

# Monnari Trade SA

## Raport aktualizujący

12.05.2023 08:30

### Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	7,8
Wycena DCF [PLN]	5,4
Wycena porównawcza [PLN]	13,2
Cena rynkowa [PLN]	5,3
Pot.wzrostu/spadku [%]	46,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	163,2
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 zlecania na zewnątrz, po czym spółka prowadzi sprzedaż kolekcji poprzez sieć własnych salonów firmowych oraz sklep internetowy.  
Źródło: www.gpw.pl

### Główni Akcjonariusze

	[%]
Misztal Mirosław	32,9
MONNARI TRADE S.A.	15,1
Fair Sp. z o.o.	8,3

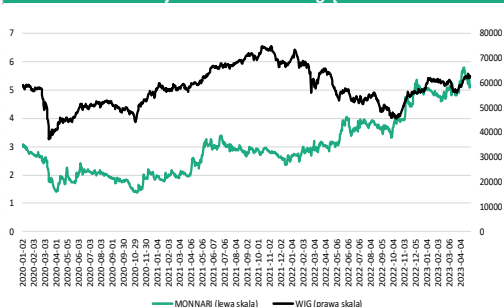
#### Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej  
Konkurencyjna oferta  
Wysoki poziom gotówki

#### Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji  
Presja kosztowa  
Wysokie odpisy

### Kurs akcji Monnari Trade względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

## Wydarzenie jednorazowe windują wynik netto, priorytetem na 2023 r. pozostaje rentowność

**Wyniki za 2022 r. są bardzo dobre.** Spółka przekroczyła poziom przychodów sprzed pandemii oraz wypracowała rekordowy zysk w wysokości 57,4 mln zł, ale **tak dobry rezultat miał swoje źródło w dwóch wydarzeniach jednorazowych:** sprzedaż niezabudowanej części działki Ogrodów Geyera za kwotę 59,5 mln zł netto (zaksięgowanie w RZiS 43,9 mln zł) oraz umorzenie 75% pożyczki z PFR w wysokości 11,4 mln zł. **Wyłączając z wyniku zdarzenia jednorazowe wynik netto jest znacznie niższy oraz poniżej naszych oczekiwań.** Szczególnie słabo pod względem zysków wypadł IV kwartał, co wynikało z wysokich odpisów z tyt. zapasów i należności oraz z dynamicznego i nieproporcjonalnego względem przychodów, przyrostu kosztów sprzedaży. **Tym samym największym wyzwaniem dla Monnari Trade pozostaje dyscyplina kosztowa.** Marża brutto na sprzedaży znajdować się będzie pod pozytywnym wpływem niedawnego umocnienia PLN względem USD, natomiast w środowisku wysokiej inflacji i niskiego bezrobocia, negatywnie na rentowność Spółki oddziaływać będzie presja na wynagrodzenia.

**Niemniej jednak sytuacja finansowa Spółki pozostaje bardzo dobra.** Dzięki sprzedaży części Ogrodów Geyera, Spółka na koniec 2022 r. dysponuje znaczącymi zasobami gotówkowymi (62,9 mln zł), co zapewne, w środowisku wysokiej inflacji, skłoniło Zarząd do zagospodarowania tych środków poprzez inwestycje (pożyczka Spółce Rank Progress S.A. oraz wstępna deklaracja zakupu nieruchomości należącej do Orbis S.A. we Wrocławiu).

**Finalnie obniżamy naszą wycenę do 7,8 zł (z 8,6 zł) za 1 akcję na koniec 2023 r.,** co wynika z rewizji naszych prognoz na poziomie zysków w dół.

	tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>		287 730	315 107	327 612	333 233	348 715	375 169
EBITDA		33 527	27 203	29 442	31 168	33 811	39 482
marża EBITDA		11,7%	8,6%	9,0%	9,4%	9,7%	10,5%
<b>EBIT</b>		28 134	19 755	22 035	23 678	26 207	31 757
<b>Zysk netto</b>		57 443	14 789	18 457	19 268	21 422	26 296
<b>Kapitał własny</b>		266 521	287 753	312 652	337 764	365 528	398 870
Dług netto		-47 849	-17 754	-65 201	-67 964	-84 788	-111 900
P/E		2,8	11,0	8,8	8,5	7,6	6,2
P/BV		0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA		3,4	5,3	3,3	3,1	2,3	1,3
EPS		1,9	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wybrane ostatnie wydarzenia

- **24.04.2023 (ESPI RB 8/2023) Podsumowanie skupu akcji własnych.** Zarząd MONNARI TRADE S.A.(Emitent) informuje, iż Program Skupu akcji własnych zakończył się w dniu 10 stycznia 2023 r. W wyniku jego realizacji Emitent posiada 4 609 879 akcji własnych, stanowiących 15,08% kapitału zakładowego Emitenta i dających 13,12% głosów na Walnym Zgromadzeniu. Jednocześnie Emitent informuje, że w wyniku omyłki pisarskiej:
  - w raporcie nr 17/2022 w dniu 17.10.2022 r., podano w całkowitej liczbie skupionych akcji sumę 4 543 726, winno być 4 544 026 akcji;
  - w raporcie nr 25/2022 w dniu 28.10.2022 r., podano liczbę skupionych akcji 6 585 winno być 6 858 akcji.W treści raportu bieżącego nr 18/2022 z dnia 18.10.2022 r., zostały podane przez z Dom Maklerski Banku BPS S.A. z siedzibą w Warszawie, nieprawidłowe dane dotyczące ilości oraz ceny skupu akcji własnych. Podano liczbę zakupionych akcji w wysokości 3 822, winno być 3989 akcji oraz podano średnią cenę zakupu w wysokości 3,94 zł winno być 3,78 zł. (...)
- **06.04.2023 (ESPI RB 7/2023) Podpisanie przez spółkę zależną Listu Intencyjnego dot. zakupu nieruchomości.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (Emitent) informuje, że w dniu dzisiejszym tj. 6 kwietnia 2023 r. otrzymał podpisany List Intencyjny pomiędzy Orbis S.A. (Sprzedający) z siedzibą w Warszawie, a MONNA NICE Sp. z o.o. (w 100% spółka zależna od MONNARI TRADE S.A.), w którym wyżej wymienione podmioty wyraziły zainteresowanie umową sprzedaży nieruchomości położonej we Wrocławiu. Warunkiem zakupu nieruchomości jest pozytywny wynik procesu due diligence. Szacowany koszt nabycia nieruchomości to ok. 18 mln zł. Emitent traktuje powyższą transakcję jako inwestycję zabezpieczającą wartość posiadanych środków pieniężnych.
- **17.01.2023 (ESPI RB 1/2023) Zawarcie umowy pożyczki z Rank Progress S.A. Zarząd MONNARI TRADE S.A.** (Emitent) informuje, że w dniu 17 stycznia 2023 roku została podpisana przez spółkę zależną od Emitenta - Service Office spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (Spółka, Pożyczkodawca) umowa pożyczki z Rank Progress S.A. z siedzibą w Legnicy (Pożyczkobiorca). Na podstawie umowy, Spółka udzieliła pożyczki pieniężnej w wysokości 6.382.435,54 EUR (słownie: sześć milionów trzysta osiemdziesiąt dwa tysiące czterysta trzydzieści pięć euro i 54/100), (pożyczka), z przeznaczeniem na zakup przez Pożyczkobiorcę nieruchomości. Pożyczkobiorca zobowiązany jest do zwrotu pożyczki wraz z odsetkami do 30 stycznia 2024 roku włącznie. Stawka procentowa odsetek jest stała i wynosi 8% p. a. (w skali roku), od udzielonej pożyczki w EUR. Zabezpieczeniem pożyczki oraz kwot należnych wobec Spółki są przede wszystkim:
  - umowa przeniesienia na zabezpieczenie własności oraz użytkowania wieczystego nieruchomości położonych w Katowicach;
  - hipoteka umowna łączna z najwyższym pierwszeństwem, do kwoty stanowiącej 170% pożyczki, nabywanej przez Pożyczkobiorcę nieruchomości;
  - umowa przewłaszczenia wierzytelności (24,9 mln zł) przysługującej spółce zależnej od Pożyczkobiorcy (Progress IV Sp. z o.o.) oraz umowa zastawu cywilnego, której

przedmiotem będzie ustanowienie przez Pożyczkobiorcę na rzecz Pożyczkodawcy zastawu cywilnego na 100% udziałów w kapitale zakładowym ww. spółki zależnej;

- oświadczenie o poddaniu się egzekucji na rzecz Pożyczkodawcy do kwoty maksymalnej stanowiącej 170% pożyczki w trybie art. 777 § 1 punkt 5 Kodeksu postępowania cywilnego;
- weksel własny in blanco wraz z deklaracją wekslową do kwoty nie wyższej, niż kwota stanowiąca równowartość 170% pożyczki.

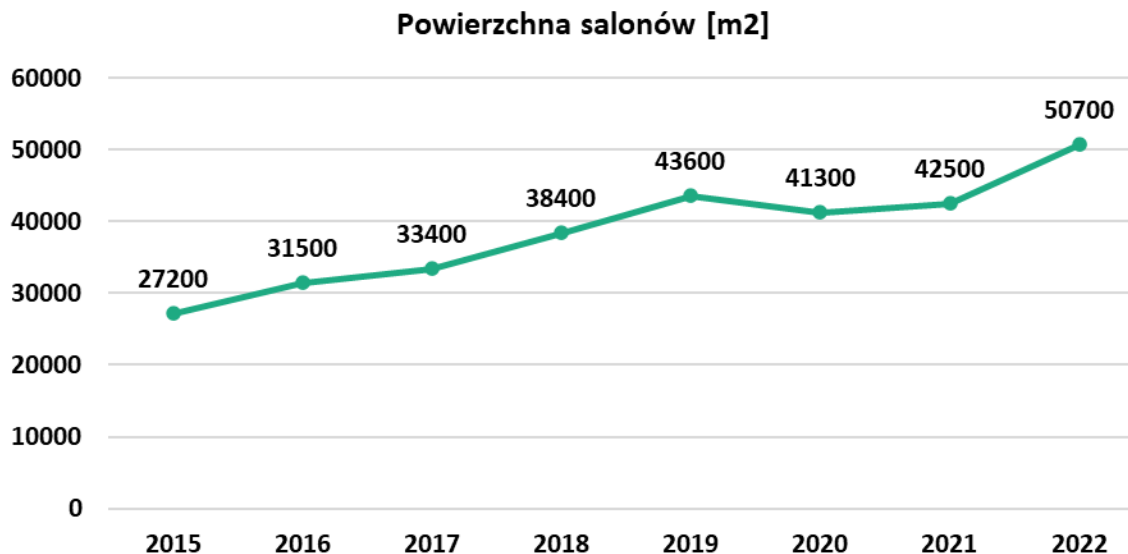
## Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 r.

- Zgodnie z naszymi prognozami przychody kontynuowały tendencję wzrostową. W całym 2022 r. sprzedaż osiągnęła rekordową w historii Spółki wartość (287,7 mln zł, wzrost o 23,8% r/r). Tym samym Monnari Trade odbudowało przychody po trudnym dla Spółki okresie pandemii.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2019	2020	2021	2022
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>282 202</b>	<b>209 408</b>	<b>232 422</b>	<b>287 730</b>
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	270 072	196 271	216 645	271 201
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	8 136	9 429	10 827	10 221
Sprzedaż usług najmu	1 830	2 591	3 760	4 969
Sprzedaż pozostałych usług	1 596	432	1 116	1 025
Sprzedaż materiałów	568	685	74	314
Koszty własny sprzedaży	-121 097	-96 225	-104 783	-123 022
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>161 104</b>	<b>113 183</b>	<b>127 639</b>	<b>164 708</b>
Koszty sprzedaży	- 132 356	- 107 823	- 97 552	-125 829
Koszty zarządu	- 13 353	- 11 682	- 15 997	-18 367
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>15 395</b>	<b>- 6 322</b>	<b>14 090</b>	<b>20 512</b>
Pozostałe przychody operacyjne	3 624	7 057	12 410	23 632
Pozostałe koszty operacyjne	- 5 768	- 28 864	- 7 163	-16 010
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>13 251</b>	<b>- 28 129</b>	<b>19 337</b>	<b>28 134</b>
Przychody finansowe	715	1 094	228	845
Koszty finansowe	- 962	- 3 228	- 1 512	-2 999
Wynik na inwestycjach	1 397	- 438	- 327	44 205
Udział w wyniku jedn. stow. i wspólnych przedsięwzięć	- 200	- 96	3 775	-3 010
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>14 201</b>	<b>- 30 797</b>	<b>21 501</b>	<b>67 175</b>
Podatek dochodowy	- 2 440	358	805	-9 732
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>11 761</b>	<b>- 30 439</b>	<b>20 696</b>	<b>57 442</b>

Źródło: Spółka

- Rok 2022 był bardzo udany pod względem otwierania nowych sklepów. Spółka zauważalnie zwiększyła powierzchnię salonów do 50,7 tys. m<sup>2</sup>, co oznacza wzrost o 19,3% r/r w porównaniu do stanu z grudnia 2021. Powierzchnia salonów znacząco przewyższyła poziom sprzed pandemii.



Źródło: Spółka

Dwie główne marki Spółki to niezmiennie Monnari i Femestage. Salony dla marki Monnari mają powierzchnię od ok. 200 m<sup>2</sup> do 300 m<sup>2</sup>. Z kolei, marka Femestage jest skierowana do młodszej grupy docelowej, z cenami odzieży bardziej dostępnymi dla tego segmentu rynku. Produkty pod marką Femestage sprzedawane są w salonach o powierzchni ok. 160 m<sup>2</sup>. Relatywnie nowym kanałem dystrybucji produktów Monnari jest sprzedaż poprzez sieć franczyzową, co wynika z faktu, iż franczyzobiorcy często są właścicielami bądź najemcami sklepów położonych przy ulicach handlowych w mniejszych miastach.

Marka	31.12.2022	31.12.2021	30.06.2021
<b>Monnari</b>	189 salonów (41,3 tys.m <sup>2</sup> )	155 salonów (34,6 tys.m <sup>2</sup> )	158 salonów (35,2 tys.m <sup>2</sup> )
<b>Monnari franczyza</b>	25 salonów (4,5 tys.m <sup>2</sup> )	15 salonów (2,8 tys.m <sup>2</sup> )	13 salonów (2,2 tys.m <sup>2</sup> )
<b>Femestage</b>	30 salonów (4,9 tys.m <sup>2</sup> )	31 salonów (5,0 tys.m <sup>2</sup> )	31 salonów (5,1 tys.m <sup>2</sup> )
<b>łącznie</b>	<b>244 salony (50,7 tys.m<sup>2</sup>)</b>	<b>201 salonów (42,5 tys.m<sup>2</sup>)</b>	<b>202 salony (42,5 tys.m<sup>2</sup>)</b>

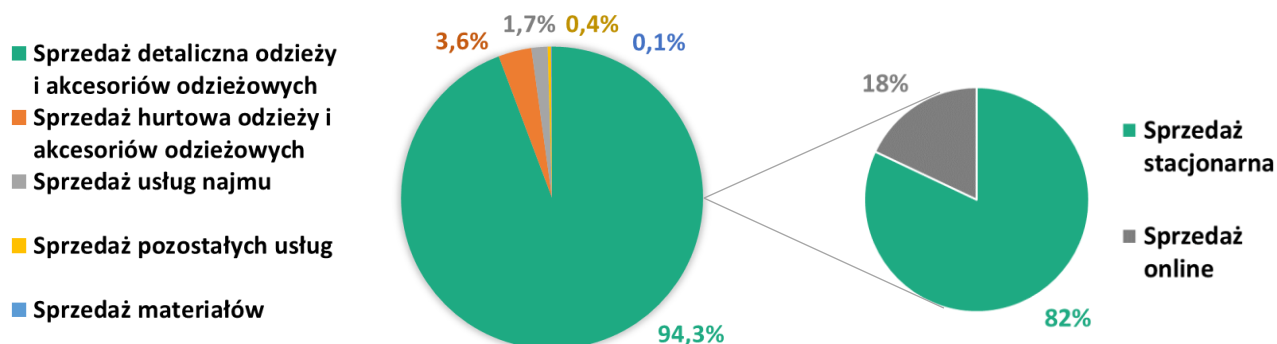
Źródło: Spółka

W 2022 r. Monnari Trade zwiększyła łączną liczbę salonów o 43 do 244 w porównaniu z końcem 2021 r. Przyrost netto miał miejsce wyłącznie dla marki Monnari (zarówno w przypadku sklepów własnych jak i franczyzowych), przy czym liczba salonów własnych wzrosła o 34, co oznacza wzrost o 21,9% r/r. Brak przyrostu sklepów marki Femestage wynika z koncentracji tej marki na internetowym kanale sprzedaży. W I kwartale 2023 Spółka dalej rozbudowywała sieć salonów sprzedaży. Według stanu na 9.05.2023 łączna liczba sklepów wyniosła 256 o całkowitej powierzchni 52,8 tys. m<sup>2</sup>.

Dominujący udział w sprzedaży Spółki ma segment sprzedaży detalicznej odzieży i akcesoriów odzieżowych poprzez sieć stacjonarną. W 2022 r. odpowiadał on za 94,3% ogółu przychodów, generując 271,2 mln zł obrotu. Co istotne, segment ten odnotował wysoką dynamikę zmian

(plus 25,2% r/r). Sprzedaż tego segmentu jest prowadzona głównie poprzez sieć sklepów stacjonarnych, ale także poprzez Internet, którego udział w 2022 r. wyniósł 18%.

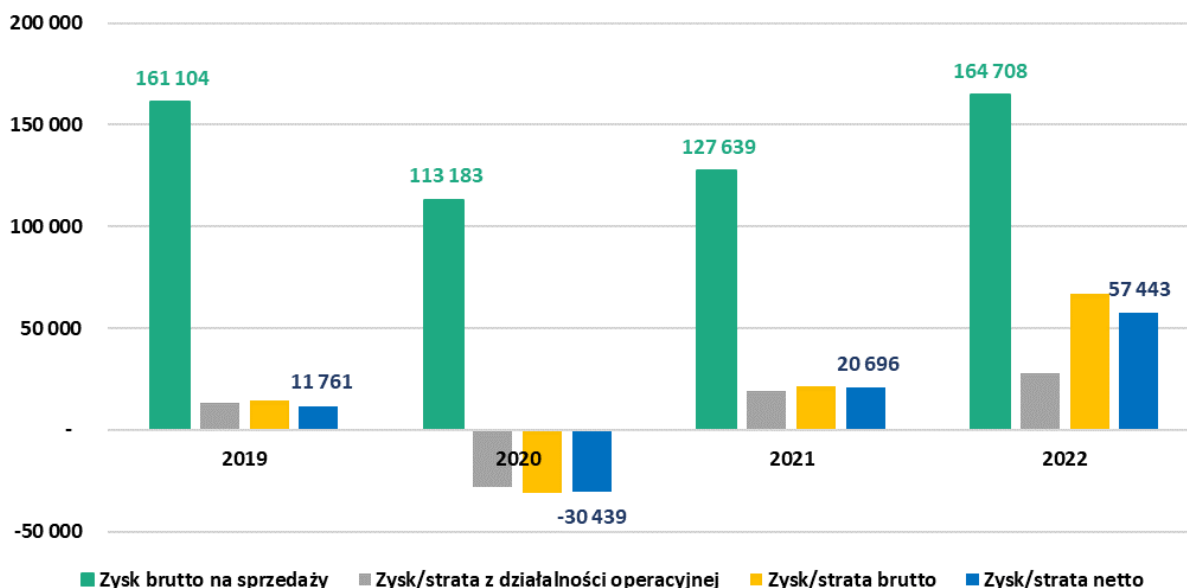
### Struktura przychodów (2022)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

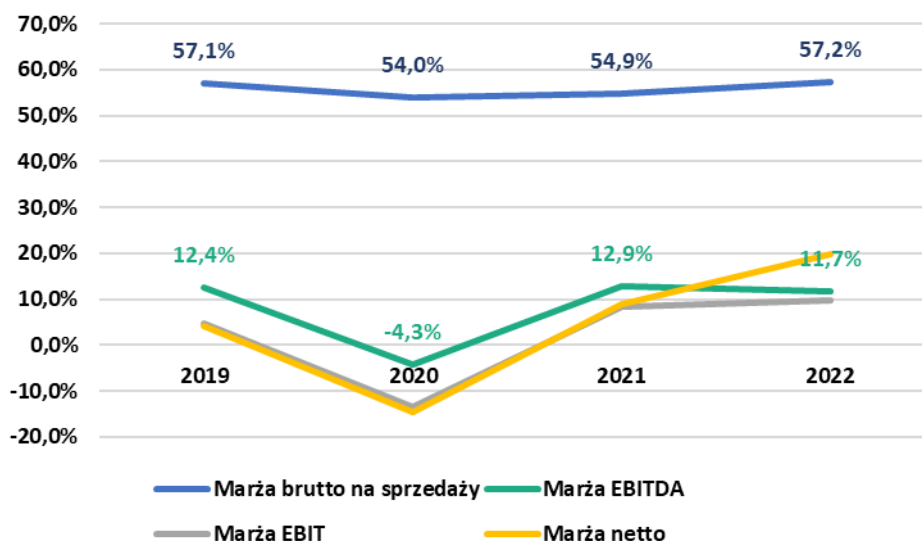
- Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 164,7 mln zł, co oznacza wzrost o 29% r/r. Bardziej niż proporcjonalny wzrost zysku w porównaniu z przychodami wynika z niższej dynamiki wzrostu kosztów własnych sprzedaży (plus 17,4% r/r), co, w środowisku wysokiego kursu USD oraz rosnących cen poddostawców azjatyckich, oceniamy pozytywnie
- W 2022 r. Monnari Trade osiągnęła dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. W stosunku do 2021 r. Spółka poprawiła marżę brutto na sprzedaży o 2,3 p. p. do 57,2%, osiągając tym samym poziom sprzed pandemii. Na poziomie marży zysku netto spółka odnotowała istotny wzrost r/r i w porównaniu z analogicznym okresem 2021 r., co oceniamy pozytywnie, aczkolwiek jesteśmy świadomi, że wysokość zysku netto, a tym samym jego marża znajdowała się pod znaczącym, pozytywnym wpływem zdarzeń o charakterze jednorazowym.

### Zyski z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

## Rentowność



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- Po stronie kosztów odnotowano wzrosty kosztów sprzedaży (plus 29% r/r) oraz kosztów ogólnego zarządu (plus 14,8% r/r), co wynikało z: większej sieci sprzedażowej, zwiększenia wynajmowanej powierzchni handlowej, a także ze wzrostu wynagrodzeń oraz liczby zatrudnionych pracowników (wzrost liczby zatrudnionych o 15% r/r). Negatywnie postrzegamy dynamikę kształtowania się kosztów sprzedaży, która przewyższyła dynamikę przychodów o 5,2 p. p.
- Zysk z działalności operacyjnej (EBIT) wyniósł 28,1 mln zł przy 19,3 mln zł rok wcześniej. EBIT był także ponad 2-krotnie wyższy niż w 2019 r., nie wspominając o trudnym pandemicznym 2020 r., w którym Spółka wygenerowała stratę operacyjną w wysokości minus 18,2 mln zł.
- Zysk netto wyniósł rekordowe 57,4 mln zł wobec zysku netto w 2021 r. na poziomie 20,7 mln zł. Wpływ na wysoką wartość zysku netto miały dwa istotne zdarzenia o charakterze jednorazowym:
  - Sprzedaż części Ogrodów Geyera, co oznaczało zaksięgowanie wyniku na inwestycjach w wysokości 43,9 mln zł. Wartość ta wynika z różnicy między faktyczną ceną sprzedaży a wartością bilansową sprzedawanej nieruchomości.
  - Umorzenie 75% preferencyjnej pożyczki z PFR w wysokości 11,4 mln zł, co pozytywnie kontrybuowało do pozostałych przychodów operacyjnych.
  - O ile drugie zdarzenie miało charakter czysto księgowy, o tyle sprzedaż części Ogrodów Geyera skutkowało napływem znacznego zasobu gotówki do Spółki, wzmacniając tym samym bilans.
  - Wyłączenie powyższych zdarzeń jednorazowych z rachunku wyników, skutkuje zmniejszeniem w pierwszej kolejności zysku brutto do 11,9 mln zł, a zysku netto (zakładając 19% podatek dochodowy) do 9,6 mln zł. W konsekwencji Monnari Trade

wciąż zachowuje rentowność, ale na poziomie niższym niż w ostatnim niepandemicznym roku (2019) przy porównywalnych przychodach.

- Warto także zwrócić uwagę na zasoby gotówkowe w Spółce. Na koniec 2022 r. Spółka dysponowała 62,9 mln zł gotówki, co realnie oznacza nadpłynność. Wskaźniki płynności przedstawiono w tabeli.

Wskaźnik	Wartość (12.2022)	Przedział referencyjny
<b>Płynność bieżąca</b>	3,0	1,2-2,0
<b>Płynność szybka</b>	1,7	1,0-1,2
<b>Płynność natychmiastowa</b>	0,9	0,1-0,12

Źródło: Spółka

Płynność Spółki znajduje się na wysokim i bezpiecznym poziomie. Spodziewamy się jednak, że w dniu publikacji naszego raportu, wysokość gotówki jest mniejsza niż wykazana w ostatnim raporcie rocznym Spółki z uwagi na m. in. udzielenie pożyczki Spółce Rank Progress S.A. w styczniu br.



## Wyniki wobec naszych szacunków

Wyniki roczne Monnari Trade są na poziomie przychodów i marży brutto na sprzedaży zgodne z naszymi szacunkami, ale na poziomie zysków okazały się gorsze. Szacowany przez nas zysk operacyjny był mniejszy o 24,7%, zaś zysk netto okazał się niższy o 17,4%. Niższe poziomy zysków przełożyły się na mniejsze od spodziewanych poziomów rentowności. Największe negatywne zaskoczenie miało miejsce na poziomie zysku przed opodatkowaniem oraz zysku netto, w przypadku których prognozowane poziomy marż były niższe od odpowiednio 5 p. p. oraz 4,1 p.p.

## Wyniki finansowe 2022 wobec prognoz DM Banku BPS

tys. PLN	2022	szacunki DM BPS	W porównaniu do szacunków DM BPS	2021	2020	Zmiana k/k
<b>Przychody</b>	287 730	288 416	-0,2%	232 422	209 408	11,0%
Zysk brutto na sprzedaży	164 708	165 312	-0,4%	127 639	113 183	12,8%
<i>Marża brutto</i>	57,2%	57,3%	-0,1 p. p.	54,9%	54,0%	1,6%
<b>EBITDA</b>	33 527	44 699	-25,0%	30 072	-9 099	-
<i>marża EBITDA</i>	11,7%	15,5%	-3,8 p. p.	12,9%	-4,3%	-
<b>EBIT</b>	28 134	37 378	-24,7%	19 337	-28 129	-
<i>Marża EBIT</i>	9,8%	13,0%	-3,2 p. p.	8,3%	-13,4%	-
<b>Zysk brutto</b>	67 175	81 618	-17,7%	21 501	-30 797	-
<i>Marża zysku brutto</i>	23,3%	28,3%	-5,0 p. p.	9,3%	-14,7%	-
<b>Zysk netto</b>	57 442	69 542	-17,4%	20 696	-30 439	-
<i>Marża zysku netto</i>	20,0%	24,1%	-4,1 p. p.	8,9%	-14,5%	-

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Na niższe od spodziewanych wyniki roczne wpływ miał przede wszystkim wynik z IV kwartału. Podobnie jak w szacunkach za cały 2022 r. na poziomie przychodów i marży brutto, nasze prognozy na IV kwartał były zbieżne z faktycznymi wynikami wypracowanymi przez Spółkę. Natomiast na poziomie zysków wyniki okazały się znacznie gorsze niż prognozowaliśmy. Zysk operacyjny był o ponad połowę mniejszy niż zakładaliśmy, zaś zysk netto był niższy od oczekiwań o 92,6%.

## Wyniki finansowe za 4Q 2022 wobec prognoz DM Banku BPS

tys. PLN	4Q 2022	szacunki DM BPS	W porównaniu do szacunków DM BPS	4Q 2021	4Q 2020	Zmiana k/k
<b>Przychody</b>	92 814	93 500	-0,7%	84 548	60 043	40,8%
Zysk brutto na sprzedaży	54 187	54 791	-1,1%	49 693	34 267	45,0%
<i>Marża brutto</i>	58,4%	58,6%	-0,2 p. p.	58,8%	57,1%	+1,7 p. p.
<b>EBITDA</b>	7 176	18 348	-60,9%	24 679	2 914	746,9%
<i>marża EBITDA</i>	7,7%	19,6%	-11,9 p. p.	29,2%	4,9%	501,4%
<b>EBIT</b>	6 270	15 514	-59,6%	20 804	-1 058	-
<i>Marża EBIT</i>	6,8%	16,6%	-9,8 p. p.	24,6%	-1,8%	-
<b>Zysk brutto</b>	1 219	15 662	-92,2%	19 148	-2 354	-
<i>Marża zysku brutto</i>	1,3%	16,8%	-15,4 p. p.	22,6%	-3,9%	-
<b>Zysk netto</b>	945	12 715	-92,6%	16 157	-5 056	-
<i>Marża zysku netto</i>	1,0%	13,6%	-12,6 p. p.	19,1%	-8,4%	-326,9%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki



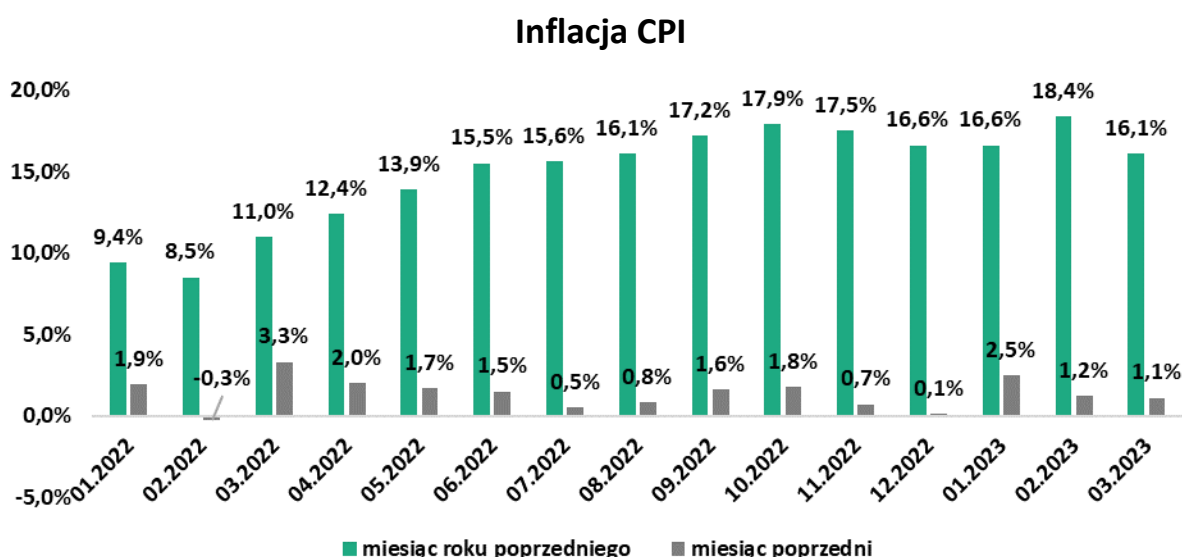
Co ciekawe, w IV kwartale 2021 oraz w ostatnim niepandemicznym roku 2019 zysk netto za IV kwartał wyniósł odpowiednio 16,2 mln zł oraz 15,3 mln zł. Tym bardziej, wypracowany zysk netto jest zaskakujący, a przyczyną tego są:

- **silny wzrost kosztów sprzedaży.** Koszty sprzedaży zależą w znacznym stopniu od przychodów. Im większe Spółka wypracowuje przychody, tym wyższe ponosi koszty najmu w centrach handlowych. W IV kwartale 2022 przychody wzrosły o 9,8% r/r, zaś koszty sprzedaży o 44,4%. Ponad proporcjonalny wzrost kosztów sprzedaży wynikał także ze wzrostu zatrudnienia oraz z podniesienia stawki minimalnej za pracę. Tym samym zauważamy, że presja inflacyjna na wynagrodzenia w coraz większym stopniu zagraża utrzymaniu rentowności przez Spółkę. O ile sam wzrost kosztów sprzedaży był przez nas antycypowany, o tyle jego skala jest dla nas silnym, negatywnym zaskoczeniem. Obawiamy się, że ponad proporcjonalny wzrost kosztów sprzedaży względem przychodów może być kontynuowany w przyszłości.
- **wysokie pozostałe koszty operacyjne,** których wielkość w IV kwartale wyniosła 10,1 mln zł, co oznacza ponad 20-krotny wzrost r/r. Główną pozycją pozostałych kosztów operacyjnych były odpisy z tyt. należności handlowych, należności umorzone na skutek układu, odpisy z tyt. zapasów oraz koszty likwidacji majątku trwałego. Część z wymienionych składowych traktujemy jako zdarzenia jednorazowe.

## Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

### Otoczenie makroekonomiczne

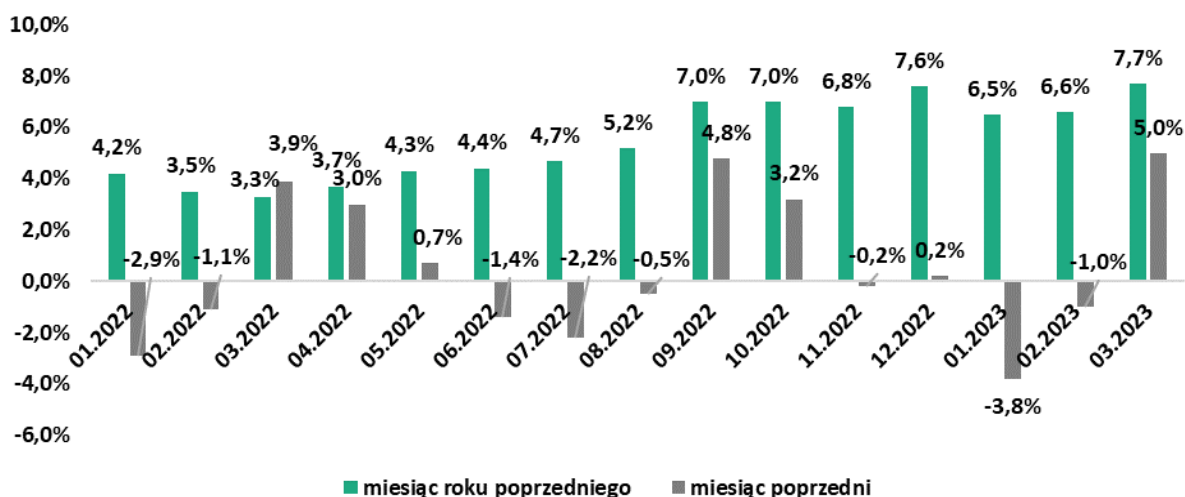
Popyt na odzież zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Zarówno w 2022 r., jako i po pierwszych czterech miesiącach 2023 r. gospodarka polska odczuwa skutki rosnącej inflacji, zacieśniania polityki monetarnej oraz wojny w Ukrainie. Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki postrzegamy inflację. Z punktu widzenia popytu na odzież, wysoka inflacja oznacza spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i tym samym przesunięcie części wydatków na dobra pierwszej potrzeby. Inflacja w Polsce pozostaje wciąż wysoka, spodziewamy się jednak, że obecnie dynamika wzrostu inflacji ulega spowolnieniu bądź, zakładając optymistyczny scenariusz, gospodarka polska wchodzi w okres dezinflacji.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

O ile miernik inflacji CPI jest kluczowym wskaźnikiem do oceny ogólnej siły nabywczej gospodarstw domowych, to bardziej adekwatnym miernikiem w branży odzieżowej jest wskaźnik cen odzieży i obuwia. W marcu ceny odzieży i obuwia wzrosły o 5% r/r i 7,7% k/k, co oznacza, że odzież i obuwia drożeje w mniejszym tempie niż dobra w reprezentatywnym koszyku dóbr.

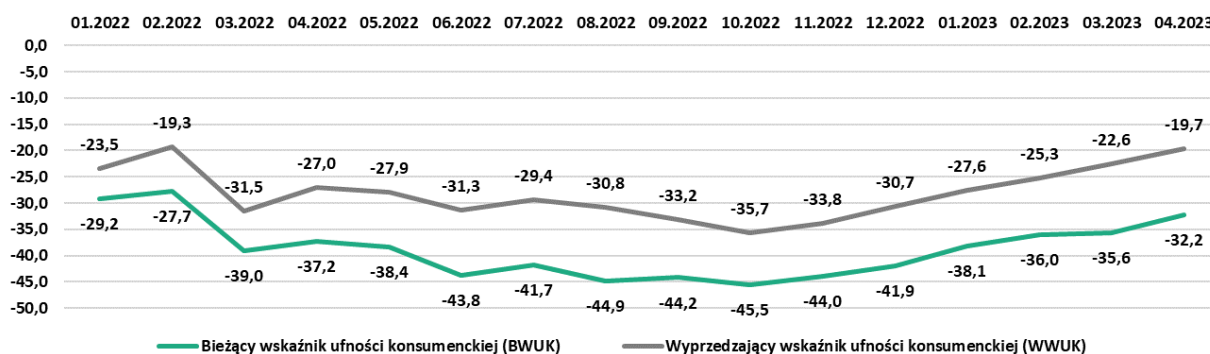
## Wskaźnik cen odzieży i obuwia



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Na tle wysokiej inflacji oraz niepokoju związanego z wojną w Ukrainie zaskakująco pozytywnie kształtują się wskaźniki ufności konsumenckiej, które od października nieprzerwanie rosną. Wciąż jednak, zarówno bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej pozostają negatywne, co sugeruje, że obawy konsumenta o przyszły stan gospodarki pozostają aktualne.

## Wskaźniki ufności konsumenckiej



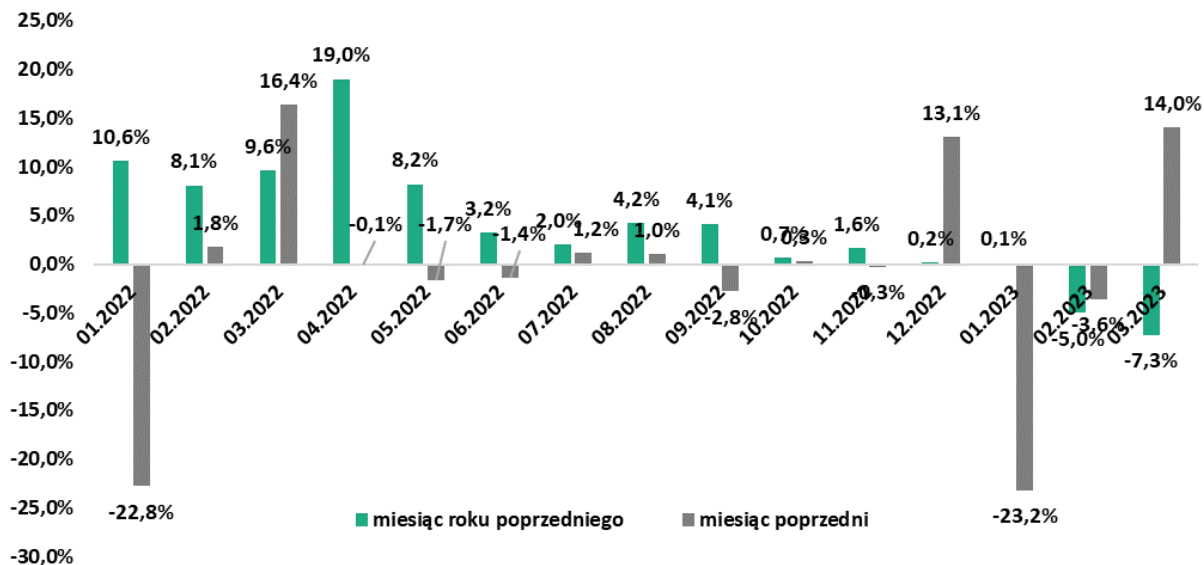
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Najnowsze dane GUS z lutego 2023 dotyczące wzrostu gospodarczego, sugerują, że w IV kwartale PKB wyrównany sezonowo<sup>1</sup> (w cenach stałych przy roku odniesienia 2015) zmniejszył się realnie o 2,4% w porównaniu z poprzednim kwartałem, ale był wyższy niż rok temu o 0,4%. To oznacza spowolnienie gospodarki, a także potencjalne ryzyko tzw. technicznej recesji w przypadku pojawienia się ujemnej dynamiki PKB drugi kwartał z rzędu. Wyhamowanie dynamiki wzrostu ma miejsce także w odniesieniu do realnej sprzedaży detalicznej, która w pierwszych trzech miesiącach 2023 r. wyraźnie spada w ujęciu rocznym, co wynika jednak

<sup>1</sup> Wyrównanie sezonowe polega na eliminacji efektu zmienności kalendarzowej i zmienności dni roboczych (różnice czasu pracy w kolejnych miesiącach) oraz efektu sezonowości (coroczne, regularne odchylenia od trendu obserwowane w cyklu rocznym).

częściowo z efektu wysokiej bazy (okres luty-marzec 2022 to okres zwiększonych zakupów na rzecz Ukrainy walczącej z agresją rosyjską). Co ciekawe, w ujęciu miesięcznym sprzedaż detaliczna w cenach stałych w marcu wzrosła o 14% w porównaniu z lutym br.

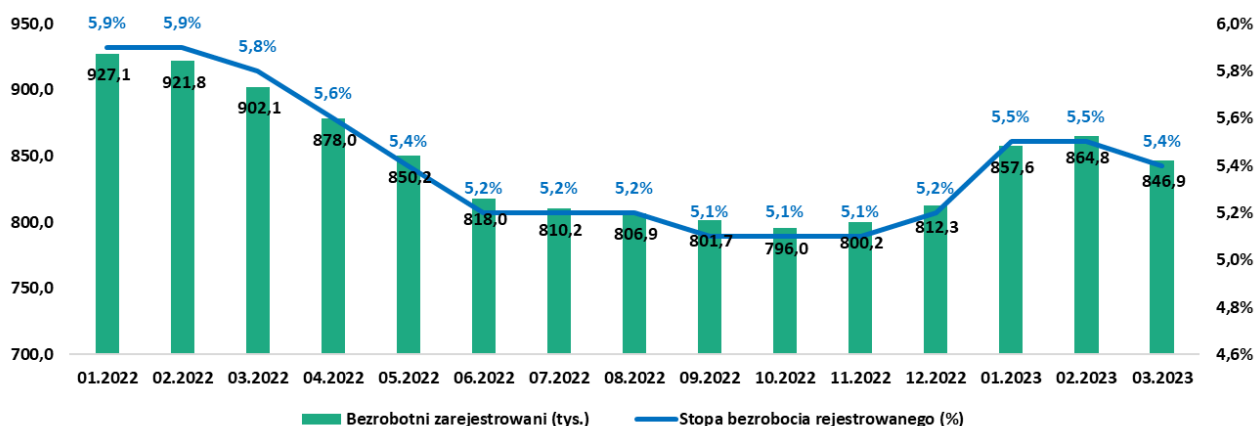
### Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

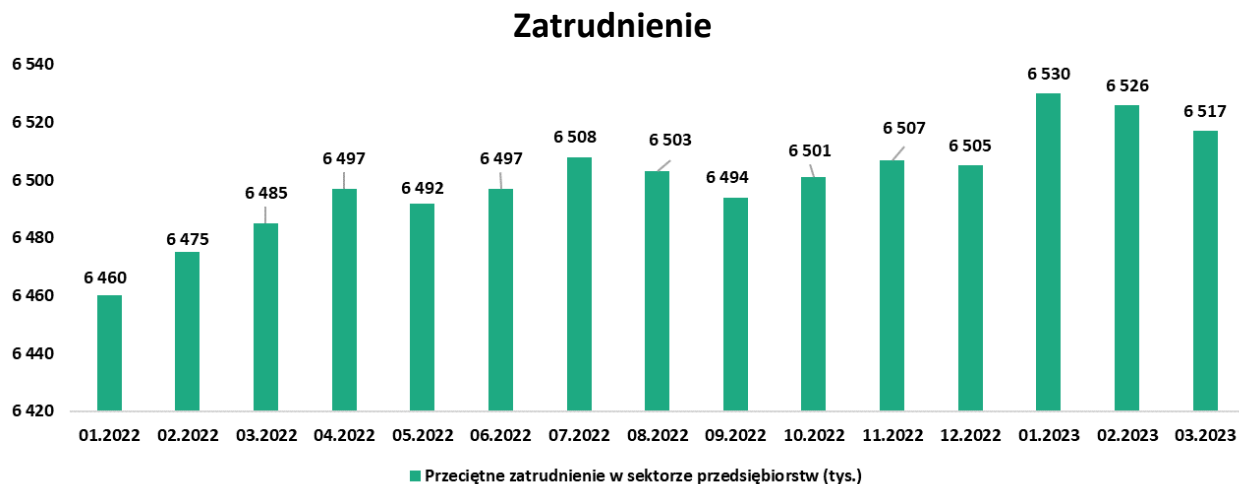
Wydatki konsumentów na odzież zależą także w dużej mierze od poziomu bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego, rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty. Bezrobocie po pierwszych trzech miesiącach 2023 pozostaje niskie. W marcu doszło do spadku stopy bezrobocia o 0,1 p. p. do 5,4% w porównaniu z lutym. Stopa bezrobocia w marcu 2023 była niższa niż rok temu (5,4% wobec 5,8%).

### Rynek pracy



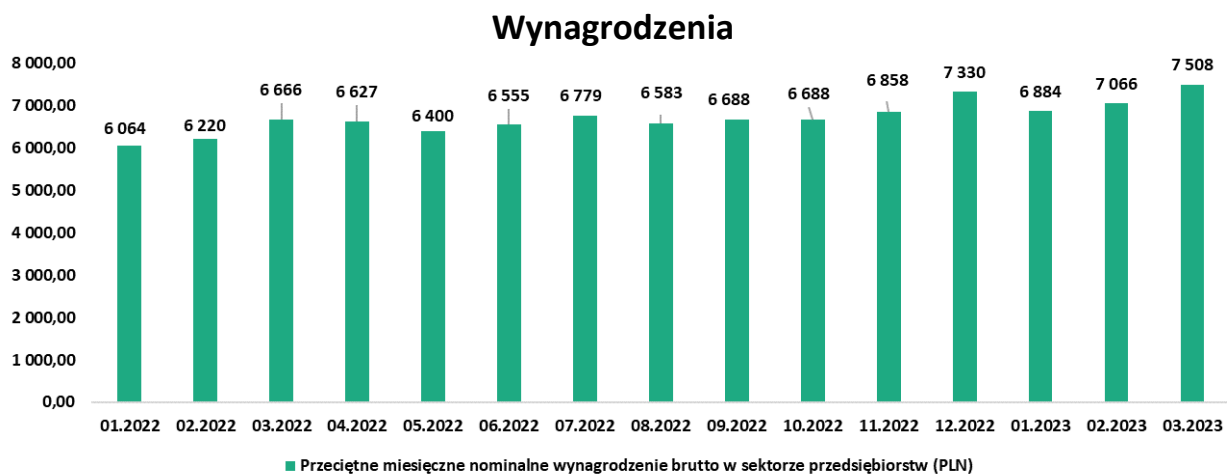
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Poziom bezrobocia skorelowany jest z poziomem zatrudnienia. Na koniec marca 2023 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło jednak o 9 tys. osób w porównaniu z lutym 2023 i wyniosło 6,517 mln osób. Liczba zatrudnionych w marcu 2023 była także wyższa niż rok temu o 32 tys. osób (+0,5%).



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

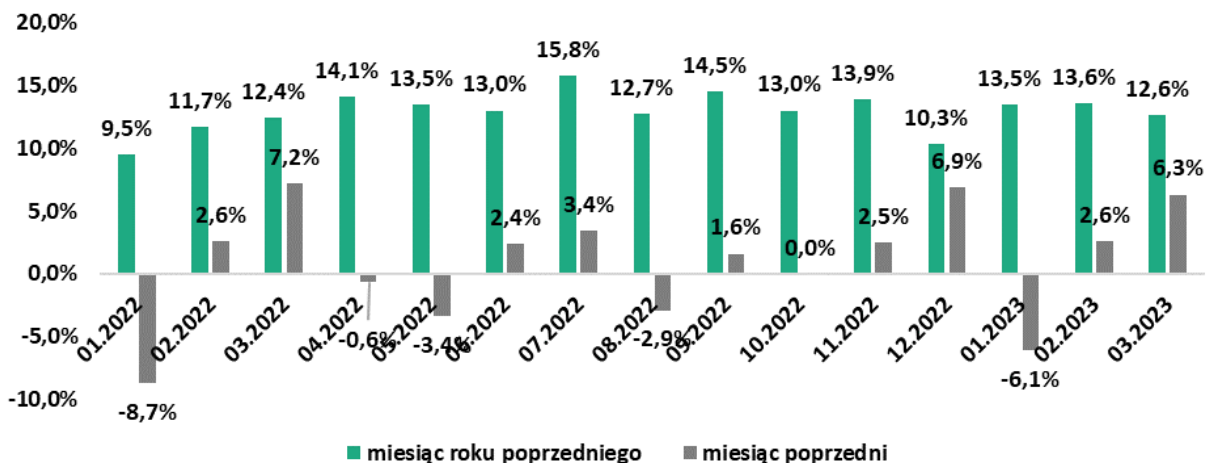
Tym samym uważamy, że rynek pracy w Polsce, mimo istotnych zawirowań makroekonomicznych i geopolitycznych, wciąż pozostaje silny, co widać w danych dotyczących wzrostu wynagrodzeń.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw we marcu 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 508 zł brutto. Oznacza to imponujący wzrost o 12,6% w ujęciu rocznym. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (16,1% w marcu) pozostaje ujemna. To oznacza, że spadek realnej siły nabywczej konsumentów jest kontynuowany.

## Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na już nie rekordowym, ale wciąż bardzo niskim poziomie. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie już miał miejsce, powoduje spadek realnej sprzedaży detalicznej, aczkolwiek w grupie odzież i obuwi, jako jednej z nielicznych, sprzedaż detaliczna rośnie.

**W naszej ocenie bieżące otoczenie makroekonomiczne jak i jego perspektywy na przyszłość sugerują podejście ostrożnościowe w prognozowaniu przyszłych wyników Spółki, szczególnie w odniesieniu do kosztów.**

## Przychody

Na poziomie przychodów nasze prognozy były zgodne z wynikami, stąd dokonujemy tylko niewielkiej korekty w górę naszych szacunków z uwagi na potencjalną współpracę z Zalando jaka ma nastąpić w IV kwartale 2023. Poza tym, spodziewamy się kontynuacji rozwoju sieci sprzedażowej zarówno stacjonarnej jak i internetowej.

## Koszty

Podstawowym wyzwaniem stojącym przed Monnari Trade jest obecnie dyscyplina kosztowa. Na poziomie marży brutto widzimy z jednej strony potencjalny, pozytywny wpływ mocnego PLN względem USD, a z drugiej mamy świadomość podwyższania cen przez dostawców azjatyckich. Niemniej jednak, podtrzymujemy naszą wcześniejszą prognozę dotyczącą marży brutto na sprzedaży na poziomie 55% oraz nieznacznie podwyższamy na lata następne. Nasze największe obawy związane są z kształtowaniem się kosztów sprzedaży, które w IV kwartale wzrosły ponad proporcjonalnie względem przychodów (co wynika ze wcześniej wspomnianej podwyżki płacy minimalnej) oraz istotnie powyżej naszych oczekiwań. W środowisku wysokiej inflacji oraz niskiego bezrobocia, presja na wynagrodzenia pozostaje wysoka. W konsekwencji rewidujemy w górę prognozy dotyczące kosztów sprzedaży. Z drugiej strony, zauważamy pozytywne tendencje w zakresie dyscypliny kosztowej w odniesieniu do kosztów ogólnego zarządu, które z kolei nieznacznie rewidujemy w dół. Prognozujemy wyższe niż wcześniej pozostałe koszty operacyjne, co wynika z wyższych odpisów z tyt. zapasów i należności niż zakładaliśmy. Spodziewamy się, że wraz ze wzrostem skali działalności odpisy również będą rosnąć, negatywnie kontrybuując do wyniku netto.

Pewne trudności pojawiają się w szacowaniu wydatków inwestycyjnych. Wobec braku jednoznacznych deklaracji ze strony Zarządu, szacujemy CAPEX-y w oparciu o dane historyczne modyfikowane wskaźnikiem inflacji.

## Pozostałe założenia

Zgodnie z deklaracją Zarządu nie prognozujemy wypłaty dywidendy w najbliższych latach. Ponadto, do czasu zatwierdzenia programu skupu akcji własnych, nie szacujemy jego wpływu na wycenę. Podobnie, zachowawczo podchodzimy do transakcji zakupu nieruchomości należącej do Orbis S.A. (RB 7/2023), w sprawie której podpisano na razie list intencyjny, a sama transakcja znajduje się w fazie *due diligence*. Nie znając celu transakcji, ostatecznej ceny nabycia oraz etapu zaawansowanie projektu, do czasu podania szczegółowych informacji, transakcja ta nie znajduje odzwierciedlenia w naszej wycenie.



## Zmiana prognoz

Największe zmiany w stosunku do poprzedniego raportu mają miejsce dla roku 2023 w odniesieniu do zysku netto, którego wartość rewidujemy w dół o 29%. Wynika to przede wszystkim z wyższych kosztów sprzedaży oraz odpisów aktualizujących.

### Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 13.03.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	312 427	315 107	0,9%	324 812	327 612	0,9%	330 221	333 233	0,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	171 835	172 912	0,6%	178 647	181 379	1,5%	181 622	187 602	3,3%
EBITDA	31 661	27 203	-14,1%	33 782	29 442	-12,8%	34 697	31 168	-10,2%
EBIT	20 954	19 755	-5,7%	22 300	22 035	-1,2%	22 450	23 678	5,5%
Zysk (strata) netto	18 633	14 789	-20,6%	21 401	18 457	-13,8%	20 649	19 268	-6,7%
Marża ze sprzedaży	55,0%	54,9%		55,0%	55,4%		55,0%	56,3%	
Marża EBITDA	10,1%	8,6%		10,4%	9,0%		10,5%	9,4%	
Marża EBIT	6,7%	6,3%		6,9%	6,7%		6,8%	7,1%	
Marża netto	6,0%	4,7%		6,6%	5,6%		6,3%	5,8%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

## Czynniki ryzyka

### Ryzyko makroekonomiczne

Z uwagi na fakt, iż Spółka realizuje przychody w przeważającej części na terytorium Polski, istotne znaczenie mają czynniki makroekonomiczne bezpośrednio wpływające na wartość zakupów konsumentów. Spółka za szczególnie istotne identyfikuje tempo wzrostu gospodarczego, stopę bezrobocia, wzrost płac, kształtowanie się cen, siłę nabywczą konsumentów oraz nowe obciążenia fiskalne. Na Spółkę silnie negatywny wpływ miała pandemia COVID-19, która doprowadziła w Polsce w 2020 r. do recesji. Odradzająca się gospodarka skutkuje zwiększonym popytem konsumpcyjnym, czynnikiem hamującym jest jednak wysoka i rosnąca inflacja zmniejszająca siłę nabywczą konsumentów. Aby przynajmniej częściowo zmniejszyć jej negatywny wpływ i zapewnić bezpieczeństwo finansowe, Monnari Trade może być zmuszone podnosić ceny oferowanych produktów.

### Ryzyko kursu walutowego

Spółka narażona jest na ryzyko kursu USD z uwagi na outsourcing produkcji krajom trzecim oraz na ryzyko kursu EUR, co wynika z rozliczeń czynszów najmu. Spółka importuje towary z m. in. z krajów azjatyckich. 80% zakupów zakupów denominowana jest w walucie USD, co oznacza, że Spółka narażona jest na ryzyko aprecjacji USD względem PLN. Monnari Trade minimalizuje ryzyko zmiany kursu USD poprzez wcześniejsze zakupy kolekcji po określonej cenie korzystając z systemu przedpłat. W odniesieniu do ryzyka kursu EUR z uwagi na rozliczenia kosztów najmu, Spółka dokonała renegocjacji umów w centrach handlowych, co zmniejsza jej ekspozycję na zmiany kursu EUR w porównaniu z latami ubiegłymi.

### Ryzyko opóźnień w dostawach towarów oraz przerwania łańcucha dostaw

Spółka narażona jest na ryzyko opóźnień w dostawach towarów, co wynika ze stosunkowo długiego procesu produkcji (od momentu zaprojektowania kolekcji do zaopatrzenia sklepów w towary mija od sześciu do nawet dziesięciu miesięcy) oraz z ryzyka przerwania łańcucha dostaw towarów z Azji mającego przyczynę w pandemii COVID-19 (w Chinach wciąż istnieje ryzyko ograniczania funkcjonowania niektórych gałęzi przemysłu z uwagi na zagrożenie epidemiologiczne). Spółka podejmuje działania mające na celu dywersyfikację dostawców oraz wcześniejszy odbiór kolekcji.

### Ryzyko związane z cyberzagrożeniami

Monnari Trade zagrożone jest złośliwym oprogramowaniem oraz atakami hakerskimi mającymi na celu kradzież danych pracowników oraz klientów. Stąd Spółka stosuje zasadę, że każde nowe oprogramowanie musi zostać walidowane przed instalacją przez pracownika działu IT. Dodatkowo Monnari Trade stworzyło procedury bezpieczeństwa zorientowane na minimalizację potencjalnych ataków hakerskich bądź utraty danych. Każdy z systemów jest wprowadzony w system backupowy, a część systemów jest zlokalizowana w firmach zewnętrznych spełniających wysokie normy bezpieczeństwa. Monnari Trade zwiększa także nakłady finansowe na krytyczną infrastrukturę IT.

### **Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży**

Popyt na produkty Spółki charakteryzuje się znaczną sezonowością, co jest charakterystyczne dla branży odzieżowej. Najwyższe wyniki sprzedażowe generowane są w sezonie wiosennym i jesiennym, co istotnie wpływa na wyniki finansowe osiągnięte przez Spółkę w poszczególnych kwartałach oraz na okresowe zwiększenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy, zobowiązujące Spółkę do przywiązywania szczególnej uwagi do efektywności procesów logistycznych, zmierzających do minimalizacji terminów dostaw produktów do salonów. Istotny wpływ na wartość sprzedaży i zmniejszenie stanów magazynowych mają okresowe wyprzedaże, co zauważalne jest w poziomie generowanych przychodów w miesiącach na przełomie sezonów, ale skutkuje także niższymi marżami.

### **Ryzyko związane ze zmianami w trendach mody**

Przychody Spółki uzależnione są od zmian trendów na rynku mody, co oznacza, że kluczowym czynnikiem sukcesu sprzedaży danej kolekcji jest dopasowanie asortymentu do aktualnych preferencji odbiorców. Niski poziom lub brak dopasowania do gustów klientów zwiększa zapasy produktów trudno zbywalnych. Spółka dysponuje zespołem specjalistów zajmujących się przygotowaniem kolekcji uwzględniającą obowiązujące trendy modowe, tak by minimalizować zasób trudno zbywalnych produktów. Z kolei, w celu eliminacji ryzyka nagromadzenia się towaru Spółka prowadzi sklepy outletowe, które zajmują się wyprzedają zapasów. Dodatkowo w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie na składowanie zapasów z niesprzedanych kolekcji oraz bieżących dostaw, Spółka zarządza trzema budynkami magazynowymi o łącznej pow. ok 10,9 tys. m<sup>2</sup>, sąsiadującymi bezpośrednio z magazynem centralnym.

### **Ryzyko związane z utratą kontraktów handlowych w szczególności w zakresie umów z centrami handlowymi**

Spółka wynegocjowała nowe warunki umów najmu z centrami handlowymi, uwzględniające aktualną sytuację rynkową. Spółka ocenia ryzyko utraty kontraktów handlowych jako umiarkowane ze względu na zapisy umowne w znacznej części umów, uzależniających wysokość płaconych czynszów od wysokości obrotów.

### **Ryzyko utraty wykwalifikowanego personelu**

Zatrudnianie pracowników o odpowiednich kwalifikacjach stanowi ważny czynnik działania przedsiębiorstwa obecnego w branży sprzedaży detalicznej odzieży, z uwagi na fakt, że sprzedawcy zatrudnieni w salonach są osobami dysponującymi odpowiednimi kwalifikacjami zawodowymi oraz umiejętnościami interpersonalnymi. Stąd Spółka organizuje szkolenia z zakresu umiejętności sprzedaży mając na celu zmniejszenie rotacji pracowników.

## Wycena

Do wyceny Monnari Trade 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 odzieżowej. Średnia wycena na dzień 12.05 oszacowana została na poziomie 7,3 zł za akcję, a na koniec 2023 r. 7,8 zł za akcję. Stanowi to spadek w stosunku do naszej wyceny z marca o 0,8 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Monnari Trade na 5,4 zł (wcześniej 5,8 zł), a na podstawie wyceny porównawczej na 13,2 zł (wcześniej 14,1 zł).

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,4
Wycena Porównawcza	0,25	13,2
<b>Cena wynikowa na dzień 12.05</b>		<b>7,3</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2023</b>		<b>7,8</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Monnari Trade odnieśliśmy do czterech polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,25. Mimo wyższych mnożników spółek porównywalnych, metoda porównawcza dała niższą wycenę, co wynika m.in. z rewizji zysków w dół.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	20,2	17,4	13,6	6,1	5,1	4,2	11,2	8,9	7,4
CCC	-	-	73,0	3,6	5,8	4,5	10,8	8,5	6,6
VRG	7,7	6,8	6,1	0,8	0,7	0,7	4,3	4,0	3,8
Esotiq & Henderson	10,6	5,9	5,2	1,0	1,0	0,8	4,5	3,5	3,1
Średnia	12,9	10,0	24,5	2,9	3,2	2,6	7,7	6,2	5,2
Mediana	10,6	6,8	9,9	2,3	3,0	2,5	7,6	6,3	5,2
Monnari Trade	11,0	8,8	8,5	0,6	0,5	0,5	5,3	3,3	3,1
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>156 611</b>	<b>125 434</b>	<b>189 815</b>	<b>654 933</b>	<b>953 484</b>	<b>854 010</b>	<b>224 357</b>	<b>249 938</b>	<b>230 680</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>13,2</b>								

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 5,74% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), następnie spadek o 0,5 p. p. r/r w latach 2025-2027, (poprzednio: 6,58%)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy (6,95%), następnie spadek o 0,5 p. p. r/r w latach 2025-2027 (poprzednio 7,49%)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,68 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Monnari Trade i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - kwiecień 2023) (poprzednio: 0,69)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (Damodaran) (bez zmian)

- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25% (bez zmian)
- Brak wypłaty dywidendy
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
<b>Przychody</b>	<b>287 730</b>	<b>315 107</b>	<b>327 612</b>	<b>333 233</b>	<b>348 715</b>	<b>375 169</b>	<b>376 107</b>
<b>EBITDA</b>	<b>33 527</b>	<b>27 203</b>	<b>29 442</b>	<b>31 168</b>	<b>33 811</b>	<b>39 482</b>	<b>39 580</b>
<b>EBIT</b>	<b>28 134</b>	<b>19 755</b>	<b>22 035</b>	<b>23 678</b>	<b>26 207</b>	<b>31 757</b>	<b>31 836</b>
CIT	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	19%
<b>NOPLAT</b>		<b>16 039</b>	<b>17 889</b>	<b>19 223</b>	<b>21 276</b>	<b>25 782</b>	<b>25 846</b>
Amortyzacja		7 447	7 408	7 491	7 604	7 725	7 744
CAPEX		-2 884	-3 503	-4 245	-5 145	-5 332	-5 345
Inwestycje w kapitał obrotowy		17 158	15 363	11 366	3 867	18 246	18 291
<b>FCFF</b>		<b>3 443</b>	<b>6 431</b>	<b>11 102</b>	<b>19 869</b>	<b>9 929</b>	<b>9 954</b>
WACC		11,2%	11,1%	10,5%	10,0%	9,5%	9,5%
<b>DCFF</b>		<b>3 097</b>	<b>5 206</b>	<b>8 224</b>	<b>13 566</b>	<b>6 321</b>	
<b>Suma DCF</b>	<b>36 413,3</b>						
Wartość rezydualna (TV)	108 143,9						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	62 892,3						
Udział zdyskontowanej TV w EV	63,3%						
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>99 305,6</b>						
Środki pieniężne na 12.05.2023	53 879,3						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 12.05.2023	25 324,2						
Dług netto na 12.05.2023	- 28 555,1						
Inne aktywa nieoperacyjne	35 769						
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>	<b>163 629,7</b>						
Liczba akcji (tys.)	30 563						
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>	<b>5,35</b>						
Przychody zmiana r/r	23,8%	9,5%	4,0%	1,7%	4,6%	7,6%	
EBIT zmiana r/r		-29,8%	11,5%	7,5%	10,7%	21,2%	
FCF zmiana r/r			86,8%	72,6%	79,0%	-50,0%	
Marża EBITDA	11,7%	8,6%	9,0%	9,4%	9,7%	10,5%	
Marża EBIT	9,8%	6,3%	6,7%	7,1%	7,5%	8,5%	
Marża NOPLAT	0,0%	5,1%	5,5%	5,8%	6,1%	6,9%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

### Wrażliwość modelu DCF

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	<b>7,5%</b>	5,81	5,85	5,89	5,93	5,97	6,01	6,05
	<b>8,0%</b>	5,66	5,69	5,72	5,76	5,79	5,83	5,86
	<b>8,5%</b>	5,52	5,55	5,58	5,61	5,64	5,67	5,70
	<b>9,0%</b>	5,39	5,42	5,45	5,47	5,50	5,53	5,56
	<b>9,5%</b>	5,28	5,31	5,33	<b>5,35</b>	5,38	5,40	5,43
	<b>10,0%</b>	5,18	5,21	5,23	5,25	5,27	5,29	5,32
	<b>10,5%</b>	5,09	5,11	5,13	5,15	5,17	5,19	5,22
	<b>11,0%</b>	5,01	5,03	5,05	5,07	5,08	5,10	5,12
	<b>11,5%</b>	4,94	4,95	4,97	4,99	5,00	5,02	5,04

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,49%	6,95%	6,95%	6,45%	5,95%	5,45%	5,45%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	11,49%	10,95%	10,95%	10,45%	9,95%	9,45%	9,45%
1-CIT (realny)	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,19%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,67%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,58%	5,74%	5,74%	5,24%	4,74%	4,24%	4,24%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Zalewarowana beta	0,73	0,77	0,76	0,73	0,73	0,72	0,72
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,53%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	266 521	287 753	312 652	337 764	365 528	398 870	398 870
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	15 034	31 085	31 085	21 085	21 085	16 970	16 970
<b>Razem</b>	<b>281 555</b>	<b>318 838</b>	<b>343 737</b>	<b>358 849</b>	<b>386 613</b>	<b>415 840</b>	<b>415 840</b>
D/E	0,06	0,11	0,10	0,06	0,06	0,04	0,04
Udział Ke	0,95	0,90	0,91	0,94	0,95	0,96	0,96
Udział Kd	0,05	0,10	0,09	0,06	0,05	0,04	0,04
Ważony koszt kapitału własnego	11,3%	10,3%	10,3%	10,0%	9,6%	9,1%	9,1%
Ważony koszt kapitału obcego	0,5%	0,9%	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
<b>WACC</b>	<b>11,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>287 730</b>	<b>315 107</b>	<b>327 612</b>	<b>333 233</b>	<b>348 715</b>	<b>375 169</b>
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	271 201	298 173	309 993	315 155	329 824	346 225
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	10 221	10 592	11 012	11 195	11 716	21 462
Sprzedaż usług najmu	4 969	5 217	5 478	5 752	6 040	6 342
Sprzedaż pozostałych usług	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025
Sprzedaż materiałów	314	99	103	105	110	115
Koszty własny sprzedaży	-123 022	-142 195	-146 233	-145 630	-152 231	-162 123
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>164 708</b>	<b>172 912</b>	<b>181 379</b>	<b>187 602</b>	<b>196 485</b>	<b>213 046</b>
Koszty sprzedaży	-125 829	-135 450	-140 812	-143 361	-149 595	-158 208
Koszty zarządu	-18 367	-18 921	-19 671	-20 017	-20 675	-21 766
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>20 512</b>	<b>18 541</b>	<b>20 896</b>	<b>24 224</b>	<b>26 214</b>	<b>33 072</b>
Pozostałe przychody operacyjne	23 632	13 496	13 501	14 042	14 066	15 212
Pozostałe koszty operacyjne	-16 010	-12 282	-12 363	-14 588	-14 073	-16 527
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>28 134</b>	<b>19 755</b>	<b>22 035</b>	<b>23 678</b>	<b>26 207</b>	<b>31 757</b>
Przychody finansowe	845	2 485	3 307	1 368	1 368	1 368
Koszty finansowe	-2 999	-1 512	-670	-161	-39	-9
Wynik na inwestycjach	44 205	330	330	330	330	330
Udział w wyniku jedn. stow. i wspólnych przedsięwzięć	-3 010	-103	-103	-103	-103	-103
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>67 175</b>	<b>20 956</b>	<b>24 899</b>	<b>25 112</b>	<b>27 763</b>	<b>33 343</b>
Podatek dochodowy	-9 732	-6 168	-6 442	-5 844	-6 341	-7 046
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>57 443</b>	<b>14 789</b>	<b>18 457</b>	<b>19 268</b>	<b>21 422</b>	<b>26 296</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

### Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>AKTYWA</b>	<b>354 967</b>	<b>381 789</b>	<b>436 679</b>	<b>406 153</b>	<b>434 542</b>	<b>481 569</b>
Aktywa trwałe	149 676	183 701	158 268	163 181	168 510	174 264
Rzeczowe aktywa trwałe	42 710	44 797	46 987	49 283	51 691	54 218
Wartości niematerialne i prawne	548	548	548	548	548	548
Wartość firmy	129	129	129	129	129	129
Nieruchomości inwestycyjne	74 709	78 360	82 190	86 206	90 419	94 838
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	21 211	19 564	18 046	16 645	15 352	14 161
Inwestycje w jednostki powiązane	111	111	111	111	111	111
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	10 251	10 251	10 251	10 251	10 251	10 251
Pozostałe aktywa długoterminowe	7	7	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	205 291	198 087	278 410	242 973	266 031	307 305
Zapasy	87 202	72 570	75 475	75 604	81 763	96 590
Należności handlowe	19 357	40 686	40 702	42 332	42 404	45 858
Aktywa finansowe	35 769	35 769	65 702	35 769	35 769	35 769
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62 883	48 839	96 286	89 049	105 873	128 870
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	80	224	244	219	223	219
<b>PASywa</b>	<b>354 967</b>	<b>381 789</b>	<b>436 679</b>	<b>406 153</b>	<b>434 542</b>	<b>481 569</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	266 521	287 753	312 652	337 764	365 528	398 870
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	-	25 773	-	25 497	-	25 497
Kapitał zapasowy	120 564	120 564	120 564	120 564	120 564	120 564
Pozostałe kapitały	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	135 021	155 977	180 876	205 988	233 752	267 094
Zobowiązania długoterminowe	20 867	23 820	23 820	22 161	22 161	22 161
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	12 238	15 191	15 191	13 532	13 532	13 532
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 616	7 616	7 616	7 616	7 616	7 616
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
Zobowiązania krótkoterminowe	67 579	70 215	100 206	46 228	46 853	60 538
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	319	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 477	15 894	15 894	7 553	7 553	3 438
Zobowiązania handlowe	61 530	51 068	38 628	29 020	31 384	31 420
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	627	627	627	627	627	627
Rezerwy	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626	2 626
Pozostałe zobowiązania	-	0	42 431	6 402	4 663	22 427

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki



**Prognoza rachunku przepływów pieniężnych**

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	- 18 610	502	20 268	8 667	23 628	29 988
Przepływy inwestycyjne	559	- 34 741	24 785	- 5 905	- 6 804	- 6 991
Przepływy finansowe	6 193	20 195	2 395	- 10 000	-	-
Przepływy pieniężne netto	- 11 858	- 14 044	47 448	- 7 237	16 824	22 997
Różnice kursowe	- 707	-	-	-	-	-
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	- 12 565	- 14 044	47 448	- 7 237	16 824	- 15 758
Środki pieniężne na początek okresu	74 741	62 883	48 839	96 286	89 049	105 873
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>62 883</b>	<b>48 839</b>	<b>96 286</b>	<b>89 049</b>	<b>105 873</b>	<b>128 870</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

**Analiza wskaźnikowa**

DANE FINANSOWE	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	23,8%	9,5%	4,0%	1,7%	4,6%	7,6%
EBITDA (zmiana, r/r)	11,5%	-18,9%	8,2%	5,9%	8,5%	16,8%
EBIT (zmiana, r/r)	45,5%	-29,8%	11,5%	7,5%	10,7%	21,2%
Zysk netto (zmiana, r/r)	177,6%	-74,3%	24,8%	4,4%	11,2%	22,8%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>57,2%</b>	<b>54,9%</b>	<b>55,4%</b>	<b>56,3%</b>	<b>56,3%</b>	<b>56,8%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>11,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,5%</b>
<b>Marża EBIT</b>	<b>9,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,5%</b>
<b>Marża brutto</b>	<b>23,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,9%</b>
<b>Marża netto</b>	<b>20,0%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>7,0%</b>
<b>COGS / Przychody</b>	<b>42,8%</b>	<b>45,1%</b>	<b>44,6%</b>	<b>43,7%</b>	<b>43,7%</b>	<b>43,2%</b>
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	<b>39,5%</b>	<b>45,8%</b>	<b>47,1%</b>	<b>48,2%</b>	<b>46,9%</b>	<b>45,4%</b>
<b>SG&amp;A / COGS</b>	<b>92,3%</b>	<b>101,4%</b>	<b>105,6%</b>	<b>110,2%</b>	<b>107,3%</b>	<b>105,0%</b>
<b>ROE</b>	<b>21,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,6%</b>
<b>ROA</b>	<b>16,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Dług (tys. PLN)</b>	<b>15 034</b>	<b>31 085</b>	<b>31 085</b>	<b>21 085</b>	<b>21 085</b>	<b>16 970</b>
<b>D/(D+E)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0,06</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>
<b>D/E</b>	<b>0,06</b>	<b>0,11</b>	<b>0,10</b>	<b>0,06</b>	<b>0,06</b>	<b>0,04</b>
<b>EV (tys. PLN)</b>	<b>211 049</b>	<b>180 954</b>	<b>228 401</b>	<b>231 164</b>	<b>247 988</b>	<b>275 100</b>
<b>Dług / EV</b>	<b>0,07</b>	<b>0,17</b>	<b>0,14</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,06</b>
<b>CAPEX / Przychody</b>	<b>0,63%</b>	<b>0,92%</b>	<b>1,07%</b>	<b>1,27%</b>	<b>1,48%</b>	<b>1,42%</b>
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	<b>33,5%</b>	<b>38,7%</b>	<b>47,3%</b>	<b>56,7%</b>	<b>67,7%</b>	<b>69,0%</b>
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	<b>15,1%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>3,4%</b>	<b>1,1%</b>	<b>4,9%</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

## ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Monnari Trade w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w maju 2022 r. i bazował na danych za 2021 r. Na potrzeby bieżącego raportu, przeprowadzamy analizę dla danych za rok 2022. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Monnari Trade jest nieznacznie lepsze niż w zeszłym roku (Spółce udało się poprawić sprawozdawczość w obszarze intensywności emisji gazów cieplarnianych oraz zużycia wody, ale wciąż raportowanie oceniamy jako dostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 12,90 pkt (poprzednio 12,48 na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C. W naszej ocenie Spółka posiada duży potencjał, aby poprawić komunikację z rynkiem głównie w obszarach związanych z pracownikami (równość wynagrodzeń, rotacja zatrudnienia, wolność zrzeszania się).**

DM BPS ESG SCORE	<b>C</b>
L. PUNKTÓW	<b>12,90</b>
ESG score	<b>12,90</b>
(E) Środowisko	5,38
(S) Społeczeństwo	3,23
(G) Ład korporacyjny	4,29

<b>(E) Środowisko</b>	Emisje gazów cieplarnianych	100%
	Zużycie energii	100%
	Ryzyka i szanse związane z klimatem	100%
	Intensywność emisji gazów cieplarnianych	50%
	Zarządzanie emisjami	100%
	Zużycie wody	100%
	Zarządzanie zasobami wodnymi	50%
Wpływ na bioróżnorodność	0%	
Zarządzanie odpadami	100%	

<b>(S) Społeczeństwo</b>	Różnorodność w organach nadzorczych	0%
	Wskaźnik równości wynagrodzeń	0%
	Rotacja zatrudnienia	0%
	Wolność zrzeszania się i negocjacji zbiorowych	0%
	Bezpieczeństwo i higiena pracy	100%
	Polityka praw człowieka	100%
Procedury należytej staranności dot. praw człowieka	100%	

<b>(G) Ład korporacyjny</b>	Struktura organów zarządczych	75%
	Kodeks etyczny	0%
	Polityka antykorupcyjna	100%
	Mechanizm zgłaszania naruszeń	100%
	Polityka ochrony danych	100%

DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Raport okresowy za 2022
Sprawozdanie Zarządu z działalności za rok 2022
Oświadczenie Grupy Kapitałowej MONNARI TRADE - Informacje niefinansowe za rok 2022

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: <a href="http://www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne">www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne</a>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

## Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 12 maja 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 12 maja 2023 roku, 8:45

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/monnari-trade-s-a>

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 zleciodawców.

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.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

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

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BPS świadczył usługi na rzecz Monnari Trade i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

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/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

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 wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
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
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Dr Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Tomasz Kublik, MPW</b> <a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 511 <b>Tomasz Wojna</b> <a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 541  <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>