowiązania handlowe	438	429	-	-	-	-	-
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1 239	1 121	1 121	1 121	1 121	1 121	1 121
Zobowiązania krótkoterminowe	335 652	332 563	345 180	349 254	405 248	402 642	407 438
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	11 289	20 604	45 520	54 624	68 528	63 632	59 960
Zobowiązania z tytułu leasingu	98 839	97 566	98 663	65 063	76 463	42 863	9 263
Zobowiązania handlowe	199 240	193 162	188 150	216 720	247 410	283 300	325 368
Pozostałe zobowiązania	26 284	21 231	12 847	12 847	12 847	12 847	12 847

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	143 207	191 524	135 943	127 923	143 348	161 000	179 711
Przepływy inwestycyjne	- 16 143	- 16 543	- 20 217	- 24 000	- 24 000	- 24 000	- 24 000
Przepływy finansowe	- 103 505	- 109 253	- 144 683	- 147 100	- 22 296	- 185 006	- 194 045
Przepływy pieniężne netto	23 559	65 728	- 28 957	43 178	141 644	48 006	38 334
Środki pieniężne na początek okresu	9 137	32 696	98 424	69 467	26 289	167 933	119 926
Środki pieniężne na koniec okresu	32 696	98 424	69 467	26 289	167 933	119 926	81 592

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	1 069 927	1 308 256	1 418 182	1 618 838	1 853 474	2 128 482	2 133 803
EBITDA	201 771	232 758	243 961	273 721	301 368	343 894	221 470
EBIT	97 685	151 126	131 607	157 789	181 701	220 367	220 917
CIT	20,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT		122 412	106 602	127 809	147 178	178 497	178 943
Amortyzacja		81 633	112 354	115 932	119 667	123 527	123 527
CAPEX		-24 238	-24 000	-24 000	-24 000	-24 000	-24 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		95 849	62 694	67 619	79 078	92 693	92 693
FCFF		83 957	132 262	152 122	163 767	185 331	185 331
WACC		14,1%	13,0%	12,7%	11,5%	10,3%	10,3%
DCFF		73 597	103 651	106 176	105 801	113 415	
Suma DCF		502 639,0					
Wartość rezydualna (TV)		1 840 361,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 020 867,9					
Udział zdyskontowanej TV w EV		67,0%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		1 523 506,9					
Środki pieniężne na 13.03.2023		79 108,5					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		358 330,9					
Dług netto na 13.03.2023		279 222,4					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		1 244 284,5					
Liczba akcji (tys.)		234 456					
Cena 1 akcji (PLN)		5,31					
Przychody zmiana r/r		22,3%	8,4%	14,1%	14,5%	14,8%	
EBIT zmiana r/r			-12,9%	19,9%	15,2%	21,3%	
FCF zmiana r/r			57,5%	15,0%	7,7%	13,2%	
Marża EBITDA		17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%	
Marża EBIT		11,6%	9,3%	9,7%	9,8%	10,4%	
Marża NOPLAT		9,4%	7,5%	7,9%	7,9%	8,4%	
CAPEX/Przychody		1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	
CAPEX/Amortyzacja		29,7%	21,4%	20,7%	20,1%	19,4%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
8,3%	6,19	6,26	6,32	6,39	6,45	6,52	6,60	
8,8%	5,90	5,95	6,01	6,07	6,13	6,19	6,26	
9,3%	5,63	5,68	5,73	5,79	5,84	5,90	5,95	
9,8%	5,40	5,44	5,49	5,53	5,58	5,63	5,68	
zmiana WACC dla TV	10,3%	5,18	5,22	5,26	5,31	5,35	5,40	5,44
	10,8%	4,99	5,02	5,06	5,10	5,14	5,18	5,22
	11,3%	4,81	4,84	4,88	4,91	4,95	4,99	5,02
	11,8%	4,65	4,68	4,71	4,74	4,78	4,81	4,84
	12,3%	4,50	4,53	4,56	4,59	4,62	4,65	4,68

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

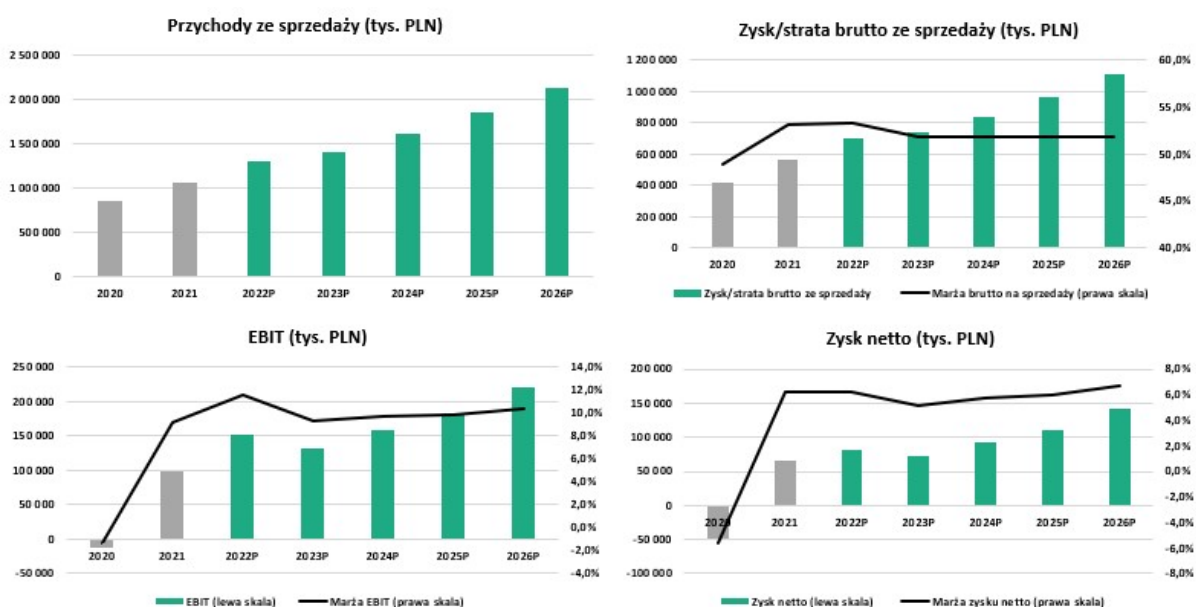
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,62(co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 p.p. r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-20,1%	25,3%	22,3%	8,4%	14,1%	14,5%	14,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	-50,4%	105,0%	15,4%	4,8%	12,2%	10,1%	14,1%
EBIT (zmiana, r/r)	-113,6%	-919,3%	54,7%	-12,9%	19,9%	15,2%	21,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-175,3%	-237,7%	23,5%	-11,8%	27,4%	20,8%	28,3%
Marża brutto na sprzedaży	48,9%	53,1%	53,3%	51,8%	51,9%	51,9%	51,9%
Marża EBITDA	11,5%	18,9%	17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%
Marża EBIT	-1,4%	9,1%	11,6%	9,3%	9,7%	9,8%	10,4%
Marża brutto	-5,6%	7,8%	7,9%	6,3%	7,0%	7,4%	8,3%
Marża netto	-5,6%	6,2%	6,3%	5,1%	5,7%	6,0%	6,7%
COGS / Przychody	51,1%	46,9%	46,7%	48,2%	48,1%	48,1%	48,1%
SG&A / Przychody	55,0%	39,0%	35,5%	38,5%	37,2%	36,7%	36,6%
SG&A / COGS	107,5%	83,1%	76,0%	79,8%	77,2%	76,3%	76,1%
ROE	-5,9%	7,5%	87,2%	39,4%	31,0%	25,6%	23,4%
ROA	-3,3%	4,4%	5,0%	4,3%	4,7%	5,5%	6,6%
Dług (tys. PLN)	415 678	388 785	371 778	282 538	355 298	231 058	109 878
D/(D+E)	0,34	0,30	0,80	0,61	0,54	0,35	0,15
D/E	0,51	0,44	3,96	1,54	1,20	0,53	0,18
EV (tys. PLN)	421 161	513 787	501 837	547 899	616 783	693 016	775 862
Dług / EV	0,99	0,76	0,74	0,52	0,58	0,33	0,14
CAPEX / Przychody	2,00%	1,66%	1,85%	1,69%	1,48%	1,29%	1,13%
CAPEX / Amortyzacja	15,5%	17,1%	29,7%	21,4%	20,7%	20,1%	19,4%
Amortyzacja / Przychody	12,9%	9,7%	6,2%	7,9%	7,2%	6,5%	5,8%
Zmiana KO / Przychody	-5,2%	-0,1%	7,3%	4,4%	4,2%	4,3%	4,4%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Monnari Trade

monnari

Wyniki Monnari Trade za 2022 r. są bardzo dobre. Po trzech kwartałach Spółka wypracowała przychody na poziomie 194,9 mln zł, co oznacza wzrost o 31,8% r/r. **Wstępne szacunki za IV kwartał sugerują, że łącznie w 2022 r. Spółka zwiększyła sprzedaż o 24,5%** (288,4 mln zł wobec 231,6 mln zł w 2021). **Na poziomie marży brutto ze sprzedaży również widać poprawę** – marża wzrosła o 2,6 p.p. r/r do 57,3%. Największe wzrosty miały jednak miejsce na poziomie zysków. Zysk operacyjny po trzech kwartałach wyniósł 21,9 mln zł wobec minus 1,5 mln zł straty operacyjnej w 2021 r. Zysk netto zanotował ponad 13-krotny wzrost i wyniósł 56,5 mln zł. **Wynik netto był jednak naznaczony wydarzeniami jednorazowymi** (zysk ze sprzedaży części Ogrodów Geyera w wysokości 43,9 mln zł oraz umorzenie pożyczki z PFR w wysokości 11,4 mln zł) i miał w znacznej mierze charakter księgowy. **Fundamenty Spółki oceniamy jako solidne** głównie dzięki niskiemu zadłużeniu oprocentowanemu oraz wysokim nadwyżkom środków pieniężnych. Stopa zadłużenia ukształtowała się na niskim i bezpiecznym poziomie (0,21). Na koniec 3. kwartału Spółka dysponowała 51 mln zł gotówki, (płynność bieżącą na wysokim poziomie 3,9). Zakładamy, że udzielona w styczniu pożyczka w wysokości 6 382,4 mln euro spółce Rank Progress zmniejszy zasób gotówki.

tys. PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592
EBITDA	44 699	31 660	33 782	34 697	36 686
marża EBITDA	15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%
EBIT	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639
Zysk netto	69 542	18 633	21 401	20 649	21 651
Kapitał własny	281 495	307 940	335 070	357 954	382 143
Dług netto	-52 343	-27 897	-33 845	-66 390	-75 353
P/E	2,1	7,9	6,9	7,1	6,8
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,1	3,8	3,4	2,3	2,0
EPS	2,3	0,6	0,7	0,7	0,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	8,6
Wycena DCF [PLN]	5,8
Wycena porównawcza [PLN]	14,1
Cena rynkowa [PLN]	4,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	79,0%
Kapitalizacja [mln PLN]	147,1
Free float [%]	61,3%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	MON
Bloomberg	MON PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

Spółka skupia się na tworzeniu własnych kolekcji, skierowanych głównie do kobiet powyżej 30. roku życia. Ich produkcja jest zlecana na zewnątrz, po czym spółka prowadzi sprzedaż kolekcji poprzez sieć własnych salonów firmowych oraz sklep internetowy.
Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Misztal Mirosław	33,1
MONNARI TRADE S.A.	15,0
Fair Sp. z o.o.	8,3

Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej
Konkurencyjna oferta
Wysoki poziom gotówki

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03. oszacowana została na poziomie 7,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 5,8 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 14,1 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,8
Wycena Porównawcza	0,25	14,1
Cena wynikowa na dzień 13.03		7,9
Cena docelowa na koniec 2023		8,6

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Rok 2022 był bardzo udany dla Spółki, głównie dzięki zasileniu środkami pieniężnymi z tytułu sprzedaży części Ogrodów Geyera. Nie spodziewamy się powtórzenia tak dobrych wyników na poziomie zysków w okresie szczegółowej prognozy. Zakładamy, że największe wzrosty przychodów będą miały miejsce w 2023 r., co napędzane będzie wciąż wysoką inflacją oraz wsparciem gospodarstw domowych poprzez transfery socjalne wynikające z roku wyborczego. W latach następnych prognozujemy osłabienie dynamiki przychodów. Zakładamy kształtowanie się marży brutto na sprzedaży w wysokości 55% oraz pozytywną kontrybucję odsetek od udzielonej pożyczki Spółce Rank Progress do wyniku netto w latach 2023-2024. Konserwatywnie podchodzimy do utrzymania dyscypliny kosztowej i tym samym kształtowania się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu z uwagi na presję inflacyjną w gospodarce krajowej.

Prognozowany przez nas CAPEX wynika z wydatków związanych z rozbudową sieci salonów sprzedaży marki Monnari oraz Femestage, a także kosztów inwestycji w pozostałą część Ogrodów Geyera.

W naszych prognozach zakładamy brak wypłaty dywidend.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Monnari Trade metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Esotiq & Henderson	6,0	5,4	-	1,0	0,9	-	3,4	3,2	-
Średnia	10,5	9,5	31,1	2,2	2,3	2,3	6,6	5,5	5,2
Mediana	9,7	8,6	11,3	1,7	2,3	2,9	6,9	5,9	5,6
Monnari Trade	6,9	6,7	7,9	0,5	0,4	0,4	3,8	3,4	2,3
Implikowana wycena (tys. PLN)	180 851	184 399	233 840	559 976	831 888	1 121 918	251 156	236 343	266 445
Wycena 1 akcji (PLN)	14,1								

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	232 422	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592	346 456
EBITDA	19 337	44 699	31 660	33 782	34 697	36 686	23 758
EBIT	19 337	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639	23 698
CIT	3,7%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
NOPLAT		30 345	17 011	18 104	18 226	19 192	19 239
Amortyzacja		7 321	10 707	11 482	12 247	13 047	13 079
CAPEX		-1 763	-2 710	-3 296	-3 994	-4 840	-4 852
Inwestycje w kapitał obrotowy		56 234	16 370	16 204	14 953	9 471	9 495
FCFF		-20 331	8 637	10 086	11 526	17 927	17 927
WACC		12,1%	11,6%	11,8%	11,1%	10,6%	10,6%
DCFF		-18 132	6 941	7 218	7 575	10 820	
Suma DCF		14 422,7					
Wartość rezydualna (TV)		172 793,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		94 278,7					
Udział zdyskontowanej TV w EV		86,7%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		108 701,4					
Środki pieniężne na 13.03.2023		66 215,4					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		33 496,2					
Dług netto na 13.03.2023	-	32 719,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		35 700					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		177 120,6					
Liczba akcji (tys.)		30 563					
Cena 1 akcji (PLN)		5,80					
Przychody zmiana r/r		24,1%	8,3%	4,0%	1,7%	4,7%	
EBIT zmiana r/r			-43,9%	6,4%	0,7%	5,3%	
FCF zmiana r/r			-142,5%	16,8%	14,3%	55,5%	
Marża EBITDA		15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%	
Marża EBIT		13,0%	6,7%	6,9%	6,8%	6,8%	
Marża NOPLAT		10,5%	5,4%	5,6%	5,5%	5,6%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
	8,6%	6,40	6,44	6,49	6,53	6,58	6,63	6,68
	9,1%	6,20	6,24	6,28	6,32	6,36	6,40	6,44
	9,6%	6,02	6,05	6,09	6,13	6,16	6,20	6,24
	10,1%	5,86	5,89	5,92	5,95	5,99	6,02	6,05
zmiana WACC dla TV	10,6%	5,71	5,74	5,77	5,80	5,83	5,86	5,89
	11,1%	5,58	5,60	5,63	5,65	5,68	5,71	5,74
	11,6%	5,45	5,48	5,50	5,53	5,55	5,58	5,60
	12,1%	5,34	5,36	5,38	5,41	5,43	5,45	5,48
	12,6%	5,24	5,26	5,28	5,30	5,32	5,34	5,36

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,69 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy brak wypłaty dywidendy w całym okresie prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	209 408	232 422	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	196 271	216 645	248 117	290 181	301 684	306 708	320 984
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	9 429	10 827	13 340	15 601	16 220	16 490	17 257
Sprzedaż usług najmu	2 591	3 760	4 316	5 048	5 248	5 335	5 584
Sprzedaż pozostałych usług	432	1 116	1 281	1 498	1 558	1 584	1 657
Sprzedaż materiałów	685	74	85	99	103	105	110
Koszty własny sprzedaży	-96 225	-104 783	-123 104	-140 592	-146 166	-148 599	-155 516
Zysk brutto na sprzedaży	113 183	127 639	165 312	171 835	178 647	181 622	190 075
Koszty sprzedaży	- 107 823	- 97 552	-116 857	-130 197	-135 350	-137 840	-143 768
Koszty zarządu	- 11 682	- 15 997	-19 643	-21 531	-21 113	-21 464	-22 809
Zysk/strata ze sprzedaży	- 6 322	14 090	28 812	20 107	22 184	22 317	23 498
Pozostałe przychody operacyjne	7 057	12 410	19 181	4 921	5 121	5 329	5 545
Pozostałe koszty operacyjne	- 28 864	- 7 163	-10 616	-4 075	-5 005	-5 196	-5 404
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 28 129	19 337	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639
Przychody finansowe	1 094	228	1 928	3 137	4 293	2 353	2 353
Koszty finansowe	- 3 228	- 1 512	-1 269	-709	-314	-75	-18
Wynik na inwestycjach	- 438	- 327	43 990	330	330	330	330
Udział w wyniku jedn. stow. i wspólnych przedsięwzięć	- 96	3 775	-408	-103	-103	-103	-103
Zysk/strata brutto	- 30 797	21 501	81 618	23 609	26 506	24 955	26 202
Podatek dochodowy	358	- 805	-12 077	-4 976	-5 104	-4 306	-4 551
Zysk/strata netto	- 30 439	20 696	69 542	18 633	21 401	20 649	21 651

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

BILANS (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	309 762	352 373	393 324	402 882	448 684	435 814	471 101
Aktywa trwałe	193 247	185 680	146 656	181 154	156 173	161 520	167 269
Rzeczowe aktywa trwałe	43 555	39 521	40 680	42 668	44 754	46 941	49 235
Wartości niematerialne i prawne	323	210	548	548	548	548	548
Wartość firmy	129	129	129	129	129	129	129
Nieruchomości inwestycyjne	110 737	114 556	79 393	83 273	87 343	91 612	96 089
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	27 871	20 220	16 795	15 491	14 289	13 180	12 156
Inwestycje w jednostki powiązane	1 361	564	330	330	330	330	330
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 264	10 473	8 773	8 773	8 773	8 773	8 773
Pozostałe aktywa długoterminowe	7	7	7	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	116 515	166 693	246 668	221 727	292 510	274 293	303 833
Zapasy	56 262	62 133	81 623	84 937	88 386	91 975	103 764
Należności handlowe	33 778	33 168	37 062	40 986	41 160	42 808	42 881
Aktywa finansowe	102	607	35 700	35 700	65 633	35 700	35 700
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	26 213	70 606	92 065	59 863	97 063	103 571	121 242
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	160	179	218	240	267	239	245
PASYWA	309 762	352 373	393 324	402 882	448 684	435 814	471 101
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	190 950	211 451	281 495	307 940	335 070	357 954	382 143
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497
Kapitał zapasowy	138 329	126 476	126 475	126 475	126 475	126 475	126 475
Pozostałe kapitały	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	41 409	73 763	143 808	170 253	197 383	220 267	244 456
Udziały niekontrolujące	- 2 069	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	50 694	40 494	39 673	30 012	58 949	26 849	26 683
Długoterminowe kredyty i pożyczki	6 000	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	36 881	32 716	30 882	21 221	50 158	18 058	17 892
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 813	7 778	7 778	7 778	7 778	7 778	7 778
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	-	-	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
Zobowiązania krótkoterminowe	70 187	100 428	72 156	64 929	54 664	51 010	62 275
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	14 009	864	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	3 832	2 043	8 840	10 745	13 061	19 122	27 997
Zobowiązania handlowe	49 182	93 625	60 775	51 643	39 063	29 347	31 738
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	195	818	-	-	-	-	-
Rezerwy	2 969	3 078	2 541	2 541	2 541	2 541	2 541

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

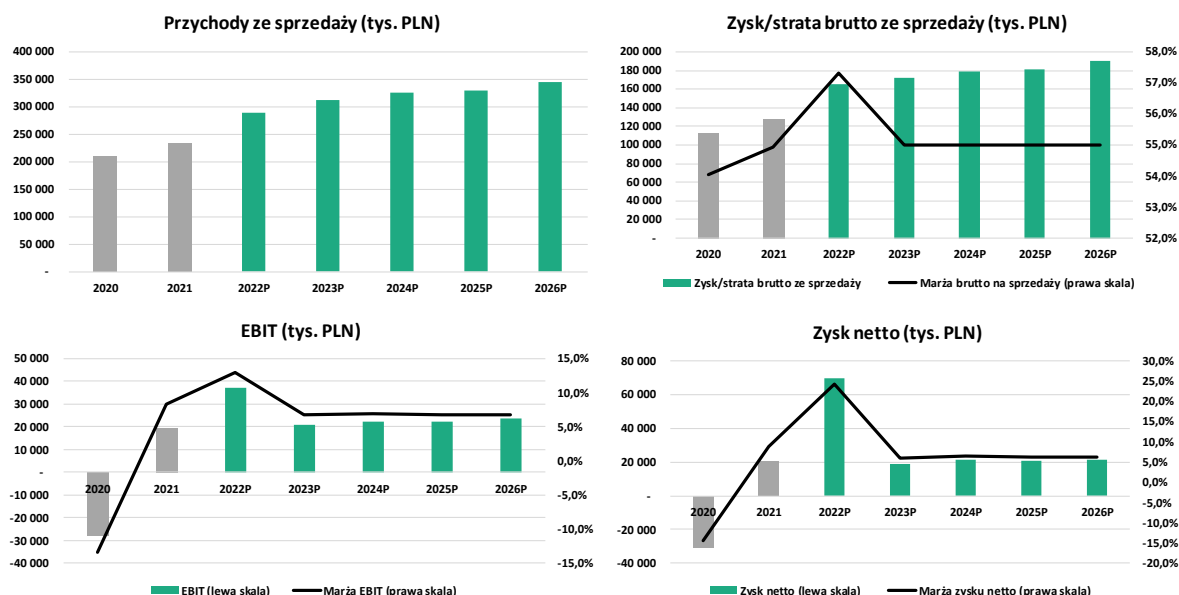
RACHUNEK PRZEPIYWÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	34 532	29 296	12 164	2 975	13 154	15 475	27 480
Przepływy inwestycyjne	- 8 556	32 824	- 1 281	- 35 819	23 403	- 7 216	- 8 056
Przepływy finansowe	- 13 452	- 17 702	6 681	643	643	- 1 752	- 1 752
Przepływy pieniężne netto	12 523	44 418	17 564	- 32 201	37 200	6 507	17 671
Środki pieniężne na początek okresu	12 770	25 339	69 733	87 297	55 095	92 295	98 803
Środki pieniężne na koniec okresu	25 339	69 733	87 297	55 095	92 295	98 803	116 474

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-25,8%	11,0%	24,1%	8,3%	4,0%	1,7%	4,7%
EBITDA (zmiana, r/r)	-125,9%	-430,5%	48,6%	-29,2%	6,7%	2,7%	5,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-312,3%	-168,7%	93,3%	-43,9%	6,4%	0,7%	5,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-358,8%	-168,0%	236,0%	-73,2%	14,9%	-3,5%	4,9%
Marża brutto na sprzedaży	54,0%	54,9%	57,3%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Marża EBITDA	-4,3%	12,9%	15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%
Marża EBIT	-13,4%	8,3%	13,0%	6,7%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża brutto	-14,7%	9,3%	28,3%	7,6%	8,2%	7,6%	7,6%
Marża netto	-14,5%	8,9%	24,1%	6,0%	6,6%	6,3%	6,3%
COGS / Przychody	46,0%	45,1%	80,7%	-45,0%	-45,0%	-45,0%	-45,0%
SG&A / Przychody	69,6%	51,4%	39,4%	43,7%	46,7%	47,4%	46,1%
SG&A / COGS	151,4%	114,0%	48,8%	-97,1%	-103,8%	-105,3%	-102,4%
ROE	-15,9%	9,8%	24,7%	6,1%	6,4%	5,8%	5,7%
ROA	-9,8%	5,9%	17,7%	4,6%	4,8%	4,7%	4,6%
Dług (tys. PLN)	60 722	35 623	39 722	31 966	63 219	37 181	45 889
D/(D+E)	0,24	0,14	0,12	0,09	0,16	0,09	0,11
D/E	0,32	0,17	0,14	0,10	0,19	0,10	0,12
EV (tys. PLN)	112 591	182 083	199 443	174 997	180 945	213 490	222 453
Dług / EV	0,54	0,20	0,20	0,18	0,35	0,17	0,21
CAPEX / Przychody	1,25%	1,23%	0,61%	0,87%	1,01%	1,21%	1,40%
CAPEX / Amortyzacja	13,8%	26,6%	24,1%	25,3%	28,7%	32,6%	37,1%
Amortyzacja / Przychody	9,1%	4,6%	2,5%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	-24,6%	-16,9%	19,5%	5,2%	5,0%	4,5%	2,7%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Cocodrillo



Wojna w Ukrainie miała silny negatywny wpływ wyniki Cocodrillo w 2022 r. Spółka początkowo wstrzymała dostawy towarów do Rosji, a ostatecznie musiała się wycofać z tego rynku. Skutkiem była mniejsza sprzedaż niż rok temu. Po trzech kwartałach Cocodrillo wypracowało przychody na poziomie 302,5 mln zł, co oznacza spadek o 1,9% r/r. Dokonane odpisy, ujemne różnice kursowe wynikające z niestabilności białoruskiego rubla (Cocodrillo prowadzi sprzedaż na Białorusi) oraz wysokie koszty finansowe spowodowały, że na niektórych poziomach zysków Spółka utraciła rentowność. Po trzech kwartałach 2022 Spółka wypracowała wprawdzie dodatni wynik operacyjny, ale był on ponad 4-krotnie niższy niż rok temu (6,9 mln zł wobec 28,7 mln zł). Z kolei, strata netto wyniosła minus 7,4 mln zł podczas gdy rok temu w analogicznym okresie zysk netto wyniósł 19,8 mln zł.

Problemy operacyjne osłabiły fundamenty Spółki. Stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na wysokim, niebezpiecznym poziomie 0,79. Na koniec września Cocodrillo dysponowało środkami pieniężnymi w wysokości 5,2 mln zł, co nie zapewnia płynności na bezpiecznym i stabilnym poziomie (płynność bieżąca była poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 0,99). W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wykazuje potencjał do wzrostów głównie za sprawą kanału e-commerce, a na wynik netto nie powinny już wpływać wydarzenia jednorazowe.

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	444 247	479 787	518 170	549 260	582 215	617 148
EBITDA	64 308	37 352	42 940	44 934	47 402	49 841
marża EBITDA	14,5%	7,8%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%
EBIT	44 290	19 336	24 743	26 555	28 840	31 094
Zysk netto	32 934	5 069	19 400	22 711	28 331	32 163
Kapitał własny	79 185	79 287	97 993	118 048	143 268	171 552
Dług netto	69 413	95 024	84 127	82 020	64 051	39 080
P/E	3,3	21,2	5,5	4,7	3,8	3,3
P/BV	1,4	1,4	1,1	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	2,8	5,4	4,5	4,2	3,6	2,9
EPS	5,4	0,8	3,2	3,8	4,7	5,3

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	26,8
Wycena DCF [PLN]	20,3
Wycena porównawcza [PLN]	37,2
Cena rynkowa [PLN]	17,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	50,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	107,5
Free float [%]	17,4%
Sektor	odzież i obuwanie
Kod GPW	CDL
Bloomberg	CDL PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

Grupa jest dystrybutorem odzieży dziecięcej, którą sprzedaje pod marką własną w Polsce i zagranicą. Działalnością uzupełniającą jest sprzedaż wyrobów producentów krajowych pod markami uzupełniającymi, głównie zabawek i akcesoriów. Sprzedaż prowadzona jest także online.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Forsmart Ltd.	41,39%
Dworczak Marek	20,62%
Przybyła Tomasz	20,62%

Czynniki wzrostu Czynniki ryzyka

Rozwój omnichannel	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa
Umiejdzynarodowienie	Spadek kursu złotego

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 24,5 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 20,3 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 37,2 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	20,3
Wycena Porównawcza	0,25	37,2
Cena wynikowa na dzień 13.03		24,5
Cena docelowa na koniec 2023		26,8

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

W naszych prognozach zakładamy, mimo wyjścia z rynku rosyjskiego, rosnącą tendencję w zakresie przychodów. Coccodrillo stawia na umiędzynarodowienie sprzedaży w Europie Środkowo-Wschodniej w formule omnichannel. W I półroczu 2022 Spółka pozyskała nowego dystrybutora w Serbii oraz otworzyła dwa nowe kornery w Mołdawii oraz w Czarnogórze. Na rynku białoruskim, na którym Coccodrillo prowadzi największy sieć supermarketów dla dzieci – Buslik, Coccodrillo, kontynuuje działalność. Spółka konsekwentnie umacnia swoją obecność w Internecie, rozwijając sprzedaż zarówno poprzez zewnętrzne marketplace'y jak i uruchamiając własną platformę sprzedażową Mokida.com. Zakładamy, że katalizatorem przychodów będą nie tylko wzrosty wolumenowe, ale także cenowe. Spółka już w zeszłym roku podniosła ceny o 10 proc. r/r przy kolekcji jesiennej, a na wiosnę planowana jest dalsza podwyżka o 10-15 proc. Realnym ryzykiem pozostaje recesja, która zmniejsza dochód rozporządzalny gospodarstw domowych. Spółka do pewnego stopnia jest przygotowana na ten scenariusz oferując tańsze produkty na nowo rozwijanej platformie Mokida. Spodziewamy się dobrych wyników na poziomie zysków – nie zakładamy dalszych znaczących odpisów z tytułu ekspozycji na rynki wschodnie.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Coccodrillo metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Wittchen	6,6	5,8	5,7	1,8	1,5	1,4	3,8	3,8	3,8
Średnia	10,7	9,7	24,8	2,4	2,5	2,0	6,7	5,7	4,8
Mediana	9,7	8,6	9,5	2,0	2,6	2,2	6,9	5,9	4,9
CDRL	5,5	4,7	3,8	1,1	0,9	0,8	4,6	4,3	3,7
Implikowana wycena (tys. PLN)	188 295	195 681	269 125	200 294	312 055	308 432	207 556	177 875	164 412
Wycena 1 akcji (PLN)	37,2								

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	405 670	444 247	479 787	518 170	549 260	582 215	617 148
Koszty działalności operacyjnej	- 384 524	- 404 674	- 462 782	- 495 641	- 524 517	- 554 944	- 587 274
amortyzacja (koszt)	- 28 892	- 20 018	- 18 016	- 18 196	- 18 378	- 18 562	- 18 748
zużycie materiałów i energii	- 8 987	- 9 315	- 9 235	- 9 973	- 10 572	- 11 206	- 11 878
usługi obce	- 76 770	- 92 923	- 109 091	- 117 818	- 124 887	- 132 380	- 140 323
podatki i opłaty	- 426	- 416	- 421	- 419	- 420	- 419	- 419
wynagrodzenia	- 55 436	- 57 792	- 67 047	- 72 411	- 76 756	- 81 361	- 86 243
pozostałe koszty rodzajowe	- 1 279	- 411	- 845	- 628	- 736	- 682	- 709
wartość sprzedanych towarów i materiałów	- 212 734	- 223 576	- 258 127	- 276 196	- 292 768	- 310 334	- 328 954
Zysk/strata ze sprzedaży	21 146	39 573	17 005	22 529	24 743	27 271	29 874
Pozostałe przychody operacyjne	5 511	6 401	5 956	6 179	6 067	6 123	6 095
Pozostałe koszty operacyjne	- 29 466	- 2 479	- 4 395	- 4 747	- 5 031	- 5 333	- 5 653
Wynik na aktywach niefinansowych	- 308	795	770	783	776	779	778
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 3 117	44 290	19 336	24 743	26 555	28 840	31 094
Przychody finansowe	1 373	1 148	113	518	203	360	281
Koszty finansowe	- 10 672	- 6 213	- 9 483	- 9 483	- 7 112	- 5 334	- 4 001
Różnice kursowe	- 25 138	5 063	- 1 727	1 668	30	819	395
Wynik na inwestycjach	- 5 601	70	-	-	-	-	-
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć	- 2 314	107	-	-	-	-	-
Zysk/strata brutto	- 45 469	41 815	8 239	16 410	19 211	23 965	27 206
Podatek dochodowy	3 679	8 880	1 501	2 990	3 500	4 366	4 956
Zysk/strata netto na działalności zaniechanej	-	1	4 670	-	-	-	-
Zysk/strata netto	- 41 790	32 934	5 069	19 400	22 711	28 331	32 163

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	259 739	268 726	280 792	285 243	311 786	331 788	343 027
Aktywa trwałe	120 241	109 395	100 660	91 973	96 317	94 145	95 231
Rzeczowe aktywa trwałe	34 671	34 790	34 731	34 760	34 745	34 753	34 749
Wartości niematerialne i prawne	24 978	24 230	24 604	24 417	24 511	24 464	24 487
Wartość firmy	6 145	6 145	6 145	6 145	6 145	6 145	6 145
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	40 718	34 535	23 468	15 948	19 708	17 828	18 768
Długoterminowe pożyczki i należności	1 586	917	1 252	1 084	1 168	1 126	1 147
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	12 033	8 629	10 331	9 480	9 906	9 693	9 799
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	110	149	130	139	134	137	136
Aktywa obrotowe	139 498	159 331	180 133	193 270	215 470	237 643	247 796
Zapasy	109 849	121 420	152 776	164 001	173 858	184 246	195 288
Należności handlowe	11 152	12 487	13 338	14 405	15 269	16 185	17 156
Pożyczki i pozostałe należności	-	331	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14 162	19 142	8 876	9 317	20 998	31 765	29 956
Rozliczenia międzyokresowe	3 340	4 552	3 946	4 249	4 098	4 173	4 135
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	992	1 389	1 191	1 290	1 240	1 265	1 253
Instrumenty pochodne	3	10	7	8	7	8	8
PASYWA	259 739	268 726	280 792	285 243	311 786	331 788	343 027
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	60 250	79 185	79 287	97 993	118 048	143 268	171 552
Kapitał podstawowy	3 027	3 027	3 027	3 027	3 027	3 027	3 027
Akcje/udziały własne	- 643	- 839	- 839	- 839	- 839	- 839	- 839
Kapitał zapasowy	96 605	85 149	85 149	85 149	85 149	85 149	85 149
Wyceny i różnice kursowe	1 659	358	-	-	-	-	-
Pozostałe kapitały	3 021	3 021	3 021	3 021	3 021	3 021	3 021
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	- 42 803	- 11 631	- 11 071	7 635	27 690	52 910	81 194
Udziały niekontrolujące	- 616	100	100	100	100	100	100
Zobowiązania długoterminowe	59 027	41 936	15 905	10 294	58 377	74 695	57 154
Długoterminowe kredyty i pożyczki	7 328	4 653	3 099	3 876	3 488	3 682	3 585
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	47 381	33 066	8 538	2 175	50 635	66 765	49 318
Długoterminowe rezerwy na świadczenia pracownicze	546	466	506	486	496	491	494
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 365	3 365	3 365	3 365	3 365	3 365	3 365
Długoterminowe rezerwy	252	255	254	254	254	254	254
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	155	131	143	137	140	139	139
Zobowiązania krótkoterminowe	140 462	147 605	185 500	176 856	135 262	113 725	114 221
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	45 190	37 893	81 865	77 772	38 886	15 554	6 222
Zobowiązania z tytułu leasingu	21 240	17 596	13 497	13 497	13 497	13 497	13 497
Zobowiązania handlowe	58 581	75 047	82 141	77 179	74 676	76 367	86 248
Świadczenia pracownicze	6 924	8 469	7 697	8 083	7 890	7 986	7 938
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	6 303	7 573	15	15	15	15	15
Rezerwy	236	336	286	311	299	305	302

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	71 043	61 000	19 176	32 930	40 527	47 967	59 000
Przepływy inwestycyjne	- 4 890	- 2 750	- 3 791	- 5 454	- 8 148	- 11 906	- 17 429
Przepływy finansowe	- 63 204	- 53 098	- 24 740	- 27 035	- 20 698	- 25 293	- 43 380
Przepływy pieniężne netto	2 949	5 152	- 9 355	441	11 681	10 767	- 1 809
Środki pieniężne na początek okresu	8 427	13 251	18 231	8 876	9 317	20 998	31 765
Środki pieniężne na koniec okresu	13 251	18 231	8 876	9 317	20 998	31 765	29 956

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	444 247	479 787	518 170	549 260	582 215	617 148	618 691
EBITDA	44 290	37 352	42 940	44 934	47 402	49 841	31 249
EBIT	44 290	19 336	24 743	26 555	28 840	31 094	31 171
CIT	21,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
NOPLAT		15 813	20 235	21 717	23 586	25 429	25 493
Amortyzacja		18 016	18 196	18 378	18 562	18 748	18 795
CAPEX		-4 012	-5 817	-8 435	-12 231	-17 735	-17 779
Inwestycje w kapitał obrotowy		24 782	17 254	13 224	9 613	2 132	2 137
FCFF		5 035	15 360	18 437	20 304	24 310	24 370
WACC		11,7%	11,1%	11,1%	10,4%	9,5%	9,5%
DCFF		4 507	12 436	13 462	13 685	15 450	
Suma DCF		59 540,8					
Wartość rezydualna (TV)		263 771,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		153 109,0					
Udział zdyskontowanej TV w EV		72,0%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		212 649,8					
Środki pieniężne na 13.03		9 229,9					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2022		99 229,4					
Dług netto na 13.03.2022		89 999,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		122 650,2					
Liczba akcji (tys.)		6 054					
Cena 1 akcji (PLN)		20,3					
Przychody zmiana r/r		8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBIT zmiana r/r			28,0%	7,3%	8,6%	7,8%	
FCF zmiana r/r			205,0%	20,0%	10,1%	19,7%	
Marża EBITDA		7,8%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%	
Marża EBIT		4,0%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	
Marża NOPLAT		3,3%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
	7,5%	25,87	26,31	26,77	27,24	27,73	28,23	28,74
	8,0%	23,94	24,34	24,74	25,16	25,58	26,02	26,47
	8,5%	22,25	22,60	22,96	23,33	23,70	24,09	24,49
	9,0%	20,74	21,05	21,38	21,70	22,04	22,38	22,74
zmiana WACC dla TV	9,5%	19,39	19,67	19,96	20,26	20,56	20,87	21,18
	10,0%	18,17	18,43	18,69	18,96	19,23	19,51	19,80
	10,5%	17,07	17,31	17,54	17,79	18,04	18,29	18,55
	11,0%	16,07	16,28	16,50	16,73	16,95	17,18	17,42
	11,5%	15,16	15,35	15,55	15,76	15,96	16,18	16,39

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

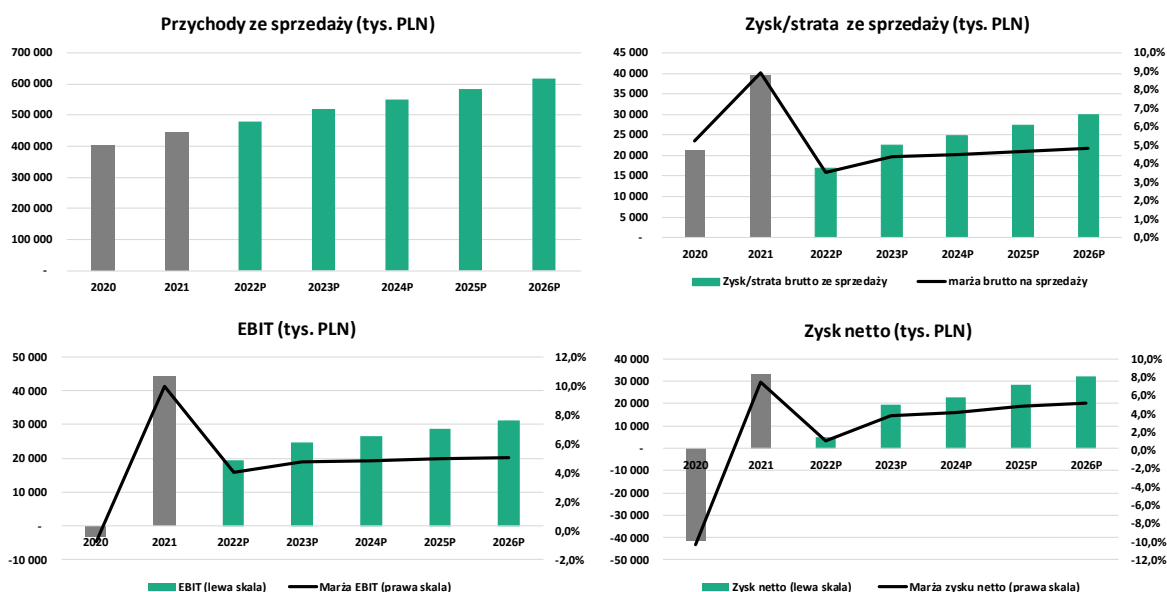
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,69 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy w każdym roku szczegółowej prognozy.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-21,1%	9,5%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	-52,5%	149,5%	-41,9%	15,0%	4,6%	5,5%	5,1%
EBIT (zmiana, r/r)	-112,8%	-1520,9%	-56,3%	28,0%	7,3%	8,6%	7,8%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-463,1%	-178,8%	-84,6%	282,7%	17,1%	24,7%	13,5%
Marża EBITDA	6,4%	14,5%	7,8%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%
Marża EBIT	-0,8%	10,0%	4,0%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%
Marża brutto	-11,2%	9,4%	1,7%	3,2%	3,5%	4,1%	4,4%
Marża netto	-10,3%	7,4%	1,1%	3,7%	4,1%	4,9%	5,2%
COGS / Przychody	94,8%	91,1%	96,5%	95,7%	95,5%	95,3%	95,2%
ROE	-69,4%	41,6%	6,4%	19,8%	19,2%	19,8%	18,7%
ROA	-16,1%	12,3%	1,8%	6,8%	7,3%	8,5%	9,4%
Dług (tys. PLN)	122 827	93 208	106 999	97 320	106 505	99 498	72 621
D/(D+E)	0,67	0,54	0,57	0,50	0,47	0,41	0,30
D/E	2,04	1,18	1,35	0,99	0,90	0,69	0,42
EV (tys. PLN)	-1 165	33 434	9 377	19 497	21 993	39 767	64 835
Dług / EV	-105,43	2,79	11,41	4,99	4,84	2,50	1,12
CAPEX / Przychody	1,42%	0,66%	0,84%	1,12%	1,54%	2,10%	2,87%
CAPEX / Amortyzacja	20,0%	14,7%	22,3%	32,0%	45,9%	65,9%	94,6%
Amortyzacja / Przychody	7,1%	4,5%	3,8%	3,5%	3,3%	3,2%	3,0%
Zmiana KO / Przychody	-6,7%	-0,7%	5,2%	3,3%	2,4%	1,7%	0,3%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Wittchen



Wyniki Wittchena za 2022 r. oceniamy jako bardzo dobre. Po trzech kwartałach Spółka wypracowała przychody na poziomie 269,2 mln zł, co oznacza wzrost o 56,8% r/r. Wstępne szacunki za IV kwartał sugerują, że łącznie w 2022 r. Spółka zwiększyła sprzedaż o 45,7% r/r i po raz pierwszy w historii przekroczyła poziom 400 mln zł (404,6 mln zł). **Na poziomie marży brutto ze sprzedaży również widać poprawę.** Na koniec III kwartału marża wyniosła 63,1% (wzrost o 0,8 p.p. r/r). Największe wzrosty Wittchen odnotował jednak miejsce na poziomie zysków. Po trzech kwartałach 2022 Spółka podwoiła zysk operacyjny do 53,2 mln zł. Zysk netto wyniósł z kolei 33,9 mln zł, co oznacza wzrost o 66% r/r.

Fundamenty Spółki oceniamy jako solidne. Na stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na bezpiecznym poziomie 0,46. Na koniec września Wittchen dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 27,5 mln zł, co zapewnia płynność na bezpiecznym i wysokim poziomie (płynność bieżąca była powyżej wartości referencyjnych i wyniosła 6,3).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, z optymizmem patrzymy również na poziom zysków, które przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej i stabilnym kursie USD/PLN również mogą wykazywać tendencję rosnącą.

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	277 850	404 607	488 662	521 750	552 019	573 180
EBITDA	78 796	101 640	114 922	121 667	127 353	131 623
marża EBITDA	28,4%	25,1%	23,5%	23,3%	23,1%	23,0%
EBIT	53 648	76 492	89 522	96 013	101 443	105 453
Zysk netto	42 238	48 286	65 042	71 775	77 964	82 216
Kapitał własny	205 814	198 680	231 201	267 089	306 071	347 179
Dług netto	36 324	24 866	35 824	35 255	20 092	11 354
P/E	11,7	10,2	7,6	6,9	6,3	6,0
P/BV	2,4	2,5	2,1	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	6,7	5,1	4,6	4,3	4,0	3,8
EPS	2,3	2,6	3,6	3,9	4,3	4,5

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	40,8
Wycena DCF [PLN]	37,2
Wycena porównawcza [PLN]	37,6
Cena rynkowa [PLN]	27,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	51,2%
Kapitalizacja [mln PLN]	493,8
Free float [%]	28,3%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	WTN
Bloomberg	WTN PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

Przeważającym przedmiotem działalności Spółki jest sprzedaż detaliczna obuwia i wyrobów skórzanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Jędrzej i Monika Wittchen	75,4%
TFI Santander SA	4,4%
OFE Pocztylion Arka	2,0%

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Atrakcyjna oferta	Ryzyko recesji
Ekspansja zagraniczna	Presja kosztowa
Sprzedaż e-commerce	Spadek złotówki

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 37,3 zł na 1 akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 37,2 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 37,6 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	37,2
Wycena Porównawcza	0,25	37,6
Cena wynikowa na dzień 13.03		37,3
Cena docelowa na koniec 2023		40,8

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Prognozujemy, że wysoka dynamika wzrostu przychodów jak realizowana była w 2022 r. zostanie w utrzymana w roku 2023. W 2023 r. Wittchen planuje otwarcie salonów w Czechach (około 2 salonów), na Węgrzech (1 salon), w Rumunii (2 salony) oraz w Niemczech (3 salony). Pozytywnie podchodzimy do przemyślanej strategii ekspansji międzynarodowej, zakładającej trójstopniowe wchodzenie na nowe rynki zagraniczne (budowa świadomości marki poprzez zewnętrzne marketplace'y, otwarcie własnego sklepu online, a następnie otwarcie showroomów w kilku najlepszych lokalizacjach). Zakładamy jednak, że od 2024 r. tempo przyrostu przychodów, choć wciąż dodatnie, spadnie. W segmencie hurtowym zakładamy wyższą dynamikę wzrostów niż w detalicznym w całym okresie szczegółowej prognozy. Spodziewamy się, że Spółka utrzyma wysoką marżę brutto na sprzedaży na poziomie 0,63. W związku z dynamicznym rozwojem prognozujemy stałe zwiększanie nakładów inwestycyjnych zarówno w fizyczną infrastrukturę sprzedażową jak i rozwój e-commerce. Zakładamy również coroczną wypłatę dywidendy z uwagi na prognozowane wysokie poziomy zysku netto.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Wittchen metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Esotiq & Henderson	6,0	5,4	-	1,0	0,9	-	3,4	3,2	-
Średnia	10,5	9,5	31,1	2,2	2,3	2,3	6,6	5,5	5,2
Mediana	9,7	8,6	11,3	1,7	2,3	2,9	6,9	5,9	5,6
Wittchen	7,6	6,9	6,3	2,1	1,8	1,6	4,6	4,3	4,0
Implikowana wycena (tys. PLN)	631 292	618 426	882 888	386 389	620 717	898 582	755 202	677 902	697 663
Wycena 1 akcji (PLN)	37,6								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	211 040	277 850	404 607	488 662	521 750	552 019	573 180
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	183 295	249 283	344 426	413 311	438 110	460 015	473 816
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	26 785	28 154	60 281	75 351	83 640	92 004	99 364
Koszty własny sprzedaży	- 87 217	- 103 842	- 149 705	-180 805	-193 047	-204 247	-212 077
Zysk brutto na sprzedaży	123 823	173 899	254 902	307 857	328 702	347 772	361 103
Koszty sprzedaży	- 96 445	- 110 938	- 161 843	-195 465	-208 700	-220 808	-229 272
Koszty zarządu	- 10 145	- 10 719	- 16 184	-19 546	-20 870	-22 081	-22 927
Zysk/strata ze sprzedaży	17 233	52 242	76 875	92 846	99 132	104 884	108 904
Pozostałe przychody operacyjne	3 586	6 489	1 820	910	955	1 003	1 053
Pozostałe koszty operacyjne	- 2 885	- 2 472	- 2 203	-2 337	-2 536	-2 726	-2 876
Wynik na aktywach niefinansowych	504	- 2 611	- 1 181	-1 896	-1 539	-1 717	-1 628
Zysk/strata z działalności operacyjnej	18 438	53 648	76 492	89 522	96 013	101 443	105 453
Przychody finansowe	121	103	- 959	-719	-539	-404	-303
Koszty finansowe	- 1 972	- 1 893	- 8 705	-8 705	-6 528	-4 896	-3 672
Różnice kursowe	- 224	317	- 2 320	-1 001	-1 660	-1 331	-1 496
Zysk/strata brutto	16 363	52 175	64 510	79 098	87 285	94 812	99 982
Podatek dochodowy	- 3 095	- 9 937	- 16 224	-14 056	-15 510	-16 848	-17 767
Zysk/strata netto	13 268	42 238	48 286	65 042	71 775	77 964	82 216

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	276 619	334 520	375 178	412 633	439 595	450 124	493 703
Aktywa trwałe	158 138	150 541	154 108	159 861	168 745	182 859	205 961
Rzeczowe aktywa trwałe	79 859	71 870	76 891	82 264	88 011	94 160	100 739
Wartości niematerialne i prawne	11 162	10 427	9 915	9 428	8 964	8 524	8 105
Wartość firmy	17 113	17 113	17 113	17 113	17 113	17 113	17 113
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	47 688	48 623	46 090	43 689	41 414	39 257	37 212
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 063	2 280	4 098	7 367	13 243	23 805	42 792
Aktywa obrotowe	118 481	183 979	221 070	252 772	270 849	267 265	287 742
Zapasy	81 457	103 008	78 437	118 362	144 918	155 310	164 807
Należności handlowe	12 663	13 298	21 821	26 354	28 139	29 771	30 913
Pożyczki i pozostałe należności	287	742	515	628	571	600	586
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 291	52 964	104 467	92 528	81 856	66 452	76 188
Rozliczenia międzyokresowe	17 695	13 967	15 831	14 899	15 365	15 132	15 249
PASYWA	276 619	334 520	375 178	412 633	439 595	450 124	493 703
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	163 414	205 814	198 680	231 201	267 089	306 071	347 179
Kapitał podstawowy	3 645	3 651	3 651	3 651	3 651	3 651	3 651
Kapitał zapasowy	51 911	51 911	51 911	51 911	51 911	51 911	51 911
Pozostałe kapitały	4 715	4 871	4 871	4 871	4 871	4 871	4 871
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	103 143	145 381	138 247	170 768	206 656	245 638	286 746
Udziały niekontrolujące	-	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	43 435	44 721	80 056	47 657	50 819	35 373	43 079
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	37 802	39 266	74 601	42 202	45 364	29 918	37 624
Długoterminowe rezerwy	112	95	95	95	95	95	95
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	5 521	5 360	5 360	5 360	5 360	5 360	5 360
Zobowiązania krótkoterminowe	69 770	83 985	96 442	133 774	121 687	108 681	103 445
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	10 109	31 182	31 182	62 364	46 773	30 402	19 762
Zobowiązania z tytułu leasingu	17 746	18 840	23 550	23 786	24 975	26 224	30 157
Zobowiązania handlowe	22 322	18 156	26 383	32 297	34 612	36 728	38 199
Świadczenia pracownicze	1 619	2 059	2 059	2 059	2 059	2 059	2 059
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	16 154	11 580	11 580	11 580	11 580	11 580	11 580
Rezerwy	1 444	1 688	1 688	1 688	1 688	1 688	1 688

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	37 946	41 927	99 586	53 775	72 811	95 021	100 010
Przepływy inwestycyjne	- 15 891	- 240	- 6 393	- 10 920	- 15 288	- 21 403	- 29 964
Przepływy finansowe	- 19 251	4 986	- 41 691	- 54 793	- 68 195	- 89 021	- 60 309
Przepływy pieniężne netto	2 804	46 673	51 503	- 11 939	- 10 672	- 15 404	9 736
Środki pieniężne na początek okresu	3 487	6 291	52 964	104 467	92 528	81 856	66 452
Środki pieniężne na koniec okresu	6 291	52 964	104 467	92 528	81 856	66 452	76 188

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	277 850	404 607	488 662	521 750	552 019	573 180	574 613
EBITDA	53 648	101 640	114 922	121 667	127 353	131 623	131 952
EBIT	53 648	76 492	89 522	96 013	101 443	105 453	105 717
CIT	19,0%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
NOPLAT		78 900	73 614	78 952	83 417	86 715	86 931
Amortyzacja		25 148	25 399	25 653	25 910	26 169	26 169
CAPEX		-7 800	-10 920	-15 288	-21 403	-29 964	-29 964
Inwestycje w kapitał obrotowy		-24 502	38 658	25 969	9 937	9 153	9 153
FCFF		104 750	49 436	63 349	77 986	73 767	73 767
WACC		12,0%	11,4%	11,2%	10,4%	9,9%	9,9%
DCFF		93 543	39 835	46 058	52 455	46 077	
Suma DCF		277 968,5					
Wartość rezydualna (TV)		766 871,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		435 981,2					
Udział zdyskontowanej TV w EV		61,1%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		713 949,6					
Środki pieniężne na 13.03.2023		94 883,0					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		128 545,3					
Dług netto na 13.03.2023		33 662,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		680 287,3					
Liczba akcji (tys.)		18 290					
Cena 1 akcji (PLN)		37,2					
Przychody zmiana r/r		45,6%	20,8%	6,8%	5,8%	3,8%	
EBIT zmiana r/r			17,0%	7,3%	5,7%	4,0%	
FCF zmiana r/r			-52,8%	28,1%	23,1%	-5,4%	
Marża EBITDA		25,1%	23,5%	23,3%	23,1%	23,0%	
Marża EBIT		18,9%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%	
Marża NOPLAT		15,5%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	7,9%	42,31	42,68	43,06	43,45	43,85	44,26	44,68
	8,4%	40,59	40,92	41,25	41,60	41,95	42,31	42,68
	8,9%	39,06	39,35	39,65	39,96	40,27	40,59	40,92
	9,4%	37,70	37,96	38,23	38,50	38,78	39,06	39,35
	9,9%	36,47	36,71	36,95	37,19	37,44	37,70	37,96
	10,4%	35,36	35,58	35,79	36,01	36,24	36,47	36,71
	10,9%	34,35	34,55	34,75	34,95	35,15	35,36	35,58
	11,4%	33,44	33,61	33,79	33,98	34,16	34,35	34,55
	11,9%	32,59	32,76	32,92	33,09	33,26	33,44	33,61

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

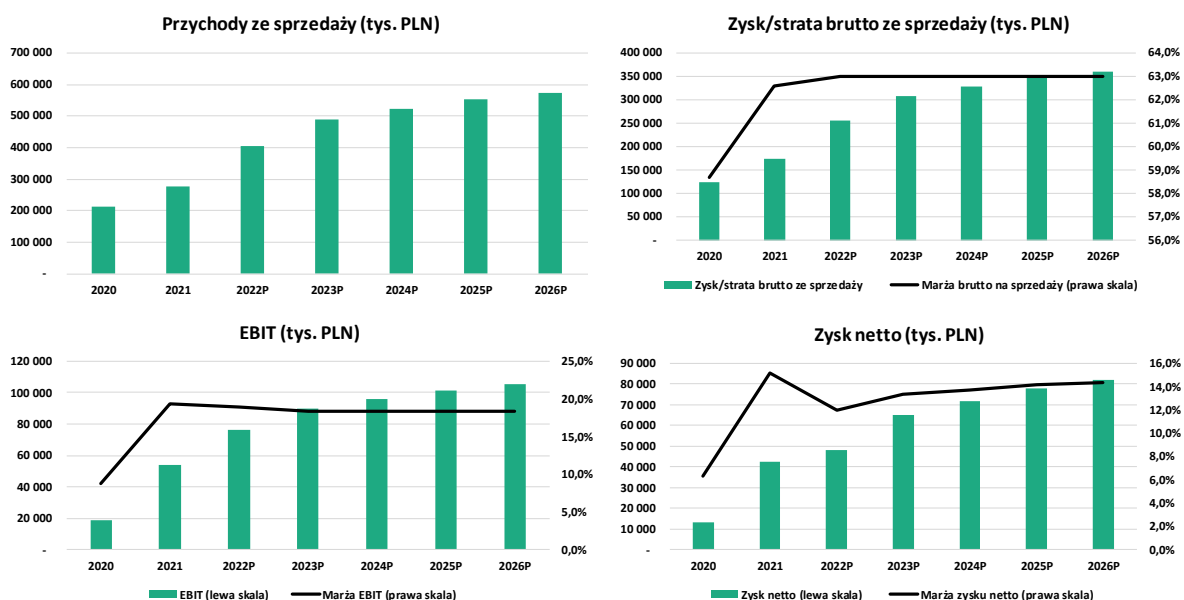
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,54 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy
- Zakładamy wypłatę dywidendy w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-25,8%	31,7%	45,6%	20,8%	6,8%	5,8%	3,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	-29,3%	78,3%	29,0%	13,1%	5,9%	4,7%	3,4%
EBIT (zmiana, r/r)	-49,5%	191,0%	42,6%	17,0%	7,3%	5,7%	4,0%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-58,6%	218,3%	14,3%	34,7%	10,4%	8,6%	5,5%
Marża brutto na sprzedaży	58,7%	62,6%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Marża EBITDA	20,9%	28,4%	25,1%	23,5%	23,3%	23,1%	23,0%
Marża EBIT	8,7%	19,3%	18,9%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%
Marża brutto	7,8%	18,8%	15,9%	16,2%	16,7%	17,2%	17,4%
Marża netto	6,3%	15,2%	11,9%	13,3%	13,8%	14,1%	14,3%
COGS / Przychody	41,3%	37,4%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
SG&A / Przychody	59,2%	38,4%	30,1%	36,4%	41,2%	41,6%	42,4%
SG&A / COGS	143,2%	102,6%	81,3%	98,5%	111,4%	112,4%	114,5%
ROE	8,1%	20,5%	24,3%	28,1%	26,9%	25,5%	23,7%
ROA	4,8%	12,6%	12,9%	15,8%	16,3%	17,3%	16,7%
Dług (tys. PLN)	65 657	89 288	129 333	128 352	117 112	86 544	87 543
D/(D+E)	0,29	0,30	0,39	0,36	0,30	0,22	0,20
D/E	0,40	0,43	0,65	0,56	0,44	0,28	0,25
EV (tys. PLN)	434 434	457 476	468 934	457 976	458 545	473 708	482 446
Dług / EV	0,15	0,20	0,28	0,28	0,26	0,18	0,18
CAPEX / Przychody	10,13%	0,59%	1,93%	2,23%	2,93%	3,88%	5,23%
CAPEX / Amortyzacja	83,0%	6,5%	31,0%	43,0%	59,6%	82,6%	114,5%
Amortyzacja / Przychody	12,2%	9,1%	6,2%	5,2%	4,9%	4,7%	4,6%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	9,6%	-6,1%	7,9%	5,0%	1,8%	1,6%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Silvano Group



W obliczu wojny w Ukrainie koncentracja sprzedaży estońskiej Spółki, Silvano Group na rynku rosyjskim i białoruskim (86 proc. przychodów) zaskakująco nie miała negatywnego wpływu na wyniki operacyjne. Kwotując w euro, łączne przychody wzrosły o 23,5% do 57,7 mln zł. Na rynku rosyjskim (61,1% przychodów) sprzedaż wzrosła o 28% r/r do 35,2 mln zł, z kolei na rynku białoruskim (25,4%). Począwszy od marca 2022 sprzedaż na rynku ukraińskim, który stanowił 3,5 proc. przychodów, została wstrzymana. W konsekwencji przychody na trzecim najważniejszym dla Spółki rynku spadły o 85,1% r/r.

Na poziomie marży brutto na sprzedaży widać pogorszenie – marża spadła o 1,5 p. p. do 53,6%. Spadek marży nie przełożył się jednak negatywnie na wysokość zysku operacyjnego, który wzrósł o 12,8% r/r do 14,7 mln zł. **W jeszcze większym stopniu wzrósł zysk netto (plus 26,4% r/r) do 12,5 mln zł.**

Fundamenty Spółki oceniamy jako solidne głównie dzięki niskiemu zadłużeniu oprocentowanemu oraz wysokim nadwyżkom środków pieniężnych. Koniec grudnia 2022 stopa zadłużenia ukształtowała się na niskim i bezpiecznym poziomie (0,3). Spółka dysponowała 25,9 mln euro gotówki, co oznaczało płynność bieżącą na wysokim i bezpiecznym poziomie 5,1.

tys. EUR	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	46 686	57 667	56 643	57 306	57 773	58 130
EBITDA	16 242	18 283	15 064	15 279	15 387	15 450
marża EBITDA	34,8%	31,7%	26,6%	26,7%	26,6%	26,6%
EBIT	13 005	14 665	11 409	11 588	11 659	11 685
Zysk netto	9 924	12 554	8 415	8 461	8 548	8 546
Kapitał własny	34 148	44 786	44 786	49 016	53 290	57 564
Dług netto	-10 178	-19 495	-32 671	-35 450	-39 553	-43 636
P/E	4,2	3,3	5,0	4,9	4,9	4,9
P/BV	1,2	0,9	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	2,0	1,2	0,6	0,4	0,2	-0,1
EPS	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	14,1
Wycena DCF [PLN]	13,1
Wycena porównawcza [PLN]	13,9
Cena rynkowa [PLN]	5,5
Pot.wzrostu/spadku [%]	159,4%
Kapitalizacja [mln PLN]	196,0
Free float [%]	40,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	SFG
Bloomberg	SFG PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

Międzynarodowa grupa specjalizująca się w projektowaniu, produkcji i sprzedaży bielizny damskiej. Główne rynki zbytu to Rosja, Białoruś, Ukraina, kraje bałtyckie.
Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
Baltplast AS	25,32%
SEB Pank AS	22,22%
UniCredit Bank Austria AG	5,98%

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Solidne fundamenty	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa
	Ryzyko polityczne

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 13,3 zł na 1 akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 13,1 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 13,9 zł.

	Waga	Cena (EUR)	Cena (PLN)
Wycena DCF	0,75	2,8	13,1
Wycena Porównawcza	0,25	3,0	13,9
Cena wynikowa na dzień 13.03		2,8	13,3
Cena docelowa na koniec 2023		3,0	14,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Kluczowym czynnikiem kształtującym obecnie wartość Silvano Group jest koniunktura konsumencka w Rosji i na Białorusi, które mają dominujący udział w przychodach Spółki. Wzrost gospodarczy na tych rynkach zależy z kolei obecnie w dużym stopniu od podejmowanych decyzji politycznych związanych z prowadzeniem wojny w Ukrainie, co w konsekwencji powoduje, że prognozowanie obarczone jest znacznym ryzykiem błędu. O ile globalnie widzimy potencjał do wzrostu rynku bielizny, to, biorąc pod uwagę specyfikę działalności Spółki, pozostajemy ostrożni w prognozowaniu przychodów Silvano Group. Szacunki MFW podają, że w 2023 r. realny PKB Rosji spadnie o 2,3%, a na Białorusi wzrośnie o zaledwie 0,2%. W latach następnych nastąpi odbudowa koniunktury, ale proces ten będzie powolny. Zakładamy, że Spółka wstrzymuje sprzedaż na rynku. Tym samym nie zakładamy istotnych wzrostów po stronie sprzedaży, a modelowane inwestycje postrzegamy jako odtworzeniowe. O ile, w 2022 r. Spółka nie wypłaciła dywidendy i całość zysku netto za 2021 r. przeznaczono na kapitał zapasowy, co w obecnej sytuacji uważamy za rozsądne posunięcie, o tyle zakładamy, że dobre fundamenty Spółki i brak regresji wyników finansowych pozwolą na wypłatę dywidendy w latach następnych.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Silvano Group metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Esotiq & Henderson	6,0	5,4	-	1,0	0,9	-	3,4	3,2	-
Średnia	10,5	9,5	31,1	2,2	2,3	2,3	6,6	5,5	5,2
Mediana	9,7	8,6	11,3	1,7	2,3	2,9	6,9	5,9	5,6
Silvano Group	5,0	4,9	4,9	0,9	0,9	0,8	1,7	0,8	0,4
Implikowana wycena (tys. EUR)	81 679	72 901	96 798	74 847	113 915	156 453	120 598	119 914	123 111
Wycena 1 akcji (EUR)	2,97								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. EUR)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	38 479	46 686	57 667	56 643	57 306	57 773	58 130
rynek rosyjski	22 120	27 511	35 215	34 405	34 921	35 270	35 553
rynek białoruski	10 927	11 569	14 619	14 648	14 795	14 913	14 988
rynek ukraiński	1 127	1 565	233	-	-	-	-
kraje bałtyckie	1 089	1 241	1 490	1 490	1 490	1 490	1 490
pozostałe kraje	3 216	4 800	6 100	6 100	6 100	6 100	6 100
Koszty własny sprzedaży	- 15 270	- 21 276	- 26 783	- 28 322	- 28 653	- 28 887	- 29 065
Zysk brutto na sprzedaży	23 209	25 410	30 884	28 322	28 653	28 887	29 065
Koszty sprzedaży	- 8 548	- 8 573	- 11 143	- 11 329	- 11 461	- 11 555	- 11 626
Koszty zarządu	- 3 779	- 3 555	- 4 391	- 5 098	- 5 158	- 5 200	- 5 232
Zysk/strata ze sprzedaży	10 882	13 282	15 350	11 895	12 034	12 132	12 207
Pozostałe przychody operacyjne	336	406	525	392	415	434	441
Pozostałe koszty operacyjne	- 674	- 683	- 1 210	- 878	- 861	- 908	- 964
Wynik na aktywach niefinansowych	-	-	-	-	-	-	-
Zysk/strata z działalności operacyjnej	10 544	13 005	14 665	11 409	11 588	11 659	11 685
Przychody finansowe	- 427	- 413	- 453	- 453	- 453	- 453	- 453
Koszty finansowe	- 6 062	- 1 565	- 1 117	- 1 341	- 1 229	- 1 285	- 1 257
Zysk/strata brutto	4 055	14 157	15 329	12 297	12 364	12 491	12 489
Podatek dochodowy	- 2 388	- 4 233	- 2 786	- 3 882	- 3 903	- 3 943	- 3 942
Zysk/strata netto	1 667	9 924	12 554	8 415	8 461	8 548	8 546

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

BILANS (tys. EUR)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	42 256	53 753	63 991	68 419	74 872	78 350	77 529
Aktywa trwałe	12 659	13 422	13 682	2 338	2 573	2 456	2 514
Rzeczowe aktywa trwałe	9 691	9 971	9 248	9 340	9 434	9 528	9 624
Wartości niematerialne i prawne	374	535	585	591	597	603	609
Nieruchomości inwestycyjne	1 018	1 086	1 041	1 041	1 041	1 041	1 041
Inwestycje w jednostki powiązane	57	80	82	82	82	82	82
Długoterminowe aktywa finansowe	238	262	259	259	259	259	259
Długoterminowe pożyczki i należności	249	262	301	301	301	301	301
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 032	1 226	2 166	1 696	1 931	1 814	1 872
Aktywa obrotowe	29 597	40 331	50 309	66 081	72 299	75 895	75 014
Zapasy	18 527	20 906	22 264	22 532	23 927	24 211	24 404
Należności handlowe	1 022	909	2 126	1 304	1 319	1 330	1 338
Pożyczki i pozostałe należności	-	-	10	5	8	6	7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8 980	17 098	25 909	41 666	46 758	49 917	48 906
Rozliczenia międzyokresowe	846	1 149	-	575	287	431	359
PASYWA	42 256	53 753	63 991	68 419	74 872	78 350	77 529
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	24 504	34 148	44 786	44 786	49 016	53 290	57 564
Kapitał podstawowy	3 600	3 600	3 600	3 600	3 600	3 600	3 600
Kapitał zapasowy	4 967	4 967	4 967	4 967	4 967	4 967	4 967
Wyceny i różnice kursowe	- 18 509	- 18 251	- 19 409	- 19 409	- 19 409	- 19 409	- 19 409
Pozostałe kapitały	1 306	1 306	1 306	1 306	1 306	1 306	1 306
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	33 140	42 526	54 322	54 322	58 552	62 826	67 100
Udziały niekontrolujące	3 314	3 713	4 182	4 182	4 182	4 182	4 182
Zobowiązania długoterminowe	5 659	6 524	5 121	8 174	9 972	8 728	3 143
Długoterminowe kredyty i pożyczki	400	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	4 707	4 727	4 041	6 741	8 715	7 383	1 842
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	500	1 746	1 039	1 393	1 216	1 304	1 260
Długoterminowe rezerwy	52	51	41	41	41	41	41
Zobowiązania krótkoterminowe	8 779	9 368	9 902	11 276	11 701	12 150	12 640
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	400	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 121	2 193	2 373	2 254	2 593	2 981	3 429
Zobowiązania handlowe	5 583	6 504	5 837	7 330	7 417	7 476	7 520
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	675	671	1 692	1 692	1 692	1 692	1 692

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. EUR)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	6 356	12 996	14 070	21 652	18 528	19 759	19 901
Przepływy inwestycyjne	- 265	- 297	- 467	- 927	- 1 967	- 4 092	- 8 399
Przepływy finansowe	- 2 134	- 4 402	- 3 740	- 4 976	- 11 469	- 12 508	- 12 513
Przepływy pieniężne netto	3 957	8 297	9 863	15 749	5 092	3 159	- 1 011
Środki pieniężne na początek okresu	5 152	8 980	17 098	25 917	41 666	46 758	49 917
Środki pieniężne na koniec okresu	8 980	17 098	25 917	41 666	46 758	49 917	48 906

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. EUR)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	46 686	57 667	56 643	57 306	57 773	58 130	58 275
EBITDA	12 997	18 283	15 064	15 279	15 387	15 450	11 743
EBIT	13 005	14 665	11 409	11 588	11 659	11 685	11 714
CIT	29,9%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%	31,6%
NOPLAT		10 036	7 808	7 930	7 978	7 996	8 016
Amortyzacja		3 618	3 654	3 691	3 728	3 765	3 765
CAPEX		-558	-1 015	-2 060	-4 183	-8 491	-8 491
Inwestycje w kapitał obrotowy		3 252	-2 053	1 326	234	159	159
FCFF		9 844	12 500	8 234	7 290	3 111	3 111
WACC		7,9%	7,6%	7,6%	7,1%	6,4%	6,4%
DCFF		9 120	10 806	6 612	5 547	2 278	
Suma DCF		34 363,4					
Wartość rezydualna (TV)		50 350,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		34 644,6					
Udział zdyskontowanej TV w EV		50,2%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		69 007,9					
Środki pieniężne na 13.03.2023		38 557,6					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		8 486,0					
Dług netto na 13.03.2023	-	30 071,6					
Inne aktywa nieoperacyjne		1 696					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		100 775,5					
Liczba akcji (tys.)		36 000					
Cena 1 akcji (EUR)		2,80					
Przychody zmiana r/r		23,5%	-1,8%	1,2%	0,8%	0,6%	
EBIT zmiana r/r			-22,2%	1,6%	0,6%	0,2%	
FCF zmiana r/r			27,0%	-34,1%	-11,5%	-57,3%	
Marża EBITDA		31,7%	26,6%	26,7%	26,6%	26,6%	
Marża EBIT		25,4%	20,1%	20,2%	20,2%	20,1%	
Marża NOPLAT		17,4%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	4,4%	3,16	3,19	3,23	3,26	3,29	3,33	3,37
	4,9%	3,03	3,06	3,08	3,11	3,14	3,16	3,19
	5,4%	2,92	2,94	2,96	2,98	3,01	3,03	3,06
	5,9%	2,83	2,85	2,87	2,88	2,90	2,92	2,94
	6,4%	2,75	2,77	2,78	2,80	2,82	2,83	2,85
	6,9%	2,69	2,70	2,71	2,73	2,74	2,75	2,77
	7,4%	2,63	2,64	2,65	2,67	2,68	2,69	2,70
	7,9%	2,58	2,59	2,60	2,61	2,62	2,63	2,64
	8,4%	2,54	2,55	2,56	2,56	2,57	2,58	2,59

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

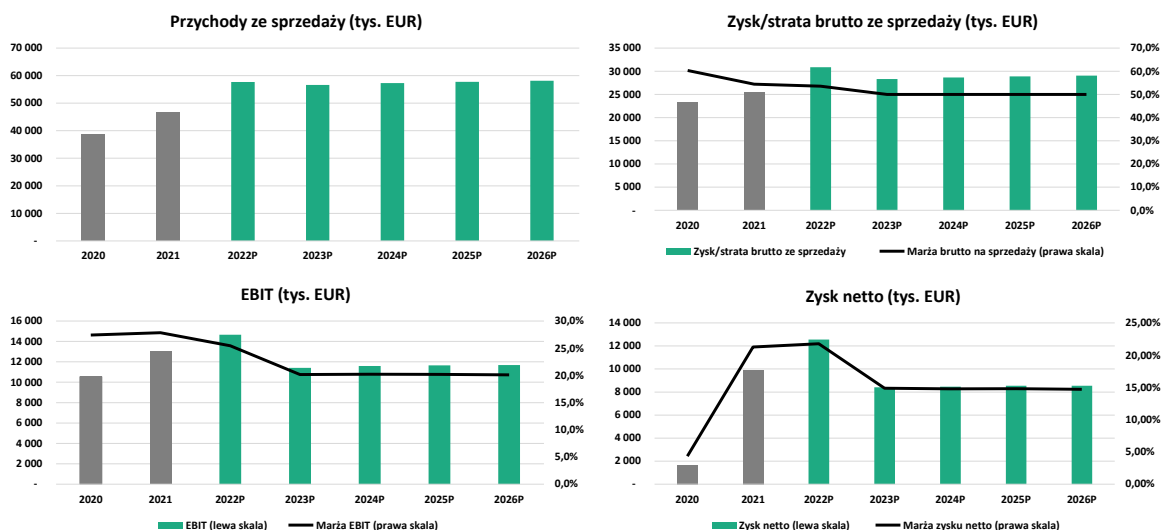
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,15 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy
- Zakładamy wypłatę dywidendy w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-32,4%	21,3%	23,5%	-1,8%	1,2%	0,8%	0,6%
EBITDA (zmiana, r/r)	-17,0%	15,1%	12,6%	-17,6%	1,4%	0,7%	0,4%
EBIT (zmiana, r/r)	-17,1%	23,3%	12,8%	-22,2%	1,6%	0,6%	0,2%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-85,0%	495,3%	26,5%	-33,0%	0,5%	1,0%	0,0%
Marża brutto na sprzedaży	60,3%	54,4%	53,6%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Marża EBITDA	36,7%	34,8%	31,7%	26,6%	26,7%	26,6%	26,6%
Marża EBIT	27,4%	27,9%	25,4%	20,1%	20,2%	20,2%	20,1%
Marża brutto	10,5%	30,3%	26,6%	21,7%	21,6%	21,6%	21,5%
Marża netto	4,3%	21,3%	21,8%	14,9%	14,8%	14,8%	14,7%
COGS / Przychody	39,7%	45,6%	46,4%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
SG&A / Przychody	42,4%	26,4%	21,0%	27,4%	28,7%	28,8%	28,8%
SG&A / COGS	106,7%	57,9%	45,3%	54,8%	57,3%	57,5%	57,6%
ROE	6,8%	29,1%	28,0%	18,8%	17,3%	16,0%	14,8%
ROA	3,9%	18,5%	19,6%	12,3%	11,3%	10,9%	11,0%
Dług (tys. PLN)	7 628	6 920	6 414	8 995	11 308	10 364	5 270
D/(D+E)	0,24	0,17	0,13	0,17	0,19	0,16	0,08
D/E	0,31	0,20	0,14	0,20	0,23	0,19	0,09
EV (tys. PLN)	43 232	52 058	61 375	74 551	77 330	81 433	85 516
Dług / EV	0,18	0,13	0,10	0,12	0,15	0,13	0,06
CAPEX / Przychody	1,04%	0,98%	0,97%	1,79%	3,60%	7,24%	14,61%
CAPEX / Amortyzacja	11,2%	14,2%	15,4%	27,8%	55,8%	112,2%	225,5%
Amortyzacja / Przychody	9,3%	6,9%	6,3%	6,5%	6,4%	6,5%	6,5%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	2,9%	5,6%	-3,6%	2,3%	0,4%	0,3%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Protektor



Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako przeciętne. Po trzech kwartałach 2022 Protektor wypracował sprzedaż w wysokości 77,5 mln zł, co oznacza wzrost o 5,4 % r/r. Marża brutto na sprzedaży w tym okresie była wyższa niż rok wcześniej o 3,7 p.p. i wyniosła 35,7 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach spadł do 3 mln zł (-30,6%), a okres zakończył się stratą w wysokości 443 tys. zł. Spadki zysków wynikają z istotnego wzrostu kosztów sprzedaży (+66,3%) oraz prawie dwukrotnego wzrostu kosztów finansowych.

Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, fundamenty Spółki uważamy za stabilne, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na względnie bezpiecznym poziomie 0,55. Na koniec września Protektor dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 982 tys. zł, co zapewnia płynność również na względnie bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była lekko poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 1,43).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwaniem stanowiąc będzie odbudowa rentowności na wszystkich poziomach.

Dane podstawowe

Rekomendacja	Trzymaj
Cena docelowa [PLN]	2,7
Wycena DCF [PLN]	2,9
Wycena porównawcza [PLN]	1,9
Cena rynkowa [PLN]	2,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	14,6%
Kapitalizacja [mln PLN]	148,2
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	PRT
Bloomberg	PRT PW

Analityk

Artur Wizner

Tel.: +48 (22) 53 95 548

Profil Spółki

Producent i dystrybutor obuwia ochronnego, militarnego oraz specjalistycznego o wysokiej klasie bezpieczeństwa. Produkty spółki eksportowane są na ponad 30 rynków w Europie, Azji, Afryce i Ameryce Południowej.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
Luma Investment SA	32,1
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 16.10.2018	26,7
Porozumienie Akcjonariuszy z dnia 18.10.2019	8,7
OFE Nationale-Nederlanden	4,0

Czynniki wzrostu

Udział w przetargach
Konkurencyjna oferta
Poprawa efektywności

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa
Sytuacja w Nadniestrzu

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	93 760	101 347	99 923	104 995	110 325	115 926
EBITDA	6 743	8 241	9 320	8 777	9 600	10 883
marża EBITDA	7,2%	8,1%	9,3%	8,4%	8,7%	9,4%
EBIT	624	1 754	2 443	1 460	1 809	2 586
Zysk netto	873	-1 258	583	449	758	1 226
Kapitał własny	44 698	18 164	19 339	20 244	21 771	24 242
Dług netto	21 214	24 615	25 892	24 193	20 593	14 032
P/E	50,5	-35,1	75,7	98,2	58,2	36,0
P/BV	1,0	2,4	2,3	2,2	2,0	1,8
EV/EBITDA	9,7	8,3	7,5	7,8	6,7	5,3
EPS	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 2,7 zł na 1 akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 2,09zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,9 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	2,9
Wycena Porównawcza	0,25	1,9
Cena wynikowa na dzień 13.03		2,7
Cena docelowa na koniec 2023		2,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Protektor jest dość mocno zależny od koniunktury w różnych sektorach (m.in. HoReCa, przemysł, budownictwo, sektor medyczny) w wielu krajach. Nastawiając się na bardziej konkurencyjną ofertę na głównych rynkach w 2020 roku przyjął strategię na lata 2020-23 Człowiek i jego bezpieczeństwo, zakładającą m.in. odmłodzenie i ulepszenie oferowanych produktów. W wyniku błędnych założeń dotyczących czasu trwania pandemii, Grupa w lutym br. poinformowała i rezygnacji z realizacji strategii. Dodatkowo rosyjska inwazja na Ukrainę, stworzyła dla Grupy zarówno szanse (wzrost sprzedaży obuwia militarnego GROM), jak również zagrożenia. Protektor wciąż posiada jeden z zakładów produkcyjnych w Nadniestrzu (Mołdawia). Uważamy, że spadek marży brutto ze sprzedaży w 2022 roku jest w dużej mierze związany z modelem sprzedaży (głównie kontrakty b2b). W naszej ocenie Protektor powinien być dość odporny na prognozowane spowolnienie gospodarcze (zakładamy stabilny wzrost przychodów), natomiast pod względem kosztowym, uważamy że konieczność przeniesienia produkcji z Mołdawii do Polski wygeneruje dodatkowe koszty, które będą mieć negatywny wpływ na wyniki w 2023 roku. Protektor zakładał politykę dywidendową w strategii na lata 2020-2023, jednak nie spodziewamy wypłaty dywidend w najbliższych latach.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do sześciu spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
CCC SA	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
FOOT LOCKER INC	9,9	10,6	9,8	1,3	1,2	1,1	5,1	5,4	5,2
GEOX SPA	17,0	9,0	-	2,2	1,8	-	5,7	4,8	7,3
BATA INDIA LTD	55,5	41,2	33,9	11,1	9,8	8,1	24,2	20,1	17,2
MSA SAFETY INC	24,6	21,9	-	-	-	-	15,0	13,8	-
COLUMBIA SPORTSWEAR CO	16,4	14,6	12,7	2,5	2,1	2,2	9,2	8,5	7,7
Średnia	24,7	19,5	32,7	3,9	3,7	3,6	11,4	10,0	8,6
Mediana	17,0	14,6	23,3	2,3	2,1	2,6	9,3	7,9	7,3
Protektor	-35,1	75,7	98,2	0,7	0,7	0,7	9,7	8,1	7,0
Implikowana wycena (tys. PLN)	9 888	6 565	17 642	44 526	43 363	55 746	60 472	44 853	49 018
Wycena 1 akcji (PLN)	1,94								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	90 759	93 760	101 347	99 923	104 995	110 325	115 926
Sprzedaż produktów	88 589	91 586	99 721	99 386	104 431	109 733	115 303
Sprzedaż usług	1 947	106	151	150	158	166	175
Sprzedaż materiałów	223	2 068	1 474	386	406	427	448
Koszty własny sprzedaży	-57 002	-61 570	-66 194	-64 843	-68 135	-72 421	-76 097
Zysk brutto na sprzedaży	33 757	32 190	35 152	35 080	36 860	37 904	39 828
Koszty sprzedaży	-8 733	-14 541	-17 068	-14 826	-15 578	-16 369	-17 200
Koszty zarządu	-23 887	-16 558	-16 834	-18 301	-20 298	-20 206	-20 524
Zysk/strata ze sprzedaży	1 137	1 091	1 251	1 953	984	1 329	2 104
Pozostałe przychody operacyjne	2 946	887	879	826	811	816	817
Pozostałe koszty operacyjne	-1 596	-1 354	-376	-337	-335	-336	-336
Zysk/strata z działalności operacyjnej	2 487	624	1 754	2 443	1 460	1 809	2 586
Przychody finansowe	141	971	669	887	808	845	838
Koszty finansowe	-779	-1 743	-2 909	-2 156	-1 362	-1 127	-951
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0	2917	0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	1 849	2 769	-487	1 174	905	1 527	2 472
Podatek dochodowy	-597	-1 896	-771	-592	-456	-769	-1 245
Zysk/strata netto	1 252	873	-1 258	583	449	758	1 226

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	99 014	93 560	102 322	104 215	113 688	117 952	122 673
Aktywa trwałe	40 977	37 437	43 372	45 044	46 795	48 629	50 550
Rzeczowe aktywa trwałe	31 594	24 210	28 014	29 383	30 819	32 325	33 905
Wartości niematerialne i prawne	6 725	7 344	7 901	7 901	7 901	7 901	7 901
Pozostałe aktywa długoterminowe	2 658	5 883	7 457	7 760	8 075	8 403	8 744
Aktywa obrotowe	58 037	56 123	58 950	59 171	66 894	69 324	72 123
Zapasy	40 529	40 018	45 676	47 531	49 461	51 469	53 559
Należności krótkoterminowe	10 133	13 048	8 868	10 447	10 977	11 534	12 120
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 047	2 050	4 406	1 193	6 456	6 320	6 445
Pozostałe aktywa	1 324	1 007	-	-	-	-	-
PASYWA	99 014	93 560	102 322	104 215	113 688	117 952	122 673
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	49 984	44 698	18 164	19 339	20 244	21 771	24 242
Kapitał podstawowy	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572	9 572
Kapitał zapasowy	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235	10 235
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	1 643	468	437	1 964	4 435
Udziały niekontrolujące	1 581	408	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	15 035	11 571	38 839	39 966	51 973	57 431	62 450
Długoterminowe kredyty i pożyczki	1 468	1 098	821	1 121	921	1 021	821
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	13 228	9 589	11 775	8 530	12 284	9 039	5 794
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	339	884	957	957	957	957	957
Zobowiązania krótkoterminowe	32 414	36 883	45 319	44 910	41 472	38 750	35 981
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	8 927	11 161	14 609	17 309	15 509	16 409	14 609
Zobowiązania z tytułu leasingu	1 481	2 514	2 637	1 247	2 856	1 465	74
Zobowiązania handlowe	10 455	11 861	15 490	13 773	10 525	8 294	8 715
Pozostałe zobowiązania	11 551	11 347	12 582	12 582	12 582	12 582	12 582

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIEŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	6 186	2 197	7 459	2 979	4 646	6 084	9 185
Przepływy inwestycyjne	3 092	2 768	1 591	2 401	1 385	1 457	1 473
Przepływy finansowe	-	6 883	3 426	3 792	2 002	4 763	7 587
Przepływy pieniężne netto	2 395	3 997	2 356	3 213	5 263	136	124
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	2 395	3 997	2 356	3 213	5 263	136	124
Środki pieniężne na początek okresu	3 652	6 047	2 050	4 406	1 193	6 456	6 320
Środki pieniężne na koniec okresu	6 047	2 050	4 406	1 193	6 456	6 320	6 445

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	93 760	101 347	99 923	104 995	110 325	115 926	116 215
EBITDA	6 743	8 241	9 320	8 777	9 600	10 883	2 599
EBIT	624	1 754	2 443	1 460	1 809	2 586	2 592
CIT	68,5%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%	50,4%
NOPLAT		870	1 212	724	898	1 283	1 286
Amortyzacja		6 488	6 877	7 317	7 791	8 298	8 298
CAPEX		-2 525	-2 401	-1 385	-1 457	-1 473	-1 473
Inwestycje w kapitał obrotowy		-2 152	5 152	5 708	4 796	2 254	2 254
FCFF		6 984	537	948	2 436	5 853	5 853
WACC		7,4%	7,1%	7,1%	6,8%	6,4%	6,4%
DCFF		6 501	468	772	1 875	4 300	
Suma DCF		13 916,0					
Wartość rezydualna (TV)		95 775,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		66 152,9					
Udział zdyskontowanej TV w EV		82,6%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		80 068,9					
Środki pieniężne na 13.03.2023		3 781,0					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		28 524,2					
Dług netto na 13.03.2023		24 743,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		55 325,7					
Liczba akcji (tys.)		19 022					
Cena 1 akcji (PLN)		2,91					
Przychody zmiana r/r	8,1%		-1,4%	5,1%	5,1%	5,1%	
EBIT zmiana r/r			39,3%	-40,2%	23,9%	42,9%	
FCF zmiana r/r			-92,3%	76,5%	156,9%	140,3%	
Marża EBITDA	8,1%	9,3%	8,4%	8,7%	9,4%		
Marża EBIT	1,7%	2,4%	1,4%	1,6%	2,2%		
Marża NOPLAT	0,9%	1,2%	0,7%	0,8%	1,1%		
CAPEX/Przychody	2,5%	2,4%	1,3%	1,3%	1,3%		
CAPEX/Amortyzacja	38,9%	34,9%	18,9%	18,7%	17,8%		

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
	4,4%	4,25	4,36	4,48	4,60	4,73	4,87	5,01
	4,9%	3,76	3,85	3,94	4,04	4,14	4,25	4,36
	5,4%	3,36	3,43	3,51	3,59	3,67	3,76	3,85
	5,9%	3,03	3,09	3,15	3,22	3,29	3,36	3,43
zmiana WACC dla TV	6,4%	2,75	2,80	2,85	2,91	2,97	3,03	3,09
	6,9%	2,51	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75	2,80
	7,4%	2,30	2,34	2,38	2,42	2,46	2,51	2,55
	7,9%	2,12	2,15	2,19	2,22	2,26	2,30	2,34
	8,4%	1,96	1,99	2,02	2,05	2,08	2,12	2,15

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

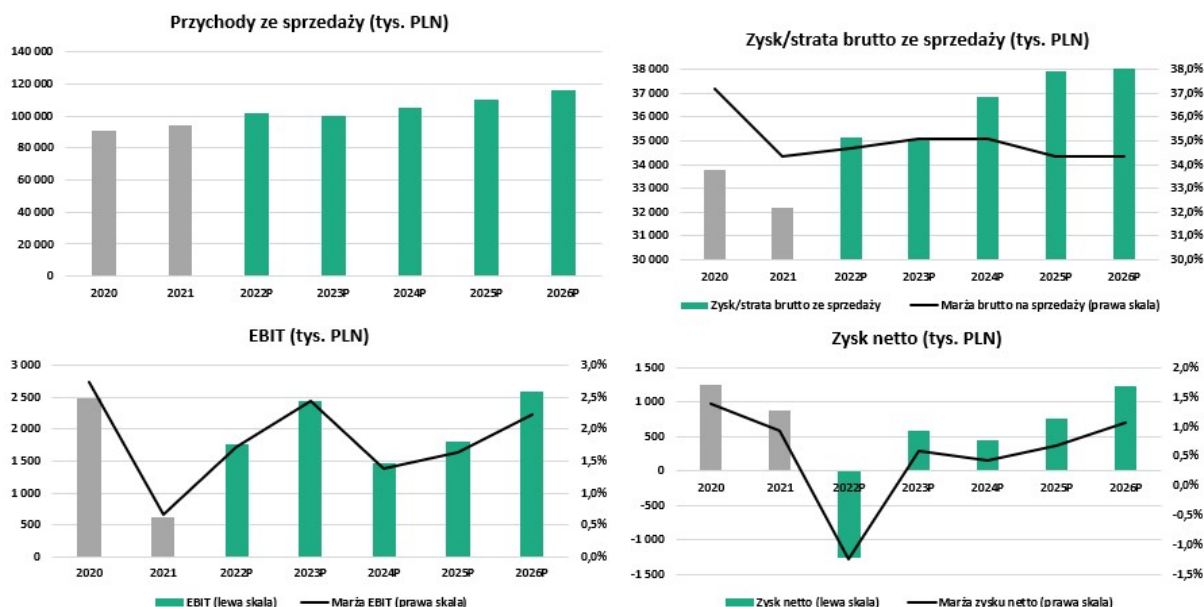
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,14 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wypłacała dywidendy.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-9,0%	3,3%	8,1%	-1,4%	5,1%	5,1%	5,1%
EBITDA (zmiana, r/r)	9,0%	-17,0%	22,2%	13,1%	-5,8%	9,4%	13,4%
EBIT (zmiana, r/r)	-18,4%	-74,9%	181,0%	39,3%	-40,2%	23,9%	42,9%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-341,2%	-30,3%	-244,1%	-146,3%	-22,9%	68,6%	61,9%
Marża brutto na sprzedaży	37,2%	34,3%	34,7%	35,1%	35,1%	34,4%	34,4%
Marża EBITDA	8,9%	7,2%	8,1%	9,3%	8,4%	8,7%	9,4%
Marża EBIT	2,7%	0,7%	1,7%	2,4%	1,4%	1,6%	2,2%
Marża brutto	2,0%	3,0%	-0,5%	1,2%	0,9%	1,4%	2,1%
Marża netto	1,4%	0,9%	-1,2%	0,6%	0,4%	0,7%	1,1%
COGS / Przychody	62,8%	65,7%	65,3%	64,9%	64,9%	65,6%	65,6%
SG&A / Przychody	37,4%	34,8%	30,7%	33,9%	31,6%	32,5%	31,6%
SG&A / COGS	59,6%	53,0%	47,0%	52,3%	48,6%	49,5%	48,1%
ROE	2,5%	2,0%	-6,9%	3,0%	2,2%	3,5%	5,1%
ROA	1,3%	0,9%	-1,2%	0,6%	0,4%	0,6%	1,0%
Dług (tys. PLN)	25 104	24 362	29 842	28 206	31 570	27 934	21 298
D/(D+E)	0,33	0,35	0,62	0,59	0,61	0,56	0,47
D/E	0,50	0,55	1,64	1,46	1,56	1,28	0,88
EV (tys. PLN)	25 043	21 788	18 664	17 087	18 986	22 486	29 247
Dług / EV	1,00	1,12	1,60	1,65	1,66	1,24	0,73
CAPEX / Przychody	3,46%	2,16%	2,49%	2,40%	1,32%	1,32%	1,27%
CAPEX / Amortyzacja	55,7%	33,1%	38,9%	34,9%	18,9%	18,7%	17,8%
Amortyzacja / Przychody	6,2%	6,5%	6,4%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%
Zmiana KO / Przychody	3,5%	1,1%	-2,1%	5,2%	5,4%	4,3%	1,9%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Wojas

WOJAS

Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako dobre. Po trzech kwartałach 2022 Wojas wypracował sprzedaż w wysokości 224,4 mln zł, co oznacza wzrost o 19,7% r/r. Wstępne dane za IV kwartał sugerują dalszą poprawę – przychody wzrosły o 2,1% do 107 mln zł. Według naszych wyliczeń marża brutto na sprzedaży w całym 2022 r. była wyższa niż rok wcześniej o 7,1 p.p. i wyniosła 42,3 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach wyniósł do 22 mln zł, zaś zysk netto był mniejszy niż rok wcześniej o 28,9% i wyniósł 13,8 mln zł. Spadki zysków wynikają częściowo ze spadku przychodów finansowych, ponad dwukrotnego wzrostu kosztów finansowych a także wysokiej bazy porównawczej, jaką stanowił udany rok 2021 dla Spółki.

Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, fundamenty Spółki uważamy za stabilne, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na umiarkowanie wysokim poziomie 0,67. Na koniec września Wojas dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 2,4 mln zł, co zapewnia płynność również na względnie bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była lekko poniżej wartości referencyjnych i wyniosła 1,33).

W naszej ocenie, strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów, wyzwaniem stanowiąc będą jednak wysokości zysków wszystkich poziomach.

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	11,7
Wycena DCF [PLN]	12,3
Wycena porównawcza [PLN]	9,3
Cena rynkowa [PLN]	8,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	47,6%
Kapitalizacja [mln PLN]	63,4
Free float [%]	13,9%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	WOJ
Bloomberg	WOJ PW

Analitik

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

Jeden z największych polskich producentów obuwia, który dysponuje siecią blisko 180 salonów firmowych w Polsce, na Słowacji, Czechach, Białorusi i Węgrzech. W ofercie spółki znajduje się eleganckie skórzane obuwie damskie i męskie, modele młodzieżowe oraz obuwie trekkingowe, a także obuwie dla służb mundurowych. Ofertę uzupełniają galanteria skórzana - torebki, teczki i paski.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Wiesław Wojas	86,1
Jacek Konieczny	1,3

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Nowe kontakty	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	292 329	331 260	424 863	521 502	585 928	658 313
EBITDA	43 525	52 235	37 628	32 420	31 255	46 774
marża EBITDA	14,9%	15,8%	8,9%	6,2%	5,3%	7,1%
EBIT	16 264	32 229	10 898	5 693	4 528	20 046
Zysk netto	31 647	24 155	16 210	10 532	10 097	22 411
Kapitał własny	84 829	100 457	121 213	134 699	147 627	176 323
Dług netto	69 082	55 705	58 171	46 964	39 252	7 555
P/E	3,2	4,2	6,2	9,6	10,0	4,5
P/BV	1,2	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,9	3,0	4,2	4,6	4,5	2,3
EPS	2,5	1,9	1,3	0,8	0,8	1,8

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P – Prognozy DM Banku BPS

WYCENA

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 11,5 zł na 1 akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 12,3 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 9,3 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	12,3
Wycena Porównawcza	0,25	9,3
Cena wynikowa na dzień 13.03		11,5
Cena docelowa na koniec 2023		11,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Wojas już przed pandemią mimo stabilnie rosnących przychodów miał problemy z zyskiem, ze względu na niższą marżę generowaną w segmencie hurtowym. W 2021 pomimo ograniczeń w sprzedaży w segmencie detalicznym wynikających z pandemii, Spółka osiągnęła przychody na poziomie roku 2019, do czego znacząco przyczyniła się realizacja kontaktu na dostawę obuwia służbowego dla NATO. Rok 2022 był bardzo udany dla Spółki, ze względu na wysoką sprzedaż w segmencie detalicznym, wynikającą z odrodzenia się popytu po pandemii. Oczekujemy dalszego wzrostu w segmencie detalicznym, choć w znacznej mierze może on być napędzany inflacją oraz istotnego wzrostu przychodów w segmencie hurtowym w związku z zawartym w lutym kontraktem na dostawę butów sportowych dla polskiego wojska (część Wojasa jako lidera konsorcjum wynosi 25,9 mln zł). Spodziewamy się kolejnych kontraktów w tym segmencie, jednak m.in. ze względu na wyższą bazę, prognozujemy niższą dynamikę wzrostu przychodów w kolejnych latach. O ile na poziomie przychodów zakładamy wyższe wartości niż w latach ubiegłych, to na poziomie zysków spodziewamy się gorszych wyników niż rok wcześniej. W prognozach zakładamy powrót do regularnej wypłaty dywidend w każdym roku.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Wojas metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
VRG	9,9	8,8	7,8	0,8	0,8	0,7	5,3	5,0	4,2
Wittchen	6,1	5,9	5,8	1,9	1,6	1,4	4,0	3,9	3,9
Monnari	9,6	9,6	9,6	-	-	-	3,5	3,3	3,3
Średnia	8,5	8,1	7,8	1,3	1,2	1,1	4,3	4,1	3,8
Mediana	9,6	8,8	7,8	1,3	1,2	1,1	4,0	3,9	3,9
WOJ	4,1	6,2	9,6	0,4	0,5	0,4	4,2	4,6	4,5
Implikowana wycena (tys. PLN)	156 105	92 396	78 894	160 959	159 062	159 846	91 897	79 930	82 630
Wycena 1 akcji (PLN)	9,30								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	244 506	292 329	331 260	424 863	521 502	585 928	658 313
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	110 515	130 609	123 035	143 896	161 673	181 646	204 086
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	133 991	161 720	208 225	280 967	359 829	404 282	454 227
Koszty własny sprzedaży	-161 295	-181 507	-191 481	-257 062	-321 389	-365 204	-395 260
Zysk brutto na sprzedaży	83 211	110 822	139 779	167 800	200 113	220 724	263 053
Koszty sprzedaży	-87 769	-86 969	-106 267	-144 206	-178 492	-198 432	-222 946
Koszty zarządu	-10 363	-10 620	-11 976	-14 870	-18 253	-20 507	-23 041
Zysk/strata ze sprzedaży	504	103 755	21 536	8 724	3 368	1 785	17 066
Pozostałe przychody operacyjne	7 509	7 508	14 223	6 562	6 828	7 105	7 394
Pozostałe koszty operacyjne	-4 411	-4 477	-3 530	-4 388	-4 504	-4 363	-4 414
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-	11 823	16 264	32 229	5 693	4 528	20 046
Przychody finansowe	234	26 618	3 478	10 987	8 666	8 973	9 026
Koszty finansowe	-6 384	-3 744	-7 477	-1 128	-873	-573	-376
Zysk/strata brutto	-	17 973	39 138	28 230	13 486	12 928	28 696
Podatek dochodowy	651	-7 491	-4 075	-4 546	-2 954	-2 831	-6 285
Zysk/strata netto	-	17 322	31 647	16 210	10 532	10 097	22 411

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	256 311	264 906	348 148	334 807	367 676	389 406	426 149
Aktywa trwałe	114 311	118 045	118 612	123 400	128 422	133 690	139 215
Rzeczowe aktywa trwałe	102 765	101 446	97 918	102 703	107 723	112 987	118 509
Wartości niematerialne i prawne	945	1 220	1 003	1 003	1 003	1 003	1 003
Investycje długoterminowe	6 327	11 556	19 617	19 617	19 617	19 617	19 617
Pozostałe aktywa długoterminowe	4 274	3 823	74	77	80	83	86
Aktywa obrotowe	142 000	146 861	229 536	211 407	239 253	255 715	286 934
Zapasy	108 483	107 489	140 153	145 843	151 765	157 928	164 340
Należności krótkoterminowe	26 305	30 902	45 977	46 825	66 672	74 908	84 162
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 405	6 720	43 407	18 738	20 816	22 880	38 432
Pozostałe aktywa	1 231	1 284	-	-	-	-	-
PASYWA	256 311	264 906	348 148	334 807	367 676	389 406	426 149
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	53 939	84 829	100 457	121 213	134 699	147 627	176 323
Kapitał podstawowy	12 677	12 677	12 677	12 677	12 677	12 677	12 677
Kapitał zapasowy	61 238	61 238	71 731	71 731	71 731	71 731	71 731
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	13 247	34 003	47 489	60 417	89 113
Udziały niekontrolujące	4 956	3 485	2 802	2 802	2 802	2 802	2 802
Zobowiązania długoterminowe	81 378	77 502	92 172	48 455	88 662	110 264	123 737
Długoterminowe kredyty i pożyczki	34 558	30 421	20 927	22 190	20 483	20 269	15 556
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	36 263	35 268	28 793	11 190	7 586	3 982	379
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	10 557	11 813	7 321	7 321	7 321	7 321	7 321
Zobowiązania krótkoterminowe	116 038	99 090	155 519	165 139	144 315	131 515	126 089
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	34 081	18 692	49 510	52 455	48 474	47 974	36 976
Zobowiązania z tytułu leasingu	23 216	21 842	20 809	13 265	11 720	10 176	8 631
Zobowiązania handlowe	45 137	40 639	69 433	83 652	68 354	57 599	64 714
Pozostałe zobowiązania	13 604	17 917	15 767	15 767	15 767	15 767	15 767

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIEŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	11 220	27 110	48 823	20 798	33 163	25 552	53 061
Przepływy inwestycyjne	- 2 724	20 308	- 11 408	- 8 000	- 8 000	- 8 000	- 8 000
Przepływy finansowe	- 8 452	- 46 679	- 729	- 37 467	- 23 085	- 15 489	- 29 510
Przepływy pieniężne netto	44	739	36 687	24 669	2 078	2 063	15 552
Środki pieniężne na początek okresu	3 145	3 189	3 928	40 615	15 946	18 024	20 088
Środki pieniężne na koniec okresu	3 189	3 928	40 615	15 946	18 024	20 088	35 640

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	292 329	331 260	424 863	521 502	585 928	658 313	659 959
EBITDA	43 525	52 235	37 628	32 420	31 255	46 774	20 146
EBIT	16 264	32 229	10 898	5 693	4 528	20 046	20 096
CIT	19,1%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%
NOPLAT		25 171	8 511	4 446	3 536	15 656	15 695
Amortyzacja		20 006	26 730	26 727	26 727	26 728	26 728
CAPEX		-10 416	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000	-8 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		18 944	-7 680	41 067	25 154	8 551	8 551
FCFF		15 816	34 921	-17 894	-2 891	25 832	25 832
WACC		10,3%	9,6%	9,5%	8,9%	8,1%	8,1%
DCFF		14 333	29 049	-13 636	-2 055	17 474	
Suma DCF		45 166,1					
Wartość rezydualna (TV)		327 739,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		205 023,7					
Udział zdyskontowanej TV w EV		81,9%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		250 189,9					
Środki pieniężne na 13.03.2023		14 157,9					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		109 024,1					
Dług netto na 13.03.2023		94 866,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		155 323,7					
Liczba akcji (tys.)		12 677					
Cena 1 akcji (PLN)		12,25					
Przychody zmiana r/r		13,3%	28,3%	22,7%	12,4%	12,4%	
EBIT zmiana r/r			-66,2%	-47,8%	-20,5%	342,7%	
FCF zmiana r/r			120,8%	-151,2%	-83,8%	-993,7%	
Marża EBITDA		15,8%	8,9%	6,2%	5,3%	7,1%	
Marża EBIT		9,7%	2,6%	1,1%	0,8%	3,0%	
Marża NOPLAT		7,6%	2,0%	0,9%	0,6%	2,4%	
CAPEX/Przychody		3,1%	1,9%	1,5%	1,4%	1,2%	
CAPEX/Amortyzacja		52,1%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
6,1%	16,70	17,04	17,39	17,76	18,13	18,52	18,92	
6,6%	15,16	15,45	15,75	16,06	16,38	16,70	17,04	
7,1%	13,83	14,08	14,34	14,61	14,88	15,16	15,45	
7,6%	12,68	12,89	13,12	13,35	13,59	13,83	14,08	
zmiana WACC dla TV	8,1%	11,66	11,85	12,05	12,25	12,46	12,68	12,89
	8,6%	10,76	10,94	11,11	11,29	11,47	11,66	11,85
	9,1%	9,96	10,12	10,27	10,43	10,60	10,76	10,94
	9,6%	9,25	9,38	9,52	9,67	9,81	9,96	10,12
	10,1%	8,60	8,72	8,85	8,98	9,11	9,25	9,38

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

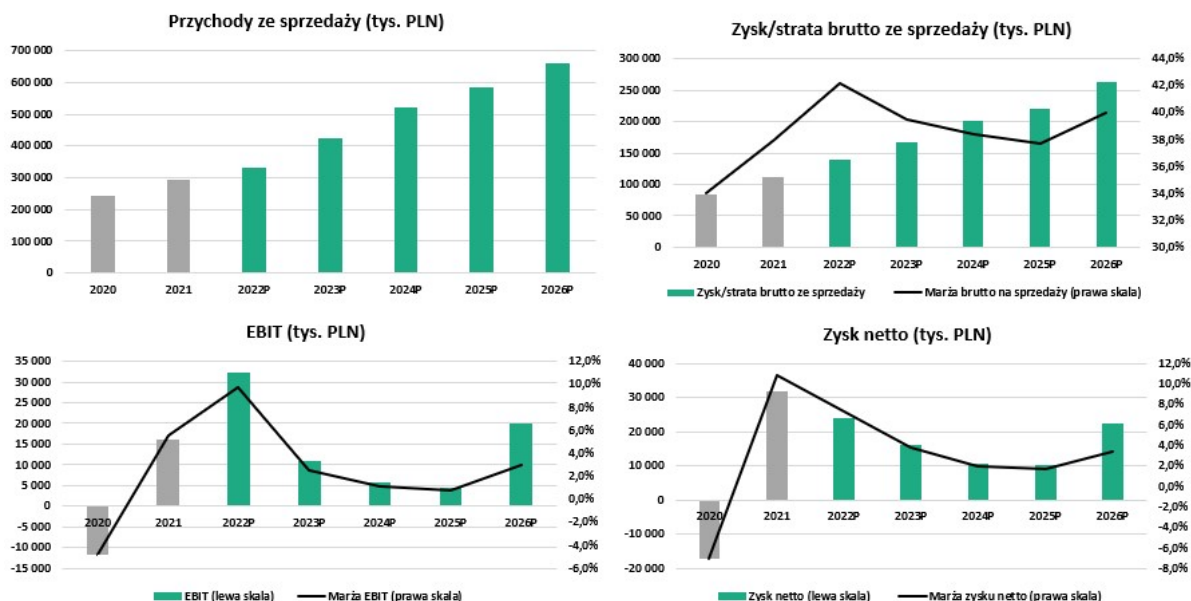
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,54 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy
- Zakładamy wypłaty dywidendy w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-16,5%	19,6%	13,3%	28,3%	22,7%	12,4%	12,4%
EBITDA (zmiana, r/r)	-58,1%	147,9%	20,0%	-28,0%	-13,8%	-3,6%	49,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-247,1%	-237,6%	98,2%	-66,2%	-47,8%	-20,5%	342,7%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-610,2%	-282,7%	-23,7%	-32,9%	-35,0%	-4,1%	122,0%
Marża brutto na sprzedaży	34,0%	37,9%	42,2%	39,5%	38,4%	37,7%	40,0%
Marża EBITDA	7,2%	14,9%	15,8%	8,9%	6,2%	5,3%	7,1%
Marża EBIT	-4,8%	5,6%	9,7%	2,6%	1,1%	0,8%	3,0%
Marża brutto	-7,4%	13,4%	8,5%	4,9%	2,6%	2,2%	4,4%
Marża netto	-7,1%	10,8%	7,3%	3,8%	2,0%	1,7%	3,4%
COGS / Przychody	66,0%	62,1%	57,8%	60,5%	61,6%	62,3%	60,0%
SG&A / Przychody	46,8%	33,6%	29,5%	27,8%	30,5%	33,6%	33,3%
SG&A / COGS	71,0%	54,1%	51,0%	46,0%	49,5%	53,9%	55,4%
ROE	-32,1%	37,3%	24,0%	13,4%	7,8%	6,8%	12,7%
ROA	-6,8%	11,9%	6,9%	4,8%	2,9%	2,6%	5,3%
Dług (tys. PLN)	128 118	106 223	120 039	99 099	88 264	82 401	61 542
D/(D+E)	0,70	0,56	0,54	0,45	0,40	0,36	0,26
D/E	2,38	1,25	1,19	0,82	0,66	0,56	0,35
EV (tys. PLN)	-23 713	1 497	24 368	20 639	33 553	41 479	77 890
Dług / EV	-5,40	70,96	4,93	4,80	2,63	1,99	0,79
CAPEX / Przychody	0,99%	1,46%	3,14%	1,88%	1,53%	1,37%	1,22%
CAPEX / Amortyzacja	8,2%	15,6%	52,1%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Amortyzacja / Przychody	12,0%	9,3%	6,0%	6,3%	5,1%	4,6%	4,1%
Zmiana KO / Przychody	1,5%	2,8%	5,7%	-1,8%	7,9%	4,3%	1,3%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjnych – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 13 marca 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 marca 2023 roku, 8:45

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/rekomendacje>

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

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

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:
<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/rekomendacje>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:
<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji z ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl



Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Sporządzone przez Departament Analiz:

Tomasz Czarnecki, MPW
Dyrektor Departamentu Analiz
tomasz.czarnecki@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Jacek Borawski
Analityk Techniczny

Artur Wizner, MPW
Analityk
artur.wizner@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

Dr Łukasz Bryl
Analityk
lukasz.bryl@dmbps.pl
tel.: 785 500 874

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

Andrzej Maliszewski, MPW
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
andrzej.maliszewski@dmbps.pl
tel.: +48 (22) 53-95-521

Krzysztof Jeż, MPW
krzysztof.jez@dmbps.pl
tel.: + 48 (22) 53 95 559

Dariusz Stasiak, MPW
Z-ca-Dyrektora Departamentu Sprzedaży
dariusz.stasiak@dmbps.pl
tel.: +48 (22) 53 95 084

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: + 48 (22) 53 95 522

Tomasz Kublik, MPW
tomasz.kublik@dmbps.pl
tel.: + 48 (22) 53 95 511

Tomasz Wojna
tomasz.wojna@dmbps.pl
tel.: + 48 (22) 53 95 541

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Dług netto – suma zobowiązań oprocentowanych pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.
EV – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto
Marża brutto na sprzedaży – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży
Marża EBIT – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) relacja zysk z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży
Marża EBITDA – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)
MC/EBIT – iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej
MC/S – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży
P/E – (Cena/Zysk) relacja kursu akcji do rocznego zysku netto przypadającego na akcję
P/BV – (Cena/Wartość Księgową) relacja kursu akcji do wartości księgowej przypadającej na akcję
P/CF – (Cena/(zysk netto + amortyzacja)) relacja kursu akcji do sumy przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji
Stopa dywidendy – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji
Wskaźnik wypłaty dywidendy – (D/E) relacja dywidenda przypadająca na akcję do zysku na akcję
Wskaźnik pokrycia dywidendy – (E/D) relacja zysku na akcję do dywidendy na akcję

Opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek szczególnych zamierzeń inwestycyjnych, szczególnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani szczególnych potrzeb czy zgoda potencjalnych odbiorców. Opracowanie publikowane jest w celach wyłącznie informacyjnych lub marketingowych i nie powinno być interpretowane jako (1) osobista rekomendacja, (1) porada inwestycyjna, prawna, lub innego typu, ani jako (2) zachęta do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób, bądź (4) ocena lub zapewnienie opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe objęte opracowaniem. W szczególności opracowanie nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, bądź „rekomendacji” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności, prawdziwości lub dokładności.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie powinno być interpretowane jako oświadczenie ani gwarancja (zarówno wyrażna, jak i implikowana) w zakresie generowania zysku z tytułu prezentowanej strategii inwestycyjnej.

Inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. Szczegółowe informacje o ryzykach związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępne są na stronie internetowej DMBPS: www.dmbps.pl w zakładce Regulacje i dokumenty.

Dom Maklerski Banku BPS S.A., jego akcjonariusze lub pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje powstałe w wyniku transakcji zawartych na instrumentach z rynków OTC lub innych instrumentach finansowych wymienionych w opracowaniu. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

*Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z **Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz. U. 2019 poz. 1231)**.*