



Dom Maklerski  
Banku BPS

Grupa BPS

## Wycena Wittchen



WITTCHEN

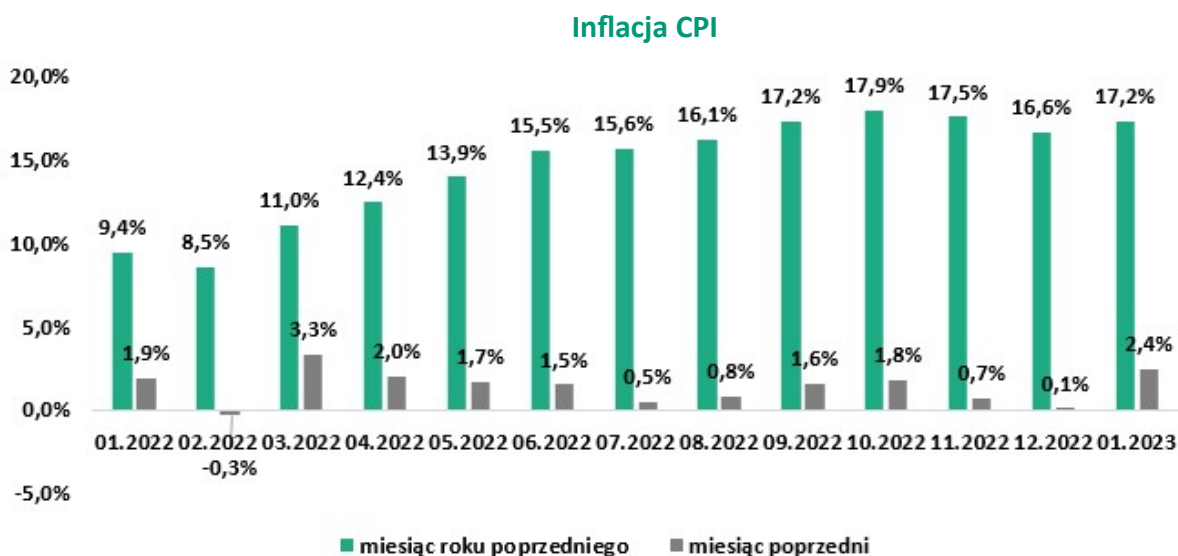
**KUPUJ**

**13 marca 2023 8:30**

## Fundamenty makroekonomiczne

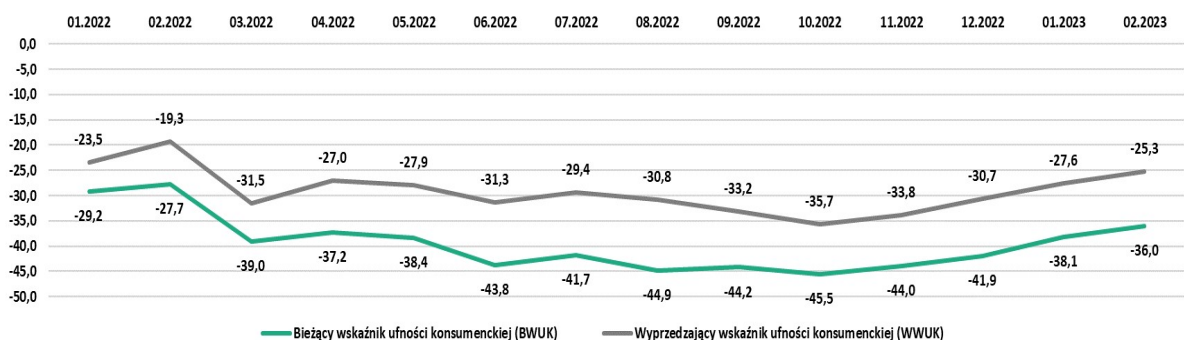
### Koniunktura konsumencka

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



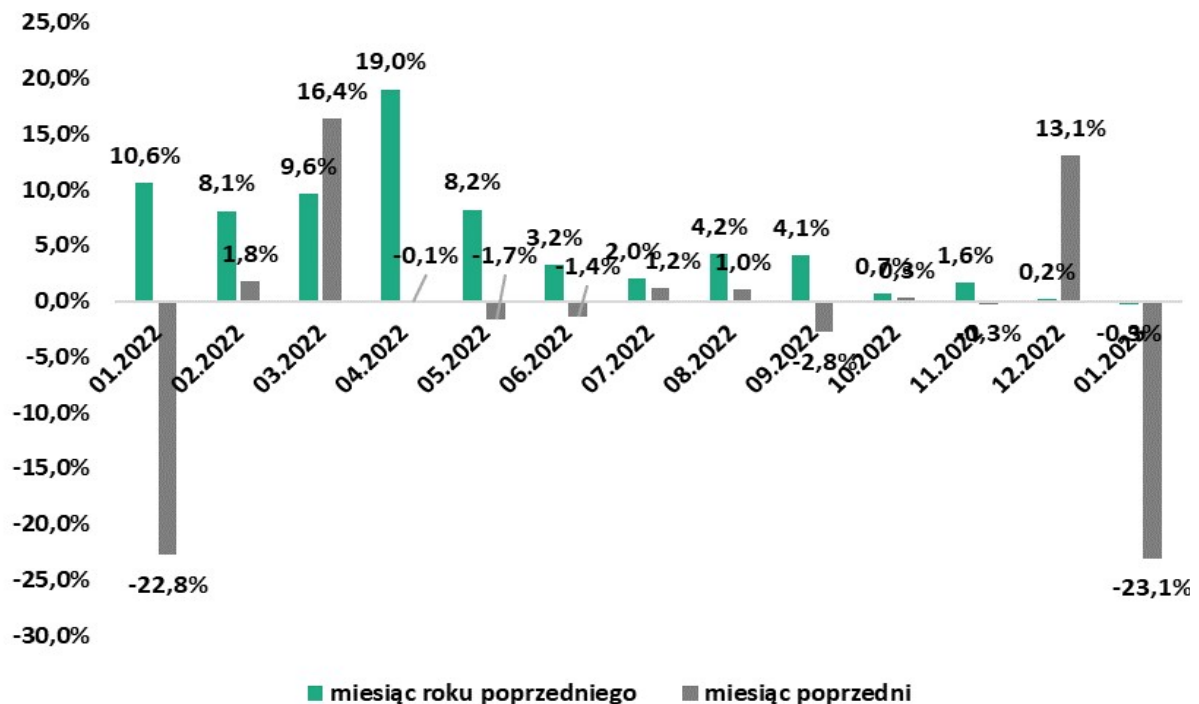
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

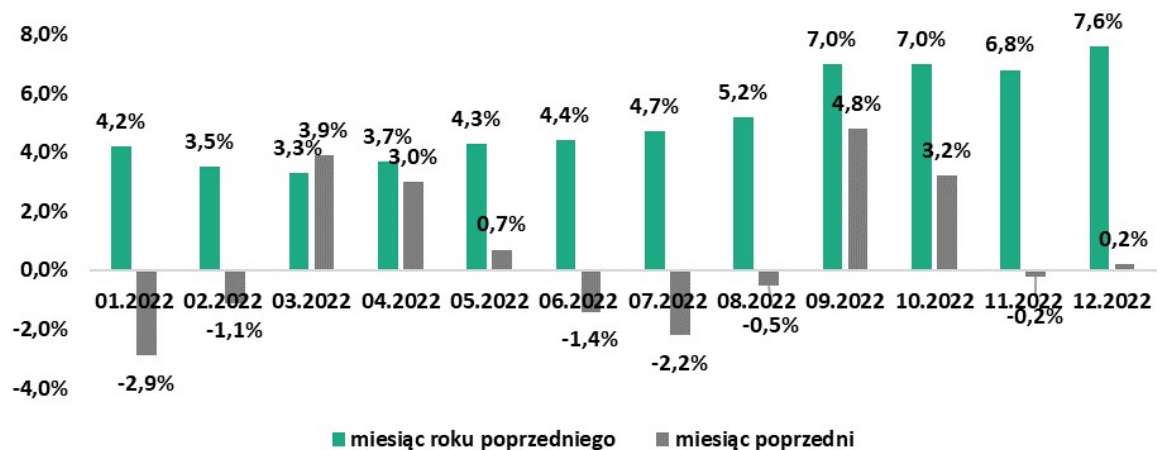
### Koniunktura konsumencka

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: "tekstylna, 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



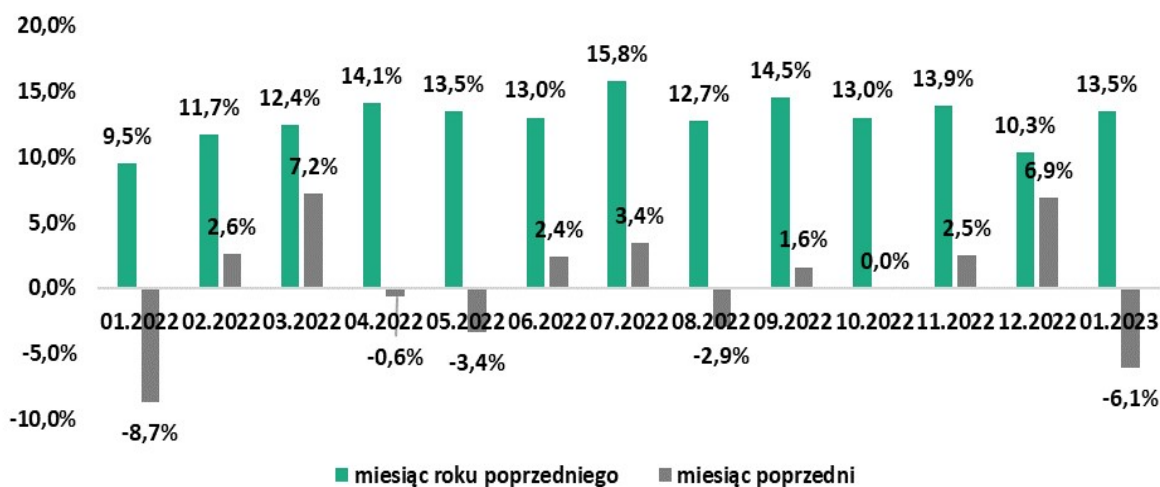
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

### Rynek pracy

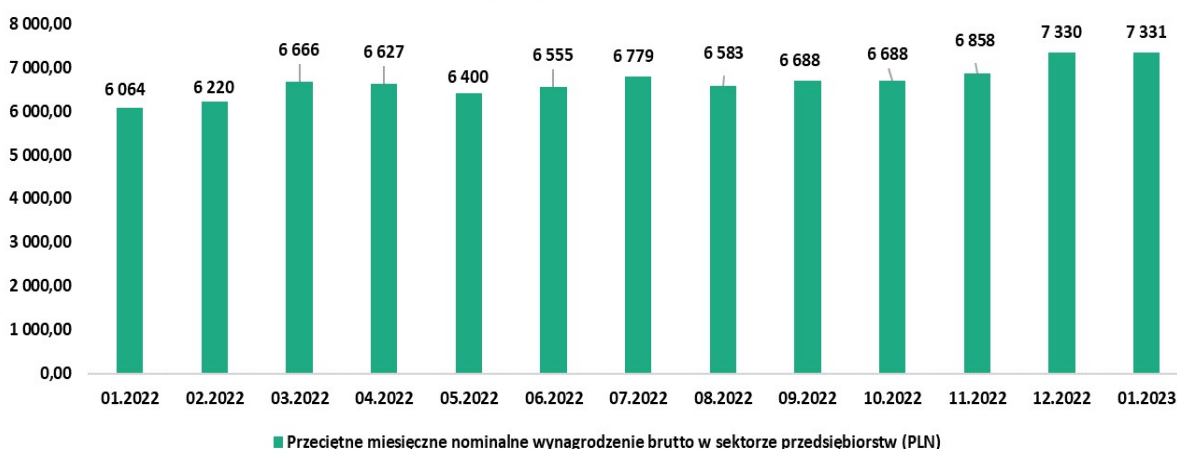
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W 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



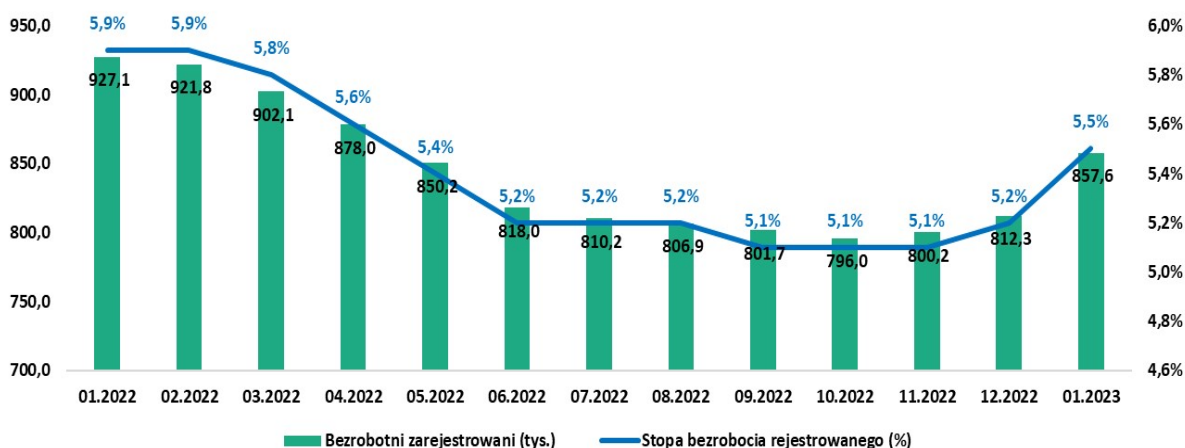
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

### Rynek pracy

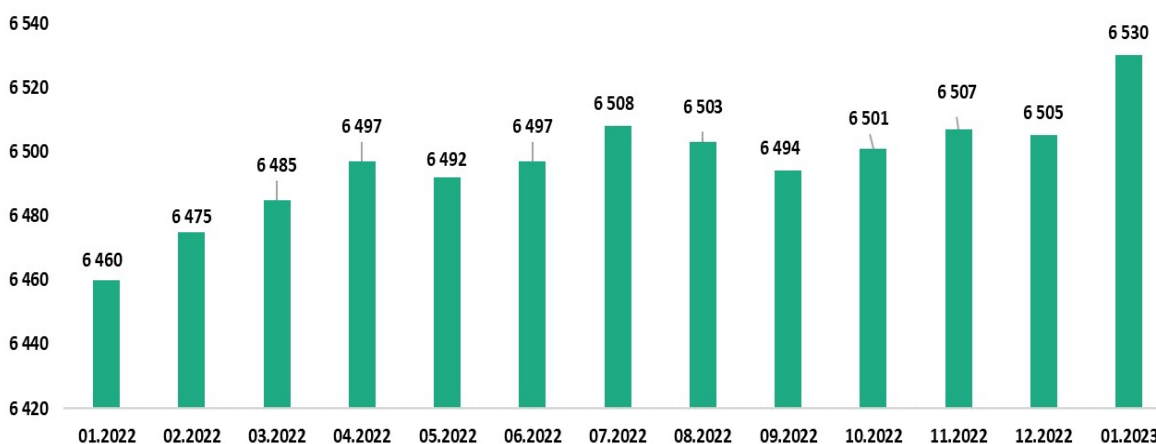
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez 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

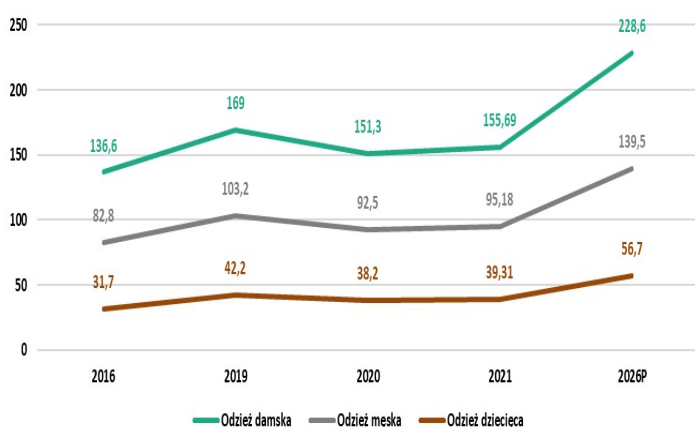
### Rynek odzieży

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)

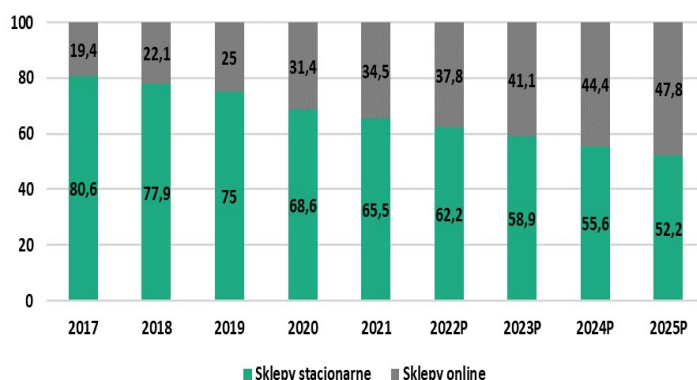
	2016	2019	2020	2021	2026P	CAGR (2017-19)	CAGR (2020-21)	CAGR (2022-26)
Odzież damska	5,2	6,4	5,7	5,7	8,6	7,3%	-5,9%	8,6%
Odzież męska	3,1	3,9	3,5	3,5	5,2	7,5%	-5,9%	8,5%
Odzież dziecięca	1,2	1,6	1,4	1,4	2,1	10,0%	-5,0%	8,0%
Suma	9,5	11,9	10,7	10,6	15,9	7,7%	-5,8%	8,5%

### 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.

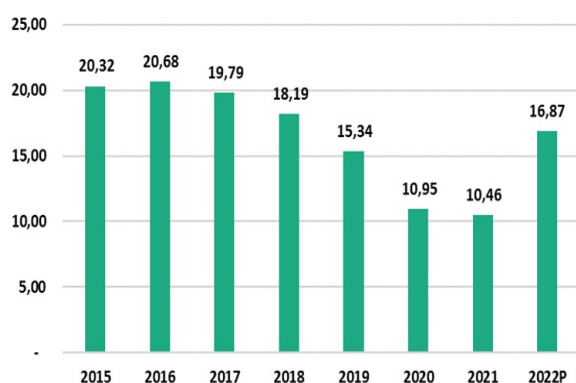
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

## Branża odzieżowa

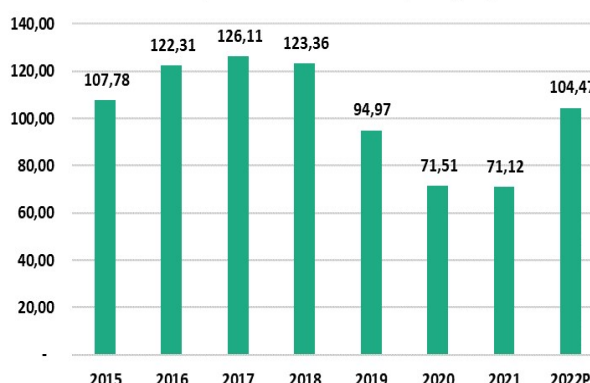
### Produkcja obuwia i odzieży

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.

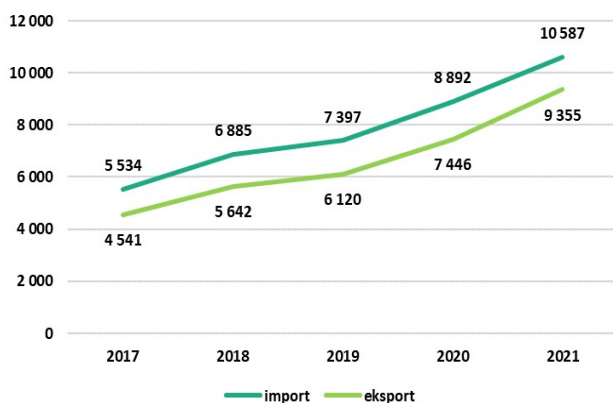
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń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

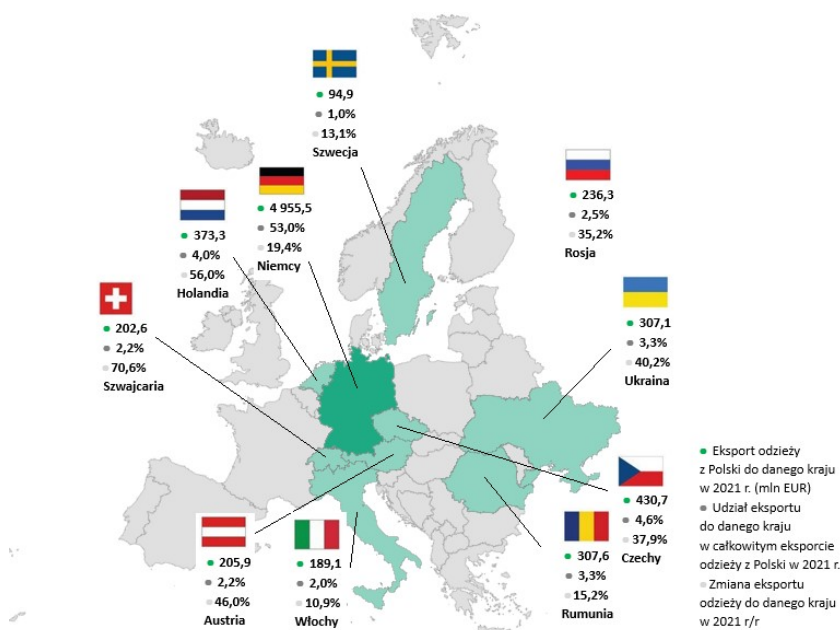


#### Najwięksi dostawcy odzieży

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

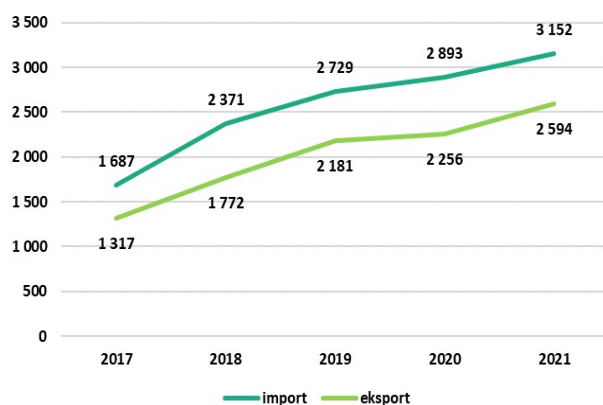


## Branża odzieżowa

### 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)

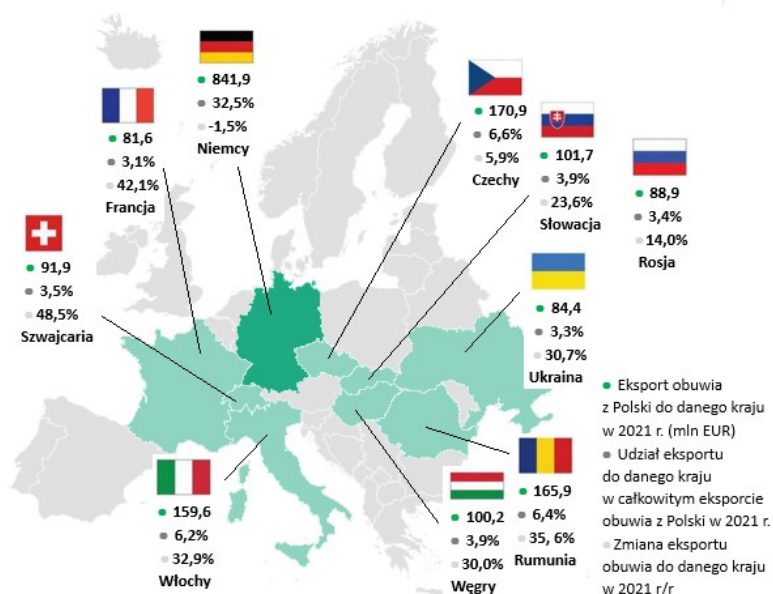


#### Najwięksi dostawcy obuwia

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%).



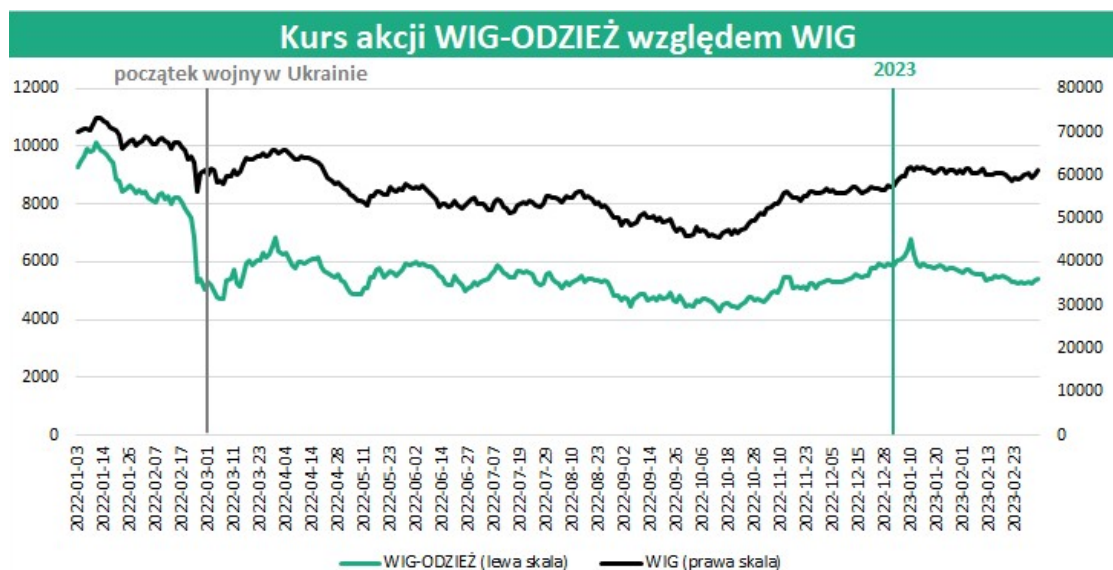
Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez 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.

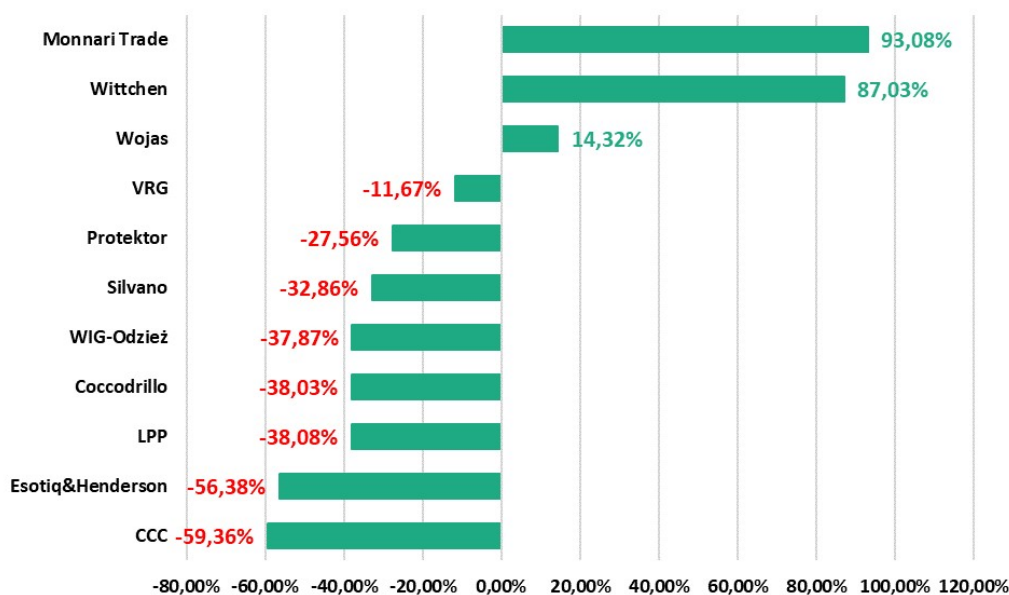
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny 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.



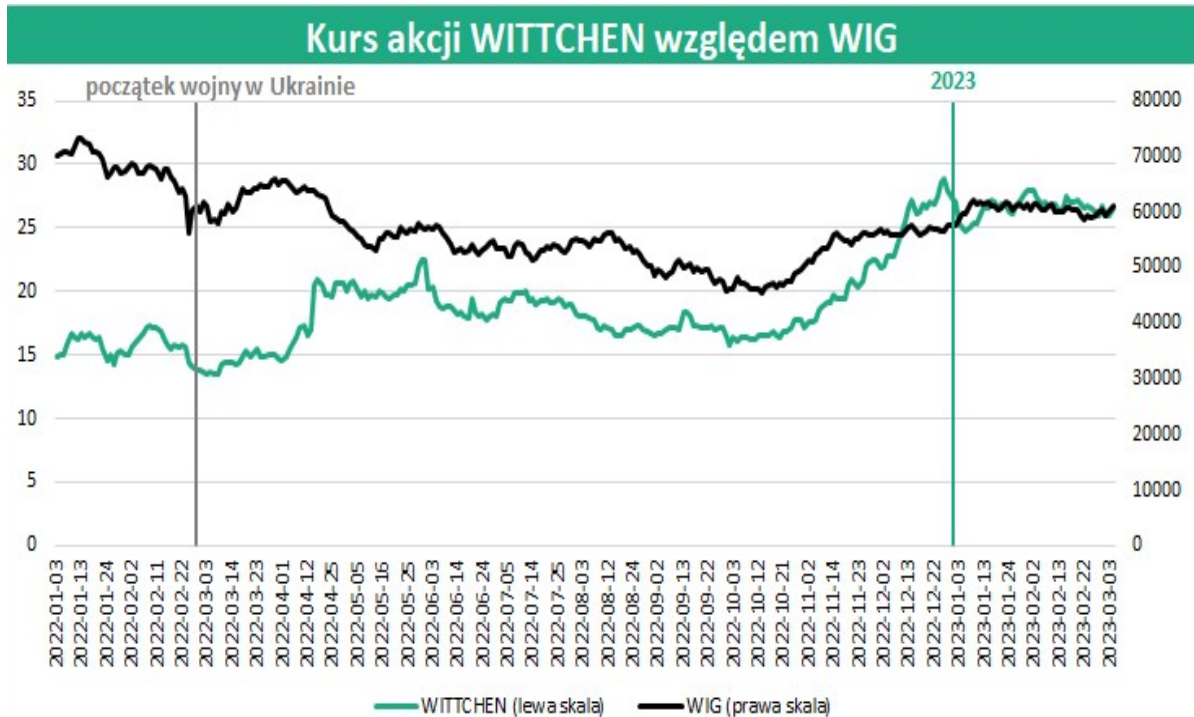
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

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

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

# Wittchen



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

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

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

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

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

13.03.2023 08:30

## Dane podstawowe

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

## Analitik

**Łukasz Bryl**

Tel.: 785 500 874

## Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

## Główni Akcjonariusze [%]

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

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

## WYCENA

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

## ZAŁOŻENA DO WYCENY

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

## WYCENA PORÓWNAWCZA

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

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

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

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

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

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

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

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

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

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

## WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	277 850	404 607	488 662	521 750	552 019	573 180	574 613
EBITDA	53 648	101 640	114 922	121 667	127 353	131 623	131 952
EBIT	53 648	76 492	89 522	96 013	101 443	105 453	105 717
CIT	19,0%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
NOPLAT		62 900	73 614	78 952	83 417	86 715	86 931
Amortyzacja		25 148	25 399	25 653	25 910	26 169	26 169
CAPEX		-7 800	-10 920	-15 288	-21 403	-29 964	-29 964
Inwestycje w kapitał obrotowy		-24 502	38 658	25 969	9 937	9 153	9 153
FCFF		104 750	49 436	63 349	77 986	73 767	73 767
WACC		12,0%	11,4%	11,2%	10,4%	9,9%	9,9%
DCFF		93 543	39 835	46 058	52 455	46 077	
<b>Suma DCF</b>		<b>277 968,5</b>					
Wartość rezydualna (TV)		766 871,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		435 981,2					
Udział zdyskontowanej TV w EV		61,1%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>713 949,6</b>					
Środki pieniężne na 13.03.2023		94 883,0					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		128 545,3					
Dług netto na 13.03.2023		33 662,3					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>680 287,3</b>					
Liczba akcji (tys.)		18 290					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>37,2</b>					
Przychody zmiana r/r		45,6%	20,8%	6,8%	5,8%	3,8%	
EBIT zmiana r/r			17,0%	7,3%	5,7%	4,0%	
FCF zmiana r/r			-52,8%	28,1%	23,1%	-5,4%	
Marża EBITDA		25,1%	23,5%	23,3%	23,1%	23,0%	
Marża EBIT		18,9%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%	
Marża NOPLAT		15,5%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

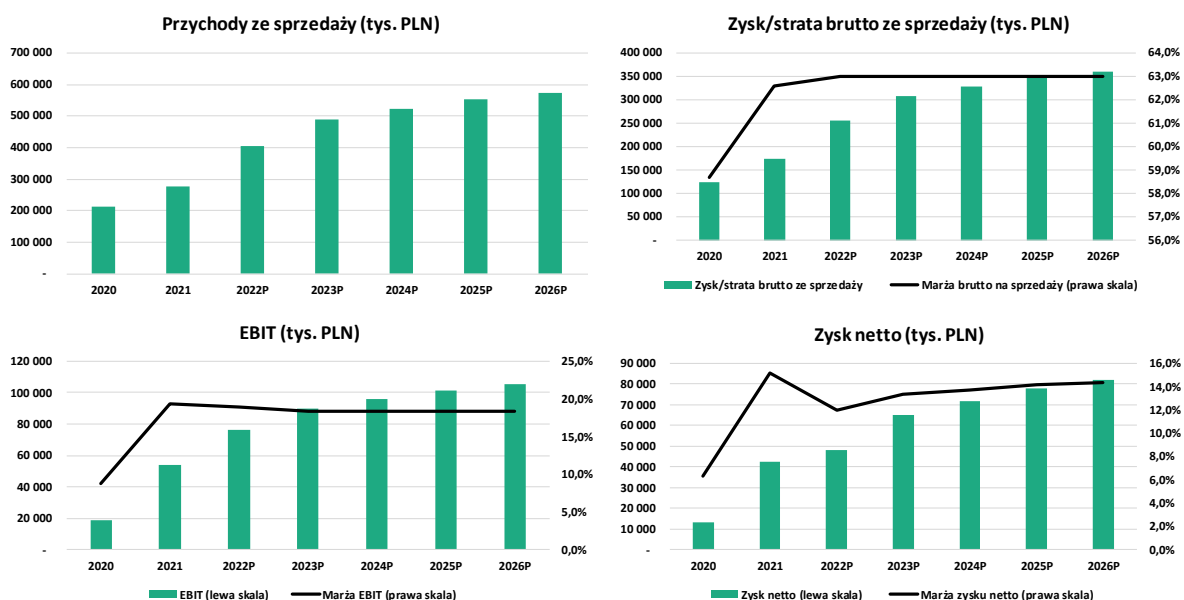
### ZAŁOŻENIA DCF:

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

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

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

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



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



## 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-Consells 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 sporządzenia 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](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

Sporządzone przez Departament Analiz:

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

**Jacek Borawski**  
Analityk Techniczny

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

**Dr Łukasz Bryl**  
Analityk  
[lukasz.bryl@dmbps.pl](mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl)  
tel.: 785 500 874

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

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

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

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

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

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

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

### Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

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

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

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

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

*Inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. Szczegółowe informacje o ryzykach związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępne są na stronie internetowej DMBPS: [www.dmbps.pl](http://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)**.*