



Dom Maklerski
Banku BPS

Grupa BPS

Wycena Coccodrillo



COCCODRILLO®

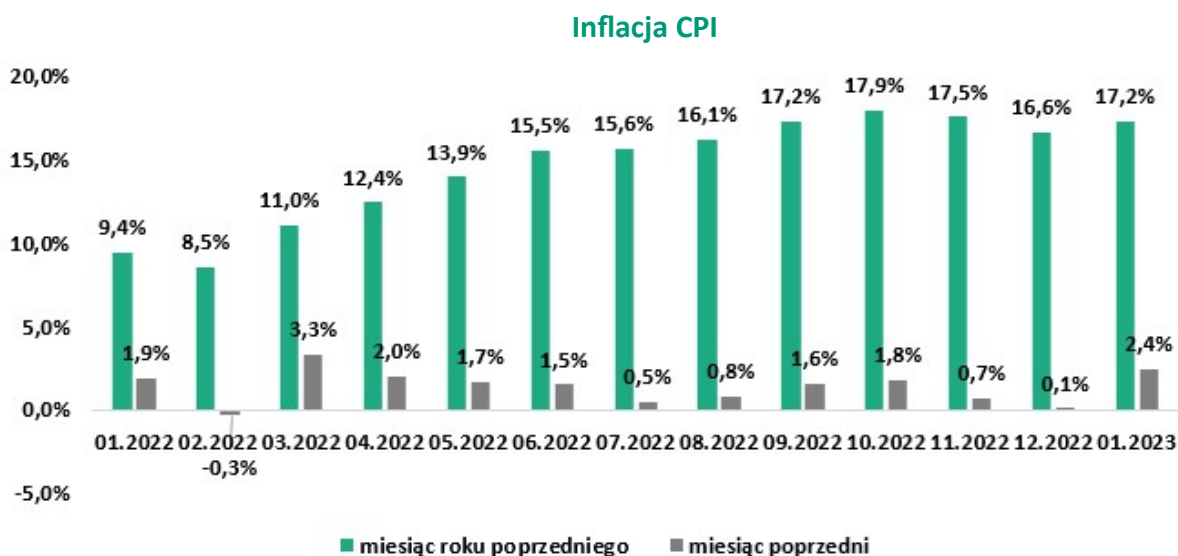
KUPUJ

13 marca 2023 8:30

Fundamenty makroekonomiczne

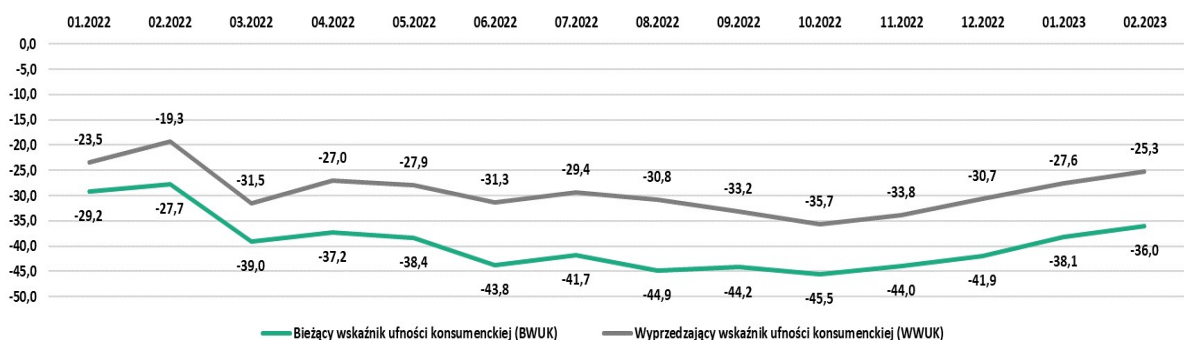
Koniunktura konsumencka

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



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

Wskaźniki ufności konsumenckiej



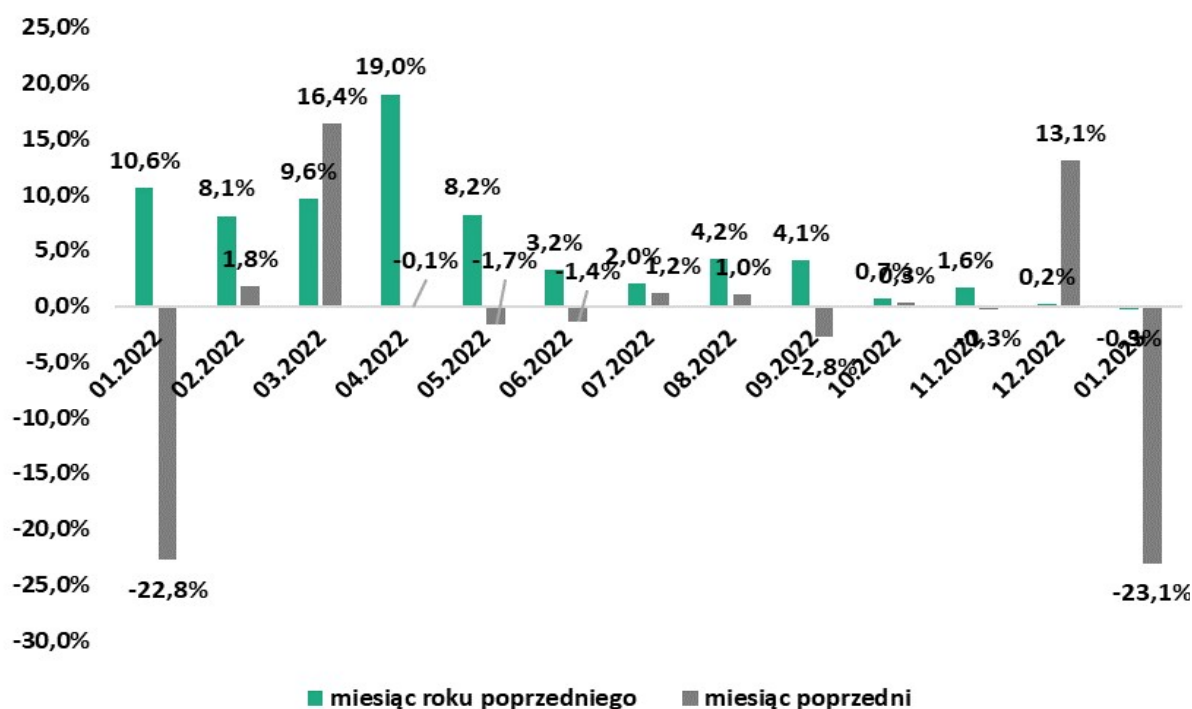
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

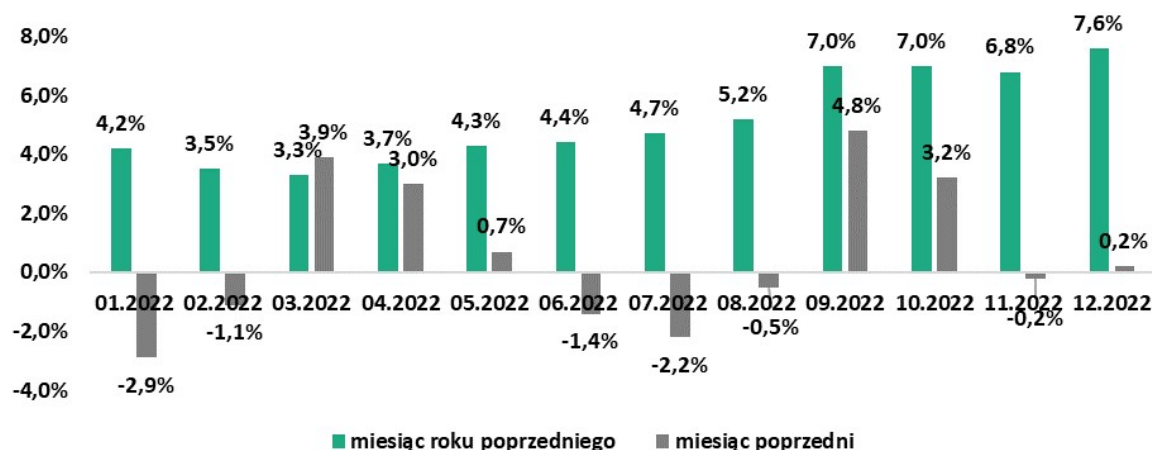
Koniunktura konsumencka

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

Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Dynamika cen odzieży i obuwia



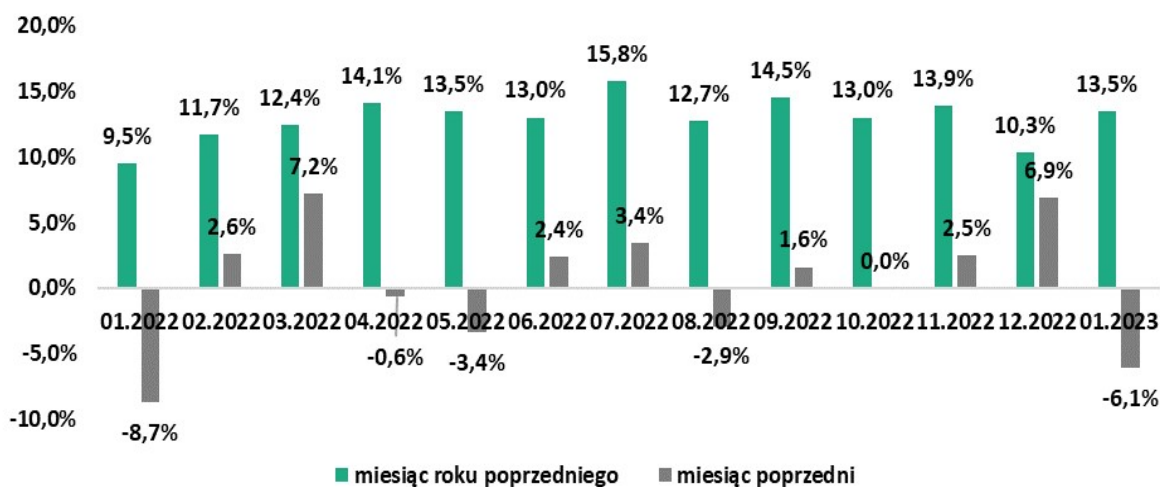
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

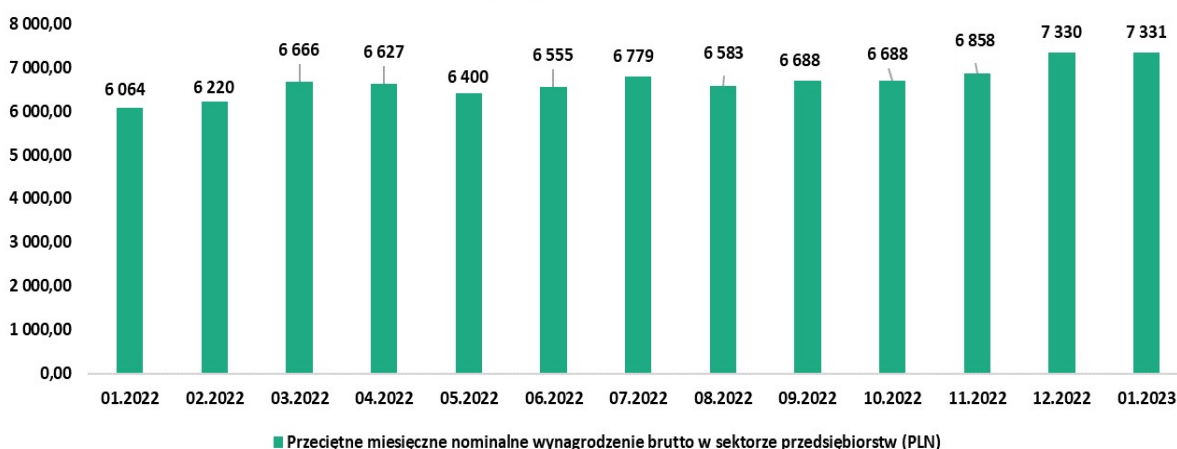
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W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

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



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

Wynagrodzenia w Polsce



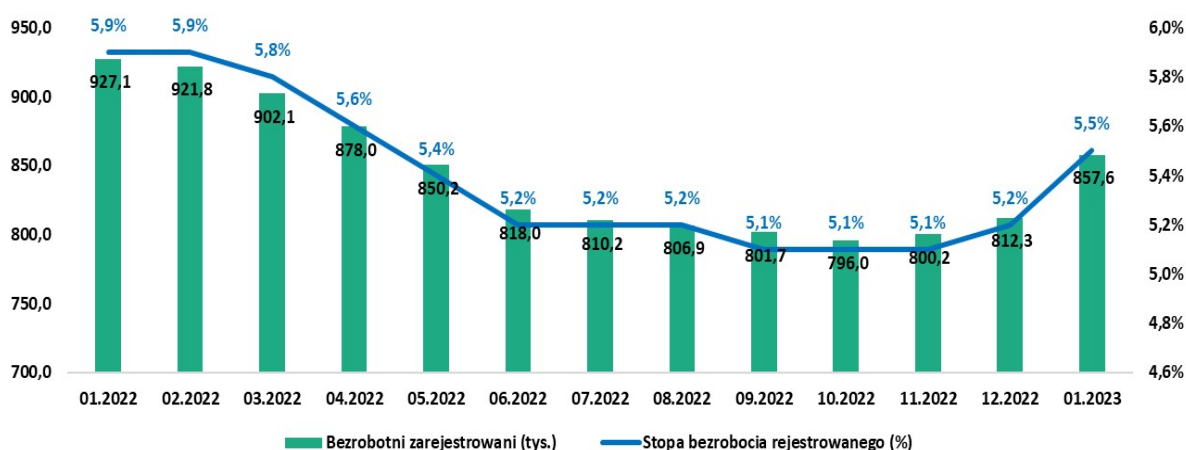
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

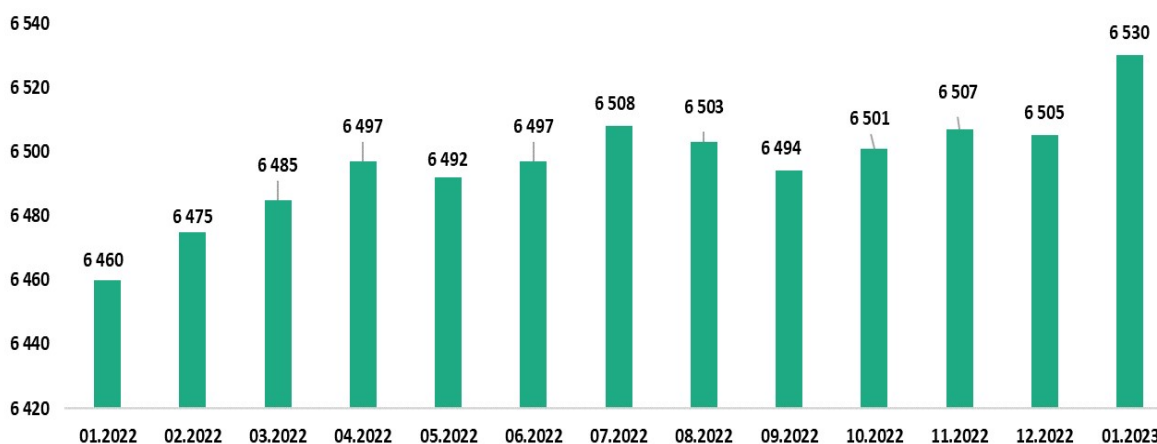
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez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

Bezrobocie w Polsce



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

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (tys.)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Branża odzieżowa

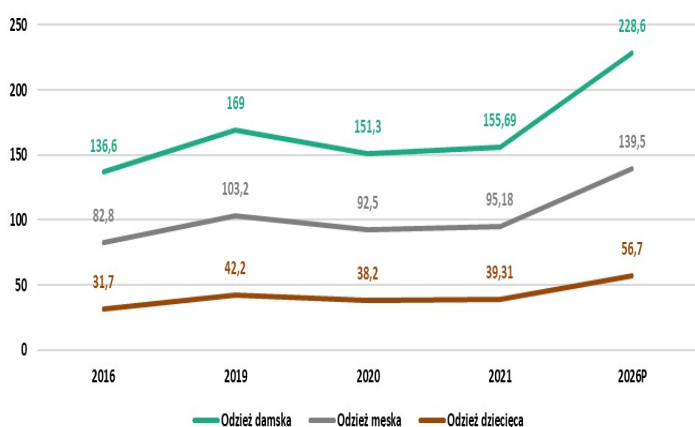
Rynek odzieży

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

Rynek odzieży w Polsce – wartość sprzedaży (mld EUR)

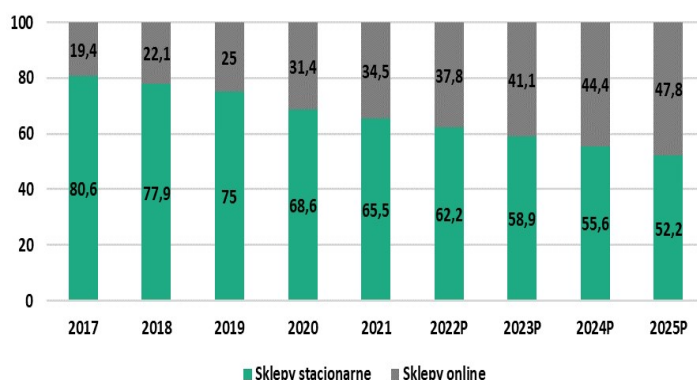
	2016	2019	2020	2021	2026P	CAGR (2017-19)	CAGR (2020-21)	CAGR (2022-26)
Odzież damska	5,2	6,4	5,7	5,7	8,6	7,3%	-5,9%	8,6%
Odzież męska	3,1	3,9	3,5	3,5	5,2	7,5%	-5,9%	8,5%
Odzież dziecięca	1,2	1,6	1,4	1,4	2,1	10,0%	-5,0%	8,0%
Suma	9,5	11,9	10,7	10,6	15,9	7,7%	-5,8%	8,5%

Wydatki per capita na polskim rynku odzieży (EUR)



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

Struktura sprzedaży odzieży wg kanału dystrybucji



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

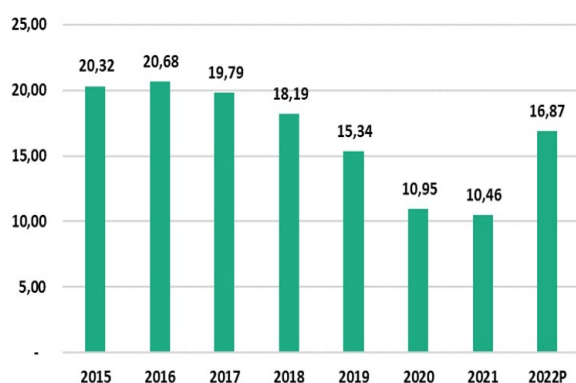
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

Branża odzieżowa

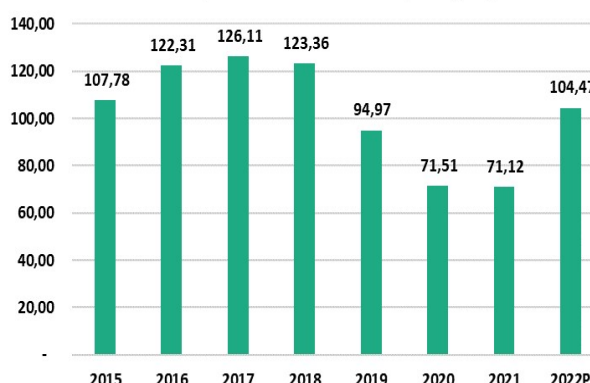
Produkcja obuwia i odzieży

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

Produkcja odzieży w Polsce (mln sztuk)



Produkcja obuwia w Polsce (mln par)



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

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

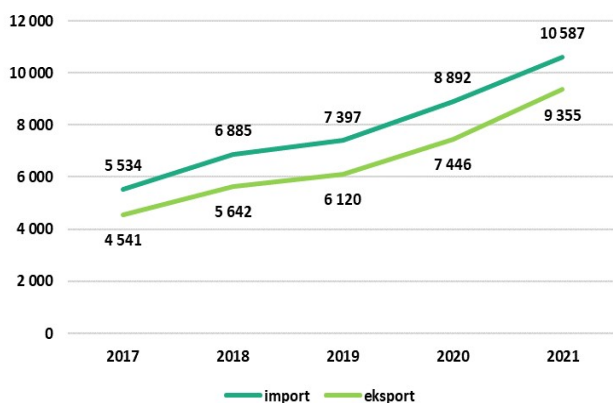
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń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

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny odzieżą

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

Handel zagraniczny odzieżą (mln EUR)

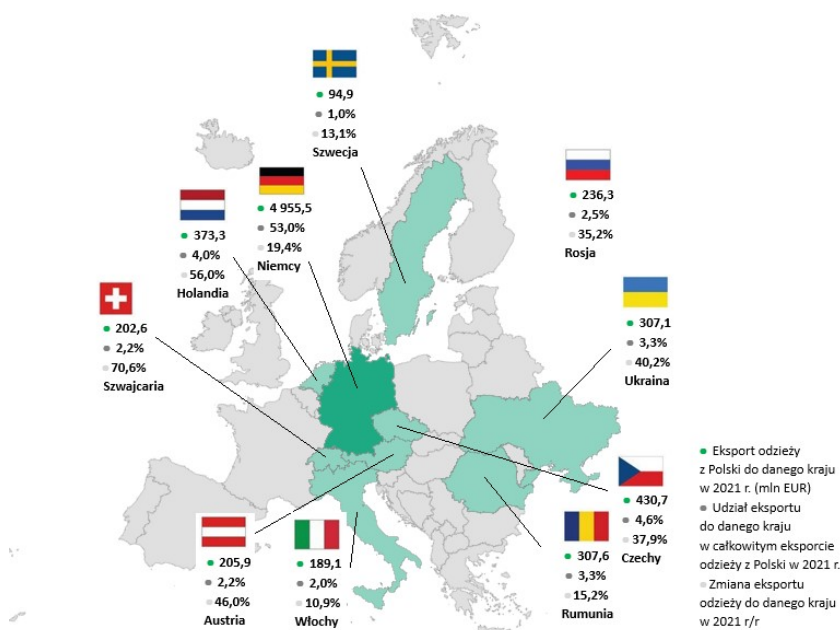


Najwięksi dostawcy odzieży

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

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

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



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

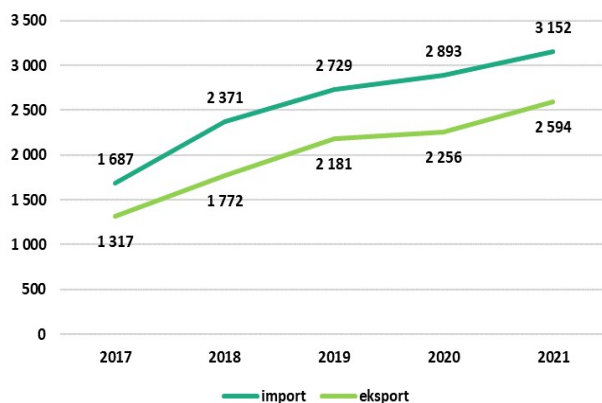
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny obuwiami

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

Handel zagraniczny obuwiami (mln EUR)

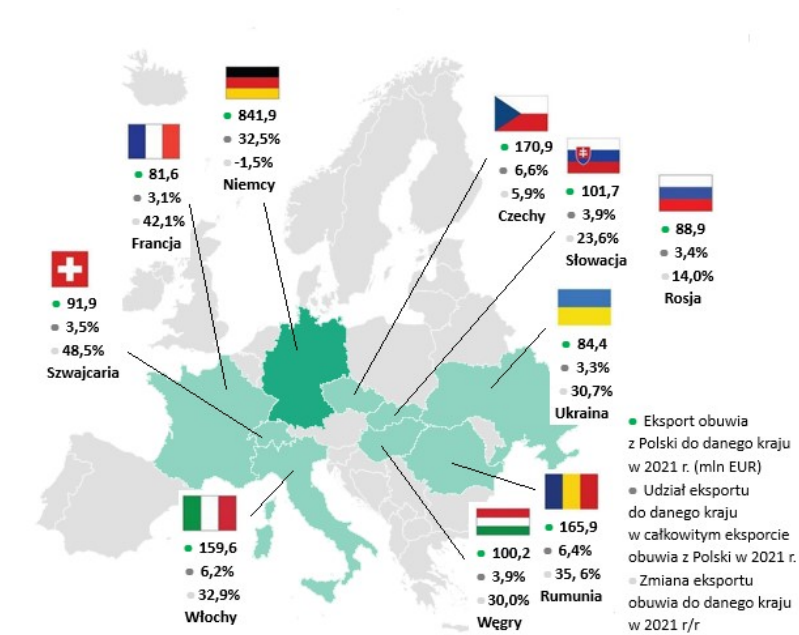


Najwięksi dostawcy obuwia

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

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

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



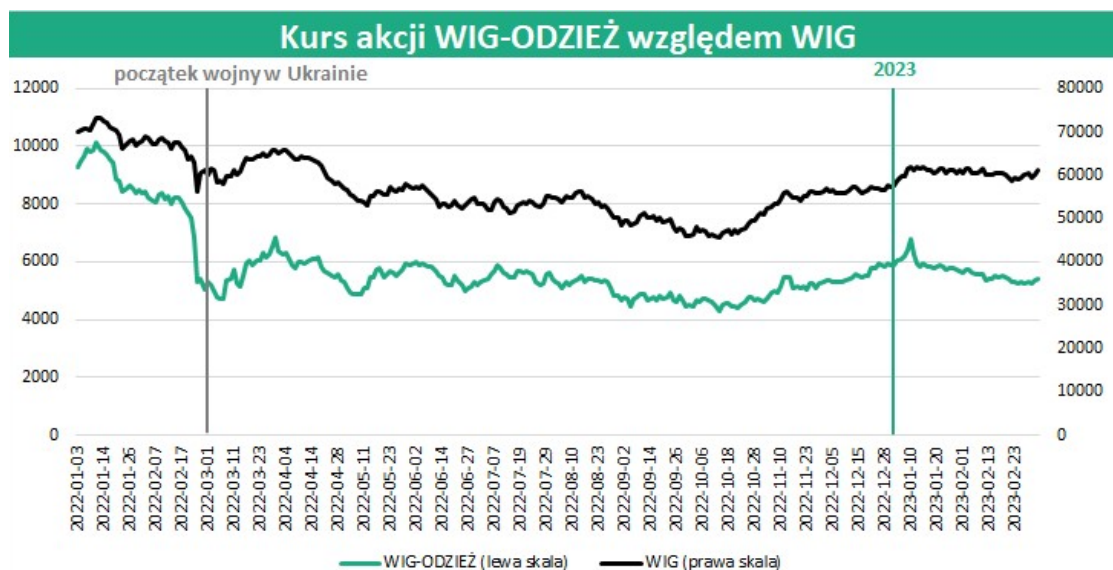
Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez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

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Spółki odzieżowe w Polsce

Zachowanie kursu akcji w 2022 r.

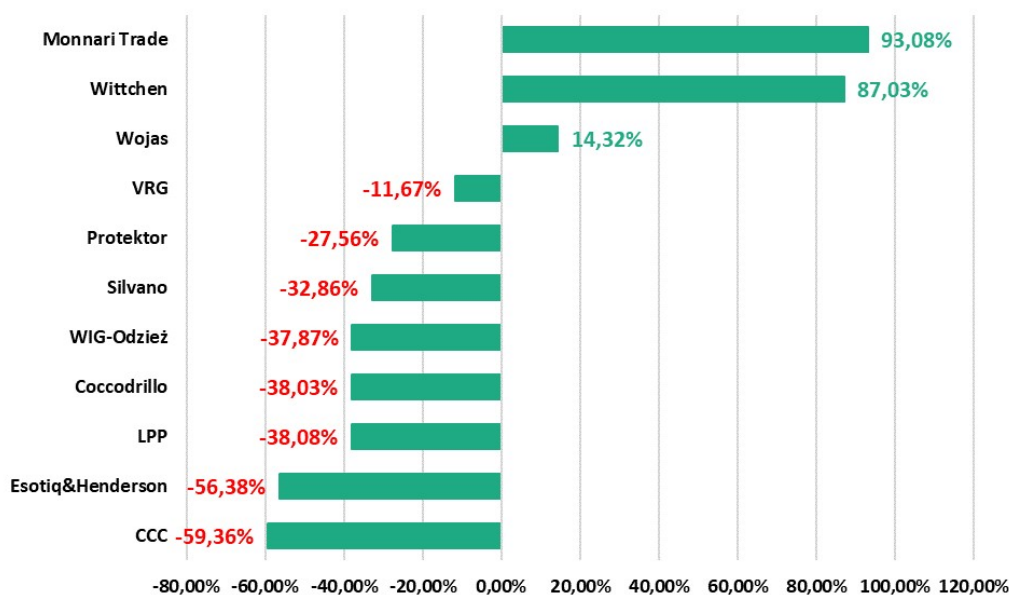
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny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



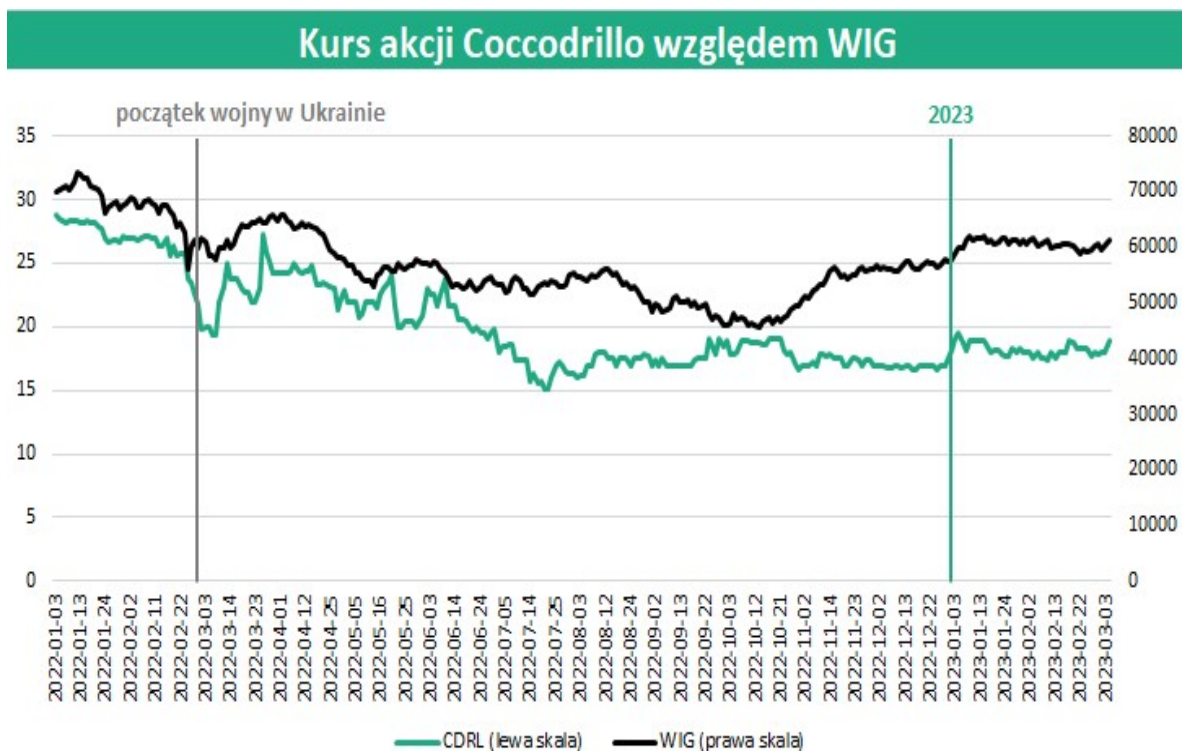
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

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

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



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

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

Cocodrillo



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

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

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

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

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

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

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

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

Czynniki wzrostu Czynniki ryzyka

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

WYCENA

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

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

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

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

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

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

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

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

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

WYCENA DCF

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

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

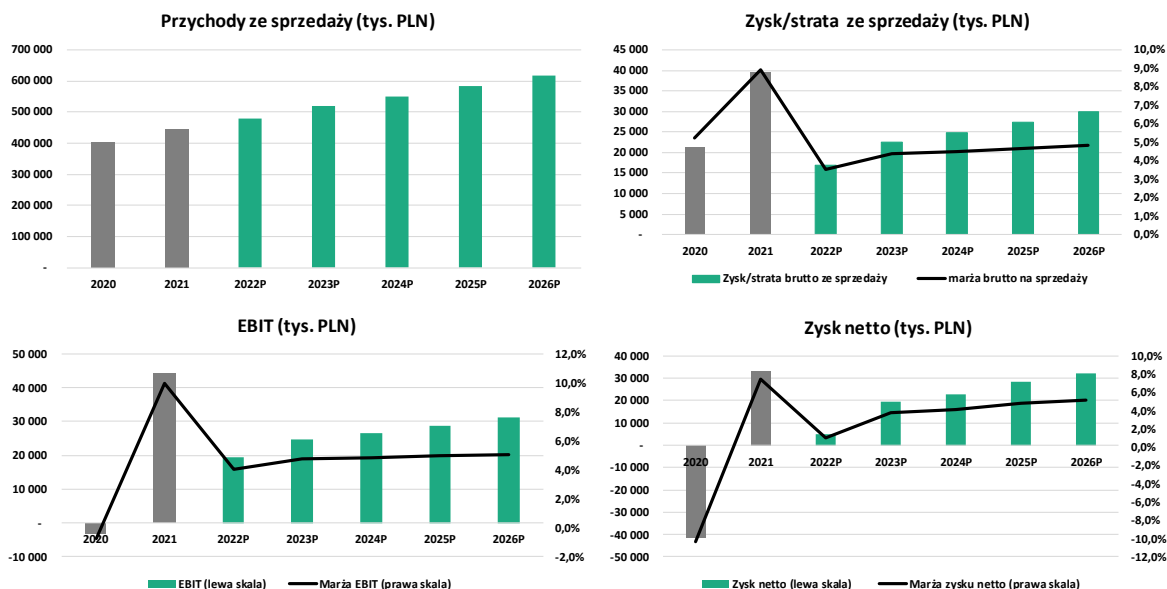
ZAŁOŻENIA DCF:

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

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

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



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

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Wykaz rekomendacji z ostatnich 12-stu miesięcy

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



Dom Maklerski Banku BPS SA

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

Sporządzone przez Departament Analiz:

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

Jacek Borawski
Analityk Techniczny

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

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

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

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

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

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

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

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

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

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

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

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

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

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

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

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

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