

11.07.2023 17:00

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	TRZYMAJ
Cena docelowa [PLN]	42,7
Wycena DCF [PLN]	43,4
Wycena porównawcza [PLN]	28,3
Cena rynkowa [PLN]	42,7
Pot.wzrostu/spadku [%]	-0,1%
Kapitalizacja [mld PLN]	3,0
Free float [%]	52,8%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	CCC
Bloomberg	CCC PW

Analitik

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	33,3
OFE Drugi Allianz	7,7
OFE Nationale-Nederlanden	6,2

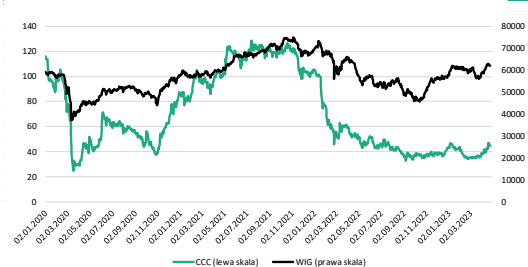
Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej
Konkurencyjna oferta

Czynniki ryzyka

Presja kosztowa
Poziom zadłużenia

Kurs akcji CCC względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

CCC SA

Raport Analityczny

Grupa CCC zgodnie z naszymi oczekiwaniami przedstawiła słabe wyniki finansowe zarówno za rok 2022/23, jak również za I kwartał 2023/24. Grupa w I kwartale wygenerowała łącznie 2,1 mld zł przychodu (wzrost o 9,7% r/r), wynik EBITDA 88,5 mln zł (spadek o 3,3% r/r), EBIT -67 mln zł (wobec 56,5 mln zł straty w I kwartale 2022/23), zysk netto -122,3 mln zł (wobec 205,3 mln zł straty w I kwartale 2022/23). Grupa w naszej ocenie podjęła niezbędne działania, aby zapobiec znalezieniu się w trudnej sytuacji finansowej. W kwietniu Grupa CCC złożyła inwestorom ofertę objęcia łącznie 14 mln akcji nowej emisji. Oferta obejmowała 5.878.535 akcji serii L oraz 8.121.465 akcji serii M. Pozyskane środki CCC chce przede wszystkim skierować na redukcję zadłużenia. Grupa zapowiedziała również szereg działań zmierzających do poprawy sytuacji finansowej. Grupa CCC poinformowała, że chce w roku obrotowym 2023 wygenerować przychody na poziomie 10,2-11 mld zł i osiągnąć marżę EBITDA na poziomie 10-12 proc. Wśród celów jest też osiągnięcie marży brutto w przedziale 47-50 proc., a wskaźnik kosztów ma wynieść 43-44 proc. CAPEX grupy CCC przewidziano na ok. 320 mln zł.

Biorąc pod uwagę skuteczną emisję akcji, z której pozyskane środki zredukują zadłużenie a tym samym zmniejszą będące dużym wyzwaniem dla Grupy koszty finansowe, jednocześnie pozostając ostrożni w założeniach dotyczących szybkiej poprawy wyników, podnosimy cenę docelową z 27,57 zł do 42,7 zł na koniec 2023 roku i zmianę rekomendacji na „Trzymaj”.

tys. PLN	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody	7 591 500	9 123 200	10 117 300	11 199 798	12 400 948	13 734 122	15 214 253
EBITDA	581 200	533 200	848 922	1 066 518	1 385 408	2 063 490	2 438 188
marża EBITDA	7,7%	5,8%	8,4%	9,5%	11,2%	15,0%	16,0%
EBIT	3 900	-51 300	226 267	406 222	682 674	1 315 134	1 641 178
Zysk netto	-192 300	-443 900	-34 573	115 846	404 437	963 197	1 232 132
Kapitał własny	985 200	416 300	643 838	863 623	1 456 250	2 749 193	4 392 214
Dług netto	3 314 000	3 910 500	3 532 573	3 245 211	2 518 485	975 357	-771 355
P/E	-15,6	-6,8	-86,8	25,9	7,4	3,1	2,4
P/BV	3,0	7,2	4,7	3,5	2,1	1,1	0,7
EV/EBITDA	10,9	13,0	7,7	5,9	4,0	1,9	0,9
EPS	-2,8	-6,4	-0,5	1,7	5,9	14,0	17,9

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Ostatnie wydarzenia w Spółce

- **03.07.2023. (ESPI RB 38/2023)** Informacja na temat oferty Wykupu Pari Passu dotyczącego Obligacji serii 1/2018
- **12.06.2023. (ESPI RB 36/2023)** Powołanie członków Rady Nadzorczej CCC S.A.
- **06.06.2023. (ESPI RB 34/2023)** Rezygnacja Pana Adama Holewy z pełnienia funkcji Wiceprezesa Zarządu.
- **31.05.2023. (ESPI RB 32/2023)** Informacja na temat częściowej dodatkowej redukcji zadłużenia kredytowego.
- **11.05.2023. (ESPI RB 25/2023)** Zmiany w składzie Zarządu i Rady Nadzorczej Emitenta
- **11.05.2023. (ESPI RB 24/2023)** Informacja o dopuszczeniu i wprowadzeniu do obrotu giełdowego akcji serii M CCC S.A.
- **09.05.2023. (ESPI RB 20/2023)** Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego oraz zmiany Statutu CCC S.A.
- **27.04.2023. (ESPI RB 17/2023)** Zawarcie umów objęcia akcji serii L oraz akcji serii M CCC S.A.
- **26.04.2023. (ESPI RB 16/2023)** Przedłużenie finansowania kredytowego 260.000.000,00 złotych spółki zależnej Emitenta
- **20.04.2023. (ESPI RB 14/2023)** Ustalenie liczby akcji serii L oraz akcji serii M, które będą przedmiotem ofert ich objęcia złożonych przez Spółkę.

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I kwartale 2023 r.

W naszej ocenie wyniki za I kwartał 2023/24 są słabe. Był to już czwarty kwartał z rzędu z przychodami grupy powyżej 2 mld zł. W ostatnim kwartale wyniosły one 2,06 mld zł, co oznaczało wzrost o 46% w ujęciu rok do roku. Wysoka dynamika sprzedaży utrzymuje się w grupie CCC w ostatnich kwartałach, w czym duży udział ma segment e-commerce (53% obrotów), ale także jest to efekt niskiej bazy porównawczej w segmencie sklepów stacjonarnych, których działalność była rok temu pod dużym wpływem obostrzeń epidemicznych. Przyglądając się bliżej składowym przychodom za I kw. 2023/24, widać wyraźnie właśnie ten drugi efekt. Przychody samego CCC wzrosły o 51% do 848 mln zł, wobec 23% wzrostów w segmencie samego eObuwie (794 mln zł). Bardzo niestandardowo wygląda wskaźnik sprzedaży porównywalnej LFL w części detalicznej CCC. Wyniósł on 62% wobec -54% rok wcześniej, co było właśnie spowodowane częściowym lockdownem sprzed roku.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody ze sprzedaży	5 512 400	7 630 100	9 123 200	10 117 300	11 199 798	12 400 948	13 734 122	15 214 253
CCC	2 853 100	3 609 300	4 175 200	4 582 790	5 041 069	5 545 176	6 099 693	6 709 663
eobuwie	2 019 700	2 853 300	3 081 300	3 270 820	3 597 902	3 957 692	4 353 461	4 788 808
Modivo	240 000	540 000	895 000	1 061 412	1 188 781	1 331 435	1 491 207	1 670 152
HalfPrice	-	236 900	843 100	1 084 790	1 247 509	1 434 635	1 649 830	1 897 304
DeeZee	72 500	108 000	115 800	117 488	124 537	132 010	139 930	148 326
Pozostałe spółki	152 700	193 200	0	0	0	0	0	0
Działalność zaniechana	174 400	89 400	12 800	0	0	0	0	0
Koszty własny sprzedaży	-3 182 100	-4 016 400	-4 857 800	-5 364 054	-5 651 893	-6 037 582	-6 129 773	-6 608 409
Zysk brutto na sprzedaży	2 330 300	3 613 700	4 265 400	4 753 246	5 547 905	6 363 366	7 604 350	8 605 844
Koszty sprzedaży	- 2 602 600	- 3 246 400	-3 815 100	-3 992 751	-4 513 574	-4 998 010	-5 535 742	-6 132 804
Koszty zarządu	- 252 200	- 393 000	-399 500	-529 562	-589 871	-653 121	-723 322	-801 259
Zysk/strata ze sprzedaży	- 398 300	- 64 300	50 800	230 933	444 460	712 234	1 345 285	1 671 780
Pozostałe przychody operacyjne	- 32 300	130 900	62 500	94 250	66 140	75 377	73 062	73 553
Pozostałe koszty operacyjne	- 196 100	- 62 700	-164 600	-98 916	-104 378	-104 938	-103 214	-104 156
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 626 700	3 900	-51 300	226 267	406 222	682 674	1 315 134	1 641 178
Przychody finansowe	97 700	42 700	54 000	70 024	69 462	68 026	69 400	68 786
Koszty finansowe	- 278 400	- 200 900	-401 900	-330 503	-284 378	-208 720	-157 203	-117 566
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	300	0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	- 968 300	- 153 900	-398 900	-34 212	191 306	541 980	1 227 331	1 592 398
Podatek dochodowy	- 20 600	- 67 100	-2 600	-361	-75 459	-137 543	-264 134	-360 266
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku	- 291 400	28 700	-42 400	0	0	0	0	0
Zysk/strata netto	- 1 280 300	- 192 300	-443 900	-34 573	115 846	404 437	963 197	1 232 132

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

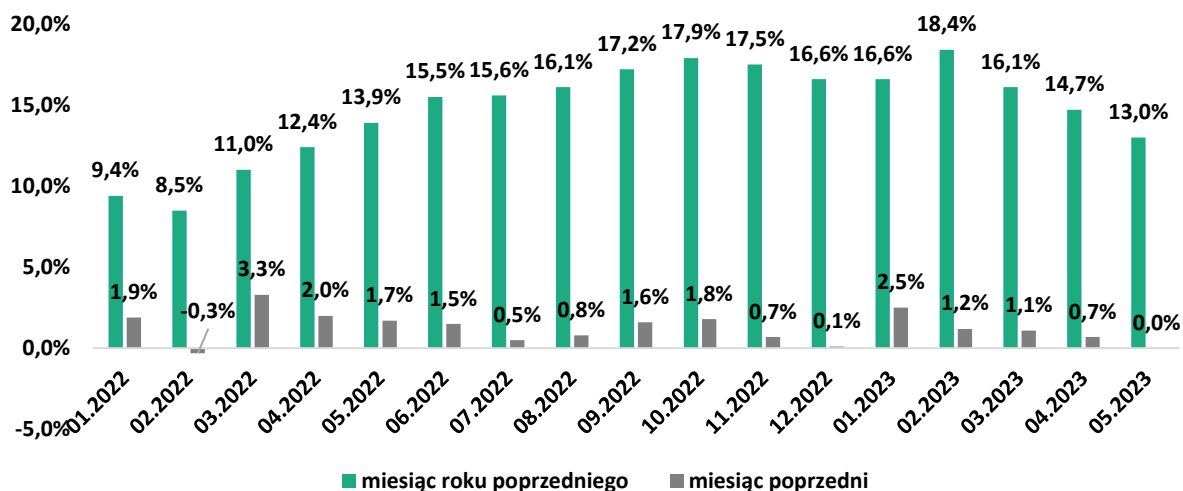
Źródło: Spółka

Wysokie dynamiki przychodów w prezentowanym kwartale wykazało Modivo (123%), co może być tłumaczone efektem niskiej bazy, ale nie powinno umniejszać bardzo szybkiemu rozwojowi. Ten segment odpowiedzialny za sprzedaż markowej odzieży, utrzymuje bardzo wysokie tempo wzrostu, gdyż w I kw. 2023/24 r. dynamika wyniosła 95%, a w I kw. 2022/23 r. sięgnęła ona poziomu 109%. Z kolei, HalfPrice nie miał bazy porównawczej jeszcze rok temu, a jego przychody osiągnęły w ostatnim kwartale 114 mln zł. Sklepy HalfPrice powstają z przekształcenia wybranych sklepów CCC i ten proces będzie trwał w kolejnych miesiącach.

Otoczenie makroekonomiczne

Choć wydawało się, że 2022 rok będzie momentem, w którym branża mody odbije się od pandemicznego dna, wyniki sektora rozczarowały. Szacuje się, że globalny rynek mody w 2022 wzrósł o ok. 3% r/r. Było to związane z aktualnymi wydarzeniami na świecie. Wojna w Ukrainie – a co za tym idzie kryzys energetyczny w Europie – osłabiają łańcuch dostaw i rynek. Inflacja (która spowodowała wzrost stóp procentowych) miała oraz w dalszym ciągu wywiera znaczący wpływ na branżę również w bieżącym roku. Z punktu widzenia popytu na odzież, wysoka inflacja oznacza spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i tym samym przesunięcie części wydatków na dobra pierwszej potrzeby. W Polsce, wstępny odczyt inflacji za czerwiec wyniósł 11,5%, co oznacza, że w porównaniu z wcześniejszymi miesiącami jej dynamika zaczyna powoli słabnąć i niewykluczone, że proces dezinflacji (spadku dynamiki inflacji), wraz z umocnieniem złotego oraz ustabilizowaniem cen surowców, przybierze na sile w kolejnych miesiącach.

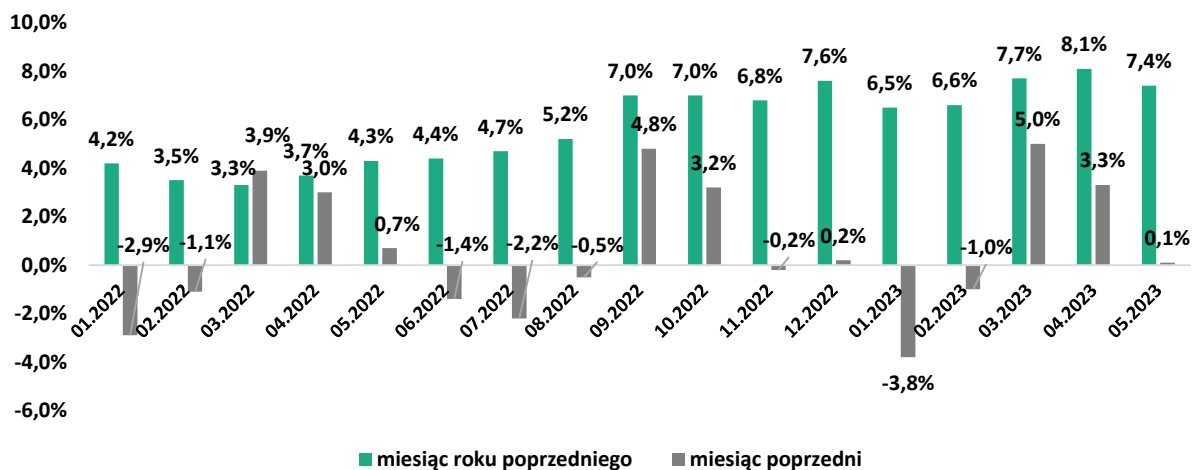
Inflacja CPI



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych 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 maju ceny odzieży i obuwia wzrosły o 7,4% r/r i 0,1% k/k, co oznacza, że w porównaniu do poprzedniego roku odzież i obuwia drożeje w mniejszym tempie niż dobra w reprezentatywnym koszyku dóbr. W ujęciu miesiąc do miesiąca wzrost cen jest marginalny.

Wskaźnik cen odzieży i obuwia

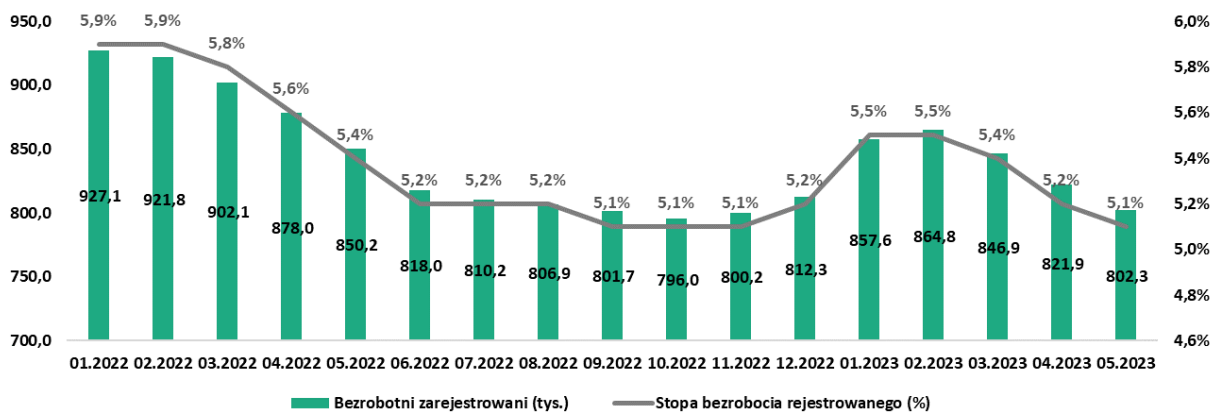


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Wydatki konsumentów na odzież zależą także w dużej mierze od poziomu bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty. Wraz z początkiem 2023 r. bezrobocie zaczęło rosnąć, natomiast w kwietniu nastąpił powrót do tendencji spadkowych bezrobocia. W maju bezrobocie wyniosło 5,1%. Spodziewamy się, że obecnie niekorzystne środowisko makroekonomiczne nie powinno skutkować wzrostami

bezrobocia w perspektywie najbliższego roku. Zakładamy, że liczba osób pozostających bez pracy powinna utrzymywać się na podobnym poziomie w najbliższych miesiącach.

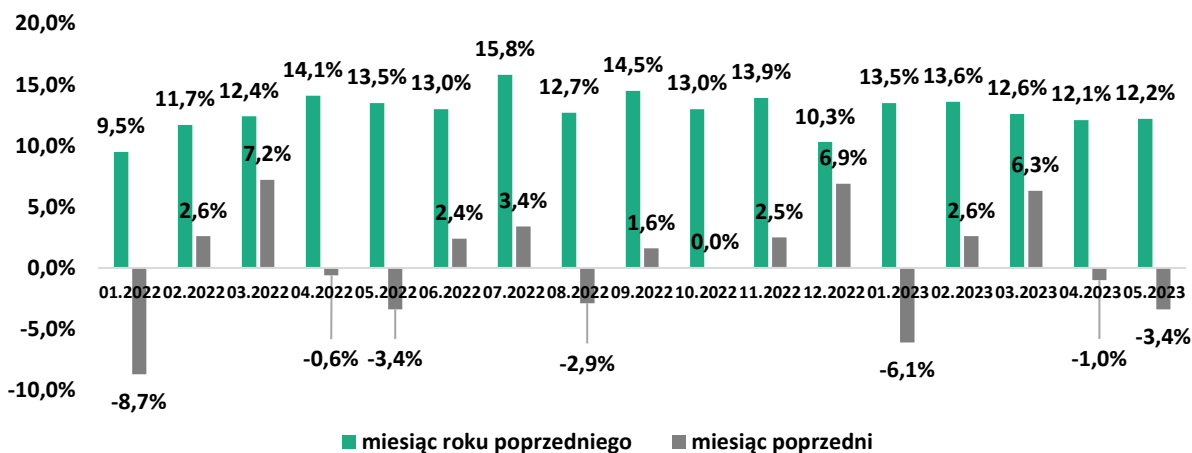
Rynek pracy



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Tym samym uważamy, że rynek pracy w Polsce, mimo istotnych zawirowań makroekonomicznych i geopolitycznych, wciąż pozostaje silny, co skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec maja 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 182 zł brutto. W maju jednak, drugi miesiąc z rzędu wynagrodzenia spadły w ujęciu miesięcznym (minus 3,4%), z kolei w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost na poziomie 12,2%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (11,5% w czerwcu) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów jest kontynuowany, jego skutki

widoczne są we wcześniej prezentowanych danych dotyczących sprzedaży detalicznej, aczkolwiek różnica między dynamiką inflacji a dynamiką nominalnego wynagrodzenia staje się coraz mniejsza.

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na niskim poziomie, co pozytywne, z powrotem z tendencją malejącą. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie miał już miejsce, powoduje jednak widoczny spadek realnej sprzedaży detalicznej, co postrzegamy obecnie jako jeden z największych czynników ryzyka generowania przychodów przez CCC. Istnieje szansa, że część klientów w związku z niższym dochodem rozporządzalnym będzie migrować w kierunku produktów z niższych progów cenowych, dość licznych w portfolio CCC, natomiast ten trend nie jest jeszcze obserwowalny na rynku.

Prognozy

W naszych prognozach zakładamy dalszy rozwój Grupy na poziomie przychodów w oparciu o rynek krajowy i zagraniczny, zarówno w kanałach sprzedaży detalicznej, jak i internetowej. Spodziewamy się jednak, że zeszłoroczna dynamika wzrostu (20%), mimo zakładanego dalszego dynamicznego rozwoju sieci HalfPrice, będzie trudna do powtórzenia z uwagi na utrzymujące się niekorzystne otoczenie makroekonomiczne na głównych rynkach zbytu produktów Grupy. Według ostatnich komunikatów CCC, Grupa w II kwartale 2023/24 odnotowuje nieznaczny wzrost przychodów w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. W ujęciu segmentowym, najwyższe dynamiki sprzedaży utrzymuje HalfPrice, rosnąc r/r o 87%, przy wzroście powierzchni handlowej o 47% i wysokiej (+34%) dynamice sprzedaży w sklepach porównywalnych (LFL). Sprzedaż w Grupie Modivo wzrosła o ok. 6% (+36% w szyldzie Modivo oraz -1% w eobuwie), natomiast w segmencie CCC obniżyła się o ok. 14% r/r. CCC ocenia, że klient w segmencie value for money pozostaje pod największym wpływem niekorzystnego otoczenia makroekonomicznego - utrzymująca się od ponad roku dwucyfrowa inflacja oraz wysoki poziom stóp procentowych wywierają negatywny wpływ na budżet rozporządzalny i siłę zakupową szczególnie tej grupy konsumentów. Na dynamikę sprzedaży w ujęciu r/r wpływa również wysoka baza zeszłoroczna. Zakładamy 11% wzrost przychodów do 10,1 mld zł w roku 2023/24 oraz utrzymanie marży brutto na zbliżonym poziomie do ubiegłego roku ok. 47%. W kolejnych latach prognozujemy dalszy wzrost przychodów do 15,2 mld zł oraz stopniowy wzrost marży brutto do 56,6% w roku 2027/28. W stosunku do poprzedniej prognozy, na podstawie wyników za IV kwartał 2022/23 oraz I kwartał 2023/24, zakładamy wyższy wzrost kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu, co negatywnie wpłynie na pozostałych poziomach.

Zmiana prognoz

Nasze prognozy rewidujemy nieznacznie w górę, głównie na poziomie zysku netto w pierwszym roku prognozy, co wynika z poprawy szacunków dotyczących kosztów finansowych. W kolejnych latach rewidujemy prognozy finansowe w dół na podstawie słabszych od oczekiwań wyników za I kwartał 2023/24.

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

	2023/24P			2024/25P			2025/26P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	10 006 091	10 117 300	1,1%	11 118 544	11 200 948	0,7%	12 362 800	12 402 270	0,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	4 780 024	4 753 246	-0,6%	5 642 797	5 548 708	-1,7%	6 504 992	6 364 528	-2,2%
EBITDA	801 132	848 922	6,0%	1 168 510	1 066 693	-8,7%	1 569 356	1 385 849	-11,7%
EBIT	167 867	226 267	34,8%	494 218	406 397	-17,8%	851 208	683 114	-19,7%
Zysk (strata) netto	-130 849	-33 573	-	168 319	116 021	-31,1%	515 640	404 878	-21,5%
Marża ze sprzedaży	47,8%	47,0%		50,8%	49,5%		52,6%	51,3%	
Marża EBITDA	8,0%	8,4%		10,5%	9,5%		12,7%	11,2%	
Marża EBIT	1,7%	2,2%		4,4%	3,6%		6,9%	5,5%	
Marża netto	-1,3%	-0,3%		1,5%	1,0%		4,2%	3,3%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Czynniki ryzyka

Ryzyko makroekonomiczne

Grupa CCC S. A. prowadzi działalność gospodarczą przede wszystkim na rynku polskim, czeskim, węgierskim, słowackim i rumuńskim, stąd dla Grupy istotna jest siła nabywczą konsumentów i skłonność do konsumpcji na tych właśnie rynkach. Pogorszenie sytuacji gospodarczej może mieć negatywny wpływ na wyniki działalności i sytuację finansową Grupy. Grupa CCC działa również na kilku innych rynkach zagranicznych (m.in.: Chorwacja, Słowenia, Bułgaria, Serbia).

Ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń

W związku ze zmianami występującymi w systemie podatkowym, systemie wsparcia socjalnego oraz w otoczeniu politycznym i makroekonomicznym, może dojść do nasilenia presji płacowej, co może prowadzić do wzrostu kosztów wynagrodzeń oraz trudności w pozyskaniu pracowników. Dodatkowo zmiany w systemie ubezpieczeń społecznych oraz programów emerytalnych prawdopodobnie będą prowadzić do podwyższenia kosztów wynagrodzeń. Powyższe okoliczności mogą mieć negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki. Należy przy tym zauważyć, iż wzrost kosztów sprzedaży powinien jednakowo dotyczyć wszystkich producentów, w tym konkurentów Spółki, co zwiększa prawdopodobieństwo przeniesienia tych kosztów na odbiorców.

Ryzyko związane z regulacjami celnymi

Grupa uczestniczy w wymianie handlowej z dostawcami i odbiorcami, zlokalizowanymi za granicą. Z tego powodu zmiany regulacji celnych (importowych lub eksportowych) mogą mieć istotny wpływ na jej działalność. Nie można wykluczyć, że w celu ochrony swojego rynku Polska lub Unia Europejska wprowadzi cła zaporowe, opłaty o podobnym charakterze jak cła lub inne

ograniczenia importu (np. kontyngenty), które znacząco pogorszyłyby rentowność prowadzonej działalności. Miałyby to wpływ nie tylko na Emitenta, ale także na jego konkurentów. Nie można także wykluczyć, że w celu ochrony swoich przedsiębiorców inne państwa wprowadzą cła zaporowe, co pogorszyłyby rentowność prowadzonej działalności. Istnieje ryzyko związane z regulacjami celnymi (importowymi lub eksportowymi). Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Ryzyko związane ze zmianami kursów walut

Spółki Grupy Kapitałowej CCC S.A. realizują przychody w PLN, EUR, CZK, HUF, HRK, BGN, RSD, CHF, zaś większość kosztów ponoszą w walutach obcych. Oznacza to, że kursy CZK, HUF, HRK, BGN, RSD, CHF, USD i EUR (praktycznie całość importu denominowana jest w USD i EUR, a duży odsetek kosztów wynajmu powierzchni w EUR) będą miały wpływ na strukturę przychodów i kosztów Grupy. Głównym rynkiem zaopatrzeniowym dla Grupy Kapitałowej CCC S. A. jest rynek chiński, a co za tym idzie, kurs waluty chińskiej CNY, w stosunku do głównych walut światowych, również może mieć znaczny wpływ na koszty Grupy. Aprecjacja CNY może pogorszyć warunki importu, co w konsekwencji może spowodować wzrost kosztów dla konsumentów.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

Sprzedaż i wartość zapasów uzależnione są od sezonowości popytu (szczyt popytu to wiosna i jesień). Zaburzenie warunków pogodowych może skutkować odłożeniem przez klientów decyzji zakupowych lub też skróceniem sezonu najwyższej sprzedaży.

Ryzyko niedostosowania produktów do oczekiwań klientów

W przypadku wystąpienia trwałego i znaczącego spadku odwiedzalności sklepów stacjonarnych przez klientów w wyniku okoliczności związanych z pandemią COVID-19 segment działalności Grupy obejmujący sprzedaż stacjonarną, może realizować wyniki finansowe znacznie poniżej założonych w Strategii.

Ryzyko utraty siły i rozpoznawalności marek, pod którymi Grupa prowadzi sprzedaż (przede wszystkim CCC oraz eobuwie) oraz marek własnych wybranych produktów (przede wszystkim Lasocki, Gino Rossi, DeeZee, Sprandi, Jenny Fairy)

Spadek rozpoznawalności marek negatywnie wpływa na zainteresowanie klientów, w tym na spadek odwiedzalności sklepów stacjonarnych i cyfrowych, a w konsekwencji może prowadzić do realizacji wyników finansowych znacznie poniżej założonych w Strategii.

Ryzyko opóźnień w produkcji/zerwania łańcucha dostaw

Produkty marek własnych Grupy CCC są dostarczane przez rozdrobnioną grupę dostawców z Azji, a produkty marek obcych pochodzą głównie od europejskich dostawców. W przypadku opóźnień w dostawach, istnieje ryzyko, że Emitent nie będzie w stanie dostarczyć klientom adekwatnych (np. do pory roku, czy okresu BTS), oczekiwanych przez nich produktów. Co więcej w skrajnym przypadku może dojść do zerwania łańcuchów dostaw, co uniemożliwi Grupie pozyskiwanie produktów.

Ryzyko cen frachtu

Produkty marek własnych Grupy CCC są dostarczane przez rozdrobnioną grupę dostawców z Azji. Dostawa towarów odbywa się głównie drogą morską. Mając na uwadze że ceny frachtu są zmienne i uzależnione m.in. od bieżącej sytuacji makroekonomicznej, ich nagły wzrost może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe Emitenta. Co więcej w skrajnym przypadku może dojść do zerwania łańcuchów dostaw, co uniemożliwi Grupie pozyskiwanie produktów.

Ryzyko związane z zapasami/zamówieniami

Grupa CCC dokonuje zamówień kolekcji z pewnym wyprzedzeniem czasowym. W związku z powyższym istnieje ryzyko zamówienia niedostatecznej bądź nadmiarowej ilości towaru, co z kolei może w przyszłości wiązać się z koniecznością jego sprzedaży z niższą marżą. Ryzyko jest minimalizowane poprzez optymalizację zamówień - ograniczenie liczby modelokolorów, koncentrację na najlepiej rotujących, zwiększenie głębokości zamówień na potrzebę replenishmentu, a także fazowanie i sekwencjonowanie dostaw zamówień do magazynów.

Ryzyko zerwania kontraktów z kluczowymi dostawcami

W ramach prowadzonej działalności Grupa współpracuje z wieloma dostawcami marek obcych (m.in.. Adidas, Champion etc). Ewentualne zerwanie ww współpracy mogłoby wpłynąć negatywnie na atrakcyjność oferty Grupy, co z kolei mogłoby skutkować odpływem klientów. Ryzyko jest minimalizowane m.in. poprzez utrzymywanie wieloletnich relacji z ww dostawcami i ich dywersyfikacja.

Ryzyko płynnościowe

Grupa w ramach prowadzonej działalności posiada kapitałem obcym - m.in. Kredytami, obligacjami itd. Ww instrumenty obwarowane są szeregiem wymogów/kowenantów. Ich ewentualne naruszenia mogłoby skutkować częściową bądź całościową wymagalnością wspomnianych zobowiązań. W przypadku zrealizowania się okoliczności, które czyniłyby zobowiązania ww zobowiązania wymagalnymi, struktura bilansu oraz płynność finansowa Grupy mogłaby ulec znacznemu pogorszeniu. Ryzyko jest minimalizowane poprzez plan akumulacji kapitału (poprawa WC, inwestor w HP itd. Poprawa rentowności prowadzące do delewaru) utrzymywanie dobrych relacji z bankami itd.

Ryzyko kredytu kupieckiego

W ramach sprzedaży hurtowej prowadzona jest również sprzedaż z odroczonym terminem płatności, przez co Grupa Kapitałowa CCC S. A. narażona jest na ryzyko finansowania odbiorców. W celu utrzymania pozycji lidera na rynku obuwicznym, Grupa Kapitałowa CCC S.A. stosuje instrument kredytu kupieckiego, dodatkowo zwiększając atrakcyjność firmy dla kontrahentów hurtowych. Źródłem tego ryzyka jest niepewność w zakresie tego, czy i kiedy należności Spółki zostaną uregulowane.

Ryzyko zmiany stóp procentowych

W związku z zawartymi umowami kredytowymi Grupa Kapitałowa CCC S.A. jest narażona na ryzyko zmian stóp procentowych, w związku z zawartymi umowami kredytowymi. Kredyty te są

oprocentowane według zmiennej stopy procentowej opartej o WIBOR lub BLR. Wzrost stóp procentowych będzie miał wpływ na wysokość płaconych odsetek od kredytów.

Ryzyko związane z ciągłością działania systemów IT oraz centrum logistycznego

Grupa realizuje sprzedaż w kanale e-commerce, który dla utrzymania konkurencyjności wymaga stałego dostępu do strony internetowej oraz krótkich terminów realizacji dostaw. Rosnąca skala działalności jak i postęp techniczny sprawiają, że konieczne jest ciągłe poprawianie funkcjonalności i wydajności systemów IT, a także systemów wydawania towarów zarówno dla kanału on-line jak i sprzedaży tradycyjnej. W przypadku problemów technicznych wynikających zarówno z czynników zewnętrznych, takich jak działanie siły wyższej, awarie łączy, serwerowni zewnętrznych, ataków na stronę internetową, jak i czynników wewnętrznych, takich jak błąd ludzki, uszkodzenie mechaniczne lub nieudane wdrożenie może dojść zarówno do czasowego zatrzymania możliwości zakupu towarów przez Internet, obniżenia efektywności sprzedaży jak i możliwości wydawania towarów przez centrum logistyczne. Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Grupy.

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 11.07 oszacowana została na poziomie 39,6 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 43,4 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 28,3 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	43,4
Wycena Porównawcza	0,25	28,3
Cena wynikowa na dzień 11.07		39,6
Cena docelowa na koniec 2023		42,7

Źródło: DM Banku BPS SA

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech, polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-26 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagą (0,25), zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75). W stosunku do poprzedniej rekomendacji, Spółkę Monnari Trade SA zastąpiła Spółka LPP, ze względu na większą liczbę dostępnych mnożników.

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
LPP	22,1	17,0	13,2	6,6	5,3	4,4	11,7	8,5	7,0
WITTCHEN	7,6	6,8	6,3	2,7	2,3	2,0	5,1	4,6	4,3
VRG	7,3	6,6	6,4	0,8	0,8	0,7	4,4	4,0	3,7
Średnia	12,3	10,1	8,6	3,4	2,8	2,4	7,1	5,7	5,0
Mediana	7,6	6,8	6,4	2,7	2,3	2,0	5,1	4,6	4,3
CCC	-87,6	25,4	7,3	0,7	0,7	0,6	11,6	11,3	7,0
Implikowana wycena (tys. PLN) -	264 082	789 161	2 582 720	1 768 461	1 969 364	2 865 767	777 386	1 619 134	3 411 453
Wycena 1 akcji (PLN)	28,29								

Źródło: Bloomberg, PAP, DM Banku BPS SA, P - prognozy

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	TV
Przychody	9 123 200	10 117 300	11 199 798	12 400 948	13 734 122	15 214 253	15 252 289
EBITDA	533 200	848 922	1 066 518	1 385 408	2 063 490	2 438 188	2 444 284
EBIT	-51 300	226 267	406 222	682 674	1 315 134	1 641 178	1 645 281
CIT	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
NOPLAT		179 570	322 387	541 785	1 043 719	1 302 475	1 305 731
Amortyzacja		622 655	660 296	702 734	748 356	797 011	797 011
CAPEX		-371 600	-400 400	-420 000	-490 000	-525 000	-525 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		29 855	172 640	131 991	-6 782	152 679	152 679
FCFF		400 771	409 643	692 528	1 308 857	1 421 806	1 421 806
WACC		16,8%	16,8%	16,2%	15,6%	14,9%	14,9%
DCFF		343 126	300 519	441 149	733 321	708 582	
Suma DCF		2 526 696,8					
Wartość rezydualna (TV)		9 675 439,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		4 194 982,0					
Udział zdyskontowanej TV w EV		62,4%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		6 721 678,9					
Środki pieniężne na 11.07.2023		292 702,9					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 11.07.2023		4 024 075,9					
Dług netto na 11.07.2023		3 731 373,0					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		2 990 305,9					
Liczba akcji (tys.)		68 868					
Cena 1 akcji (PLN)		43,42					
Przychody zmiana r/r		10,9%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%	
EBIT zmiana r/r			79,5%	68,1%	92,6%	24,8%	
FCF zmiana r/r			2,2%	69,1%	89,0%	8,6%	
Marża EBITDA		8,4%	9,5%	11,2%	15,0%	16,0%	
Marża EBIT		2,2%	3,6%	5,5%	9,6%	10,8%	
Marża NOPLAT		1,8%	2,9%	4,4%	7,6%	8,6%	
CAPEX/Przychody		3,7%	3,6%	3,4%	3,6%	3,5%	
CAPEX/Amortyzacja		59,7%	60,6%	59,8%	65,5%	65,9%	

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	12,9%	51,38	51,92	52,46	53,01	53,57	54,14	54,72
	13,4%	48,83	49,33	49,83	50,34	50,86	51,38	51,92
	13,9%	46,46	46,92	47,39	47,86	48,34	48,83	49,33
	14,4%	44,26	44,69	45,12	45,56	46,01	46,46	46,92
	14,9%	42,20	42,60	43,01	43,42	43,83	44,26	44,69
	15,4%	40,27	40,65	41,03	41,41	41,80	42,20	42,60
	15,9%	38,47	38,82	39,18	39,54	39,90	40,27	40,65
	16,4%	36,77	37,10	37,44	37,78	38,12	38,47	38,82
	16,9%	35,17	35,49	35,80	36,12	36,44	36,77	37,10

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC	2021	2022	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,49%	6,94%	6,94%	6,44%	5,94%	5,44%	5,44%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,49%	10,94%	10,94%	10,44%	9,94%	9,44%	9,44%
1-CIT (realny)	79,4%	79,4%	79,4%	79,4%	79,4%	79,4%	79,4%	79,4%
Efektywny koszt kapitału obcego	5,3%	9,1%	8,7%	8,7%	8,3%	7,9%	7,5%	7,5%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	6,58%	5,71%	5,71%	5,21%	4,71%	4,21%	4,21%
Beta (oszacowana względem WIG)	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Zalewarowana beta	4,82	12,92	7,82	5,72	3,69	2,40	1,90	1,90
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	28,2%	102,2%	63,6%	48,1%	32,5%	22,5%	18,3%	18,3%
Kapitał własny (tys. PLN)	985 200	416 300	643 838	863 623	1 456 250	2 749 193	4 392 214	4 392 214
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	4 255 100	4 305 900	3 711 300	3 351 300	2 991 300	2 471 300	1 951 300	1 951 300
Razem	5 240 300	4 722 200	4 355 138	4 214 923	4 447 550	5 220 493	6 343 514	6 343 514
D/E	4,32	10,34	5,76	3,88	2,05	0,90	0,44	0,44
Udział Ke	0,19	0,09	0,15	0,20	0,33	0,53	0,69	0,69
Udział Kd	0,81	0,91	0,85	0,80	0,67	0,47	0,31	0,31
Ważony koszt kapitału własnego	5,3%	9,0%	9,4%	9,8%	10,6%	11,9%	12,6%	12,64%
Ważony koszt kapitału obcego	4,3%	8,3%	7,4%	6,9%	5,6%	3,7%	2,3%	2,3%
WACC	9,6%	17,3%	16,8%	16,8%	16,2%	15,6%	14,9%	14,9%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 1,43 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-06.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych) (poprzednio: 1,29)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (Damodaran) (bez zmian)
- Stopa wolna od ryzyka w pierwszych dwóch latach prognozy: 5,72% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), następnie w latach 2025-2027 spadek o 0,5 p. p. r/r, (poprzednio: 6,11%)
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wypłacała dywidendy.
- Dług netto: na dzień wyceny
- Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,25%

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody ze sprzedaży	5 638 600	7 591 500	9 123 200	10 117 300	11 199 798	12 400 948	13 734 122	15 214 253
CCC	2 853 100	3 609 300	4 175 200	4 582 790	5 041 069	5 545 176	6 099 693	6 709 663
eobuwie	2 019 700	2 853 300	3 081 300	3 270 820	3 597 902	3 957 692	4 353 461	4 788 808
Modivo	240 000	540 000	895 000	1 061 412	1 188 781	1 331 435	1 491 207	1 670 152
HalfPrice	-	236 900	843 100	1 084 790	1 247 509	1 434 635	1 649 830	1 897 304
DeeZee	72 500	108 000	115 800	117 488	124 537	132 010	139 930	148 326
Pozostałe spółki	152 700	193 200	0	0	0	0	0	0
Działalność zaniechana	174 400	89 400	12 800	0	0	0	0	0
Koszty własny sprzedaży	-3 182 100	-4 016 400	-4 857 800	-5 364 054	-5 651 893	-6 037 582	-6 129 773	-6 608 409
Zysk brutto na sprzedaży	2 456 500	3 575 100	4 265 400	4 753 246	5 547 905	6 363 366	7 604 350	8 605 844
Koszty sprzedaży	- 2 602 600	- 3 246 400	-3 815 100	-3 992 751	-4 513 574	-4 998 010	-5 535 742	-6 132 804
Koszty zarządu	- 252 200	- 393 000	-399 500	-529 562	-589 871	-653 121	-723 322	-801 259
Zysk/strata ze sprzedaży	- 398 300	- 64 300	50 800	230 933	444 460	712 234	1 345 285	1 671 780
Pozostałe przychody operacyjne	- 32 300	130 900	62 500	94 250	66 140	75 377	73 062	73 553
Pozostałe koszty operacyjne	- 196 100	- 62 700	-164 600	-98 916	-104 378	-104 938	-103 214	-104 156
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 626 700	3 900	-51 300	226 267	406 222	682 674	1 315 134	1 641 178
Przychody finansowe	97 700	42 700	54 000	70 024	69 462	68 026	69 400	68 286
Koszty finansowe	- 278 400	- 200 900	-401 900	-330 503	-284 378	-208 720	-157 203	-117 566
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	300	0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	- 968 300	- 153 900	-398 900	-34 212	191 306	541 980	1 227 331	1 592 398
Podatek dochodowy	- 20 600	- 67 100	-2 600	-361	-75 459	-137 543	-264 134	-360 266
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku	- 291 400	28 700	-42 400	0	0	0	0	0
Zysk/strata netto	- 1 280 300	- 192 300	-443 900	-34 573	115 846	404 437	963 197	1 232 132

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Bilans (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
AKTYWA	6 647 400	7 500 700	7 064 100	7 356 641	7 410 745	7 750 304	8 352 506	9 590 371
Aktywa trwałe	3 375 100	3 393 800	3 601 300	3 407 598	3 161 316	2 893 326	2 650 269	2 393 949
Rzeczowe aktywa trwałe	2 693 400	2 677 600	2 821 800	2 602 971	2 359 863	2 093 370	1 851 206	1 595 381
Wartości niematerialne i prawne	506 200	515 800	580 700	590 770	579 510	569 597	559 947	550 341
Inwestycje długoterminowe	22 200	23 900	15 000	14 700	14 700	14 700	14 700	14 700
Długoterminowe pożyczki i należności	1 200	1 000	-	-	-	-	-	-
Pozostałe aktywa długoterminowe	152 100	175 500	183 800	199 157	207 244	215 659	224 415	233 527
Aktywa obrotowe	3 272 300	4 106 900	3 462 800	3 949 043	4 249 429	4 856 978	5 702 237	7 196 422
Zapasy	2 192 600	2 625 800	2 691 100	3 146 280	3 451 950	3 617 966	3 356 986	3 532 093
Należności handlowe	408 100	536 900	376 300	624 036	691 389	766 197	849 309	941 674
Pożyczki i pozostałe należności	2 000	3 100	-	-	-	-	-	-
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	458 700	941 100	395 400	178 727	106 089	472 815	1 495 943	2 722 655
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	210 900	-	-	-	-	-	-	-
PASYWA	6 647 400	7 500 700	7 064 100	7 356 641	7 410 745	7 750 304	8 352 506	9 590 371
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	181 700	985 200	416 300	643 838	863 448	1 455 634	2 749 193	4 392 305
Kapitał podstawowy	5 500	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	1 380 600	1 380 600	1 380 600	1 380 600	1 380 600
Wyceny i różnice kursowe	10 100	16 900	22 500	36 850	65 155	115 361	181 589	232 303
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	- 969 100	- 186 300	- 759 700	- 779 112	- 587 807	- 45 827	1 181 504	2 773 902
Udziały niekontrolujące	128 100	166 400	166 400	162 700	162 700	162 700	162 700	162 700
Zobowiązania długoterminowe	2 785 400	3 410 200	2 741 400	2 326 355	2 076 834	1 825 338	1 461 419	1 097 429
Długoterminowe kredyty i pożyczki	472 700	1 914 600	1 370 500	1 115 300	1 003 300	891 300	667 300	443 300
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	1 415 400	1 303 900	1 266 800	1 098 400	958 400	818 400	678 400	538 400
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	897 300	191 700	104 100	112 655	115 134	115 638	115 719	115 729
Zobowiązania krótkoterminowe	3 552 200	2 938 900	3 740 000	4 223 749	4 307 764	4 306 632	3 979 194	3 937 938
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	1 196 900	545 000	1 155 700	1 030 100	982 100	934 100	838 100	742 100
Zobowiązania z tytułu leasingu	450 500	491 600	512 900	467 500	407 500	347 500	287 500	227 500
Zobowiązania handlowe	1 269 300	1 480 100	1 389 500	2 062 561	2 262 945	2 371 778	2 200 691	2 315 483
Pozostałe zobowiązania	635 500	422 200	681 900	663 588	655 218	653 254	652 904	652 855

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

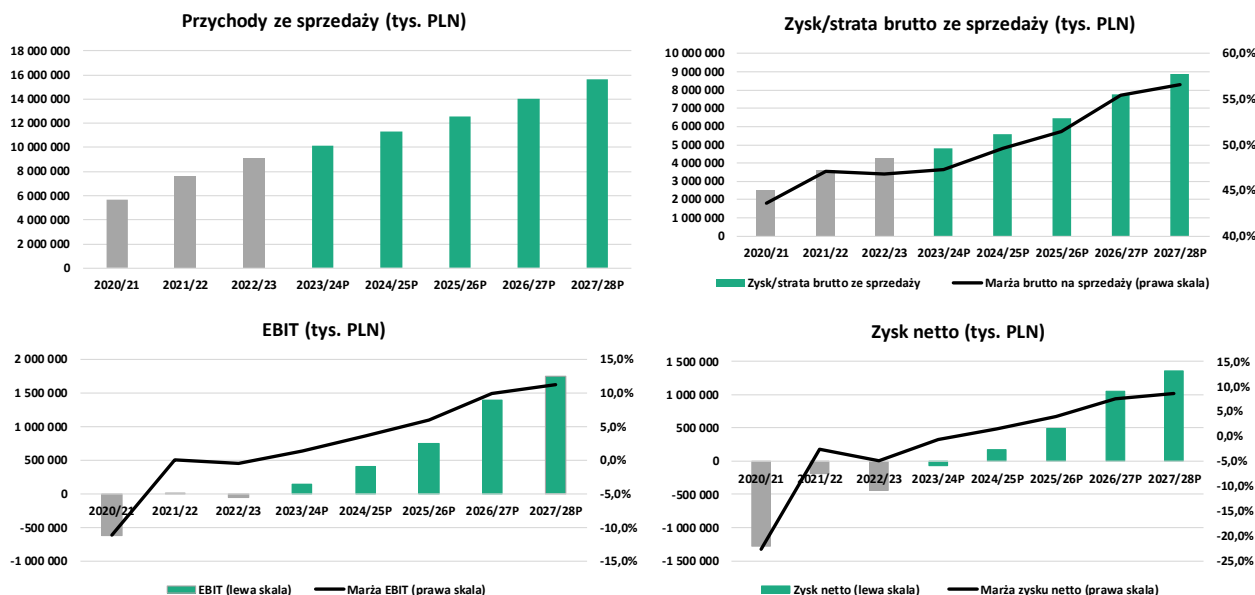
RACHUNEK PRZEPLYWÓW PIENIEŻNYCH (tys. pln)	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przeplwy operacyjne	- 62 100	50 300	540 700	812 155	897 301	1 244 355	1 951 917	2 068 685
Przeplwy inwestycyjne	- 261 800	- 219 200	- 409 100	- 348 786	- 385 143	- 405 798	- 475 996	- 511 022
Przeplwy finansowe	240 000	651 300	- 677 300	- 680 043	- 584 796	- 471 832	- 452 793	- 330 950
Przeplwy pieniężne netto	- 83 900	482 400	- 545 700	- 216 673	- 72 637	366 725	1 023 128	1 226 713
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	- 560 800	970 200	- 539 800	- 216 673	- 72 637	366 725	1 023 128	1 226 713
Środki pieniężne na początek okresu	539 500	458 000	940 400	395 400	178 727	106 089	472 815	1 495 943
Środki pieniężne na koniec okresu	458 000	940 400	395 400	178 727	106 089	472 815	1 495 943	2 722 655

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P	2027/28P
Przychody (zmiana, r/r)	-3,5%	34,6%	20,2%	10,9%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	-95,4%	921,4%	-8,3%	59,2%	25,6%	29,9%	48,9%	18,2%
EBIT (zmiana, r/r)	-570,8%	-100,6%	-1415,4%	-541,1%	79,5%	68,1%	92,6%	24,8%
Zysk netto (zmiana, r/r)	4555,6%	-85,0%	130,8%	-92,2%	-435,1%	249,1%	138,2%	27,9%
Marża brutto na sprzedaży	43,6%	47,1%	46,8%	47,0%	49,5%	51,3%	55,4%	56,6%
Marża EBITDA	1,0%	7,7%	5,8%	8,4%	9,5%	11,2%	15,0%	16,0%
Marża EBIT	-11,1%	0,1%	-0,6%	2,2%	3,6%	5,5%	9,6%	10,8%
Marża brutto	-17,2%	-2,0%	-4,4%	-0,3%	1,7%	4,4%	8,9%	10,5%
Marża netto	-22,7%	-2,5%	-4,9%	-0,3%	1,0%	3,3%	7,0%	8,1%
COGS / Przychody	56,4%	52,9%	53,2%	53,0%	50,5%	48,7%	44,6%	43,4%
SG&A / Przychody	49,1%	37,6%	39,9%	41,7%	40,4%	41,2%	41,1%	41,1%
SG&A / COGS	86,9%	71,1%	74,9%	78,6%	80,0%	84,5%	92,2%	94,7%
ROE	-704,6%	-19,5%	-106,6%	-5,4%	13,4%	27,8%	35,0%	28,1%
ROA	-19,3%	-2,6%	-6,3%	-0,5%	1,6%	5,2%	11,5%	12,8%
Dług (tys. PLN)	3 535 500	4 255 100	4 305 900	3 711 300	3 351 300	2 991 300	2 471 300	1 951 300
D/(D+E)	0,95	0,81	0,91	0,85	0,80	0,67	0,47	0,31
D/E	19,46	4,32	10,34	5,76	3,88	2,05	0,90	0,44
EV (tys. PLN)	-74 155	-311 355	-907 855	-529 928	-242 566	484 160	2 027 287	3 774 000
Dług / EV	-47,68	-13,67	-4,74	-7,00	-13,82	6,18	1,22	0,52
CAPEX / Przychody	3,66%	4,12%	4,99%	3,67%	3,58%	3,39%	3,57%	3,45%
CAPEX / Amortyzacja	30,2%	54,2%	77,9%	59,7%	60,6%	59,8%	65,5%	65,9%
Amortyzacja / Przychody	12,1%	7,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,4%	5,2%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	4,6%	-0,1%	0,3%	1,5%	1,1%	0,0%	1,0%

Źródło: DM Banku BPS SA



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka

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.

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%

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 11 lipca 2023 roku, 17:00

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 11 lipca 2023 roku, 17:15

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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

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 (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” 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. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. 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 i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych 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 jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

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 ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

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.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitykiem przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53 95 084	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (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 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>

Rekomendacje Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. wydane w ostatnich 12 miesiącach.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
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
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	8,62	4,89	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	32,70	31,20	Raport Aktualizujący	06.06.2023	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,80	2,27	Raport Aktualizujący	09.06.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,28	5,10	Raport Aktualizujący	13.06.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,50	Raport Aktualizujący	14.06.2023	Artur Wizner
WITTCHEN	AKUMULUJ	39,50	36,60	Raport Aktualizujący	03.07.2023	Łukasz Bryl
CCC	TRZYMAJ	42,70	42,70	Raport Aktualizujący	11.07.2023	Artur Wizner