



Dom Maklerski
Banku BPS

Grupa BPS

Wycena Wojas

wojas

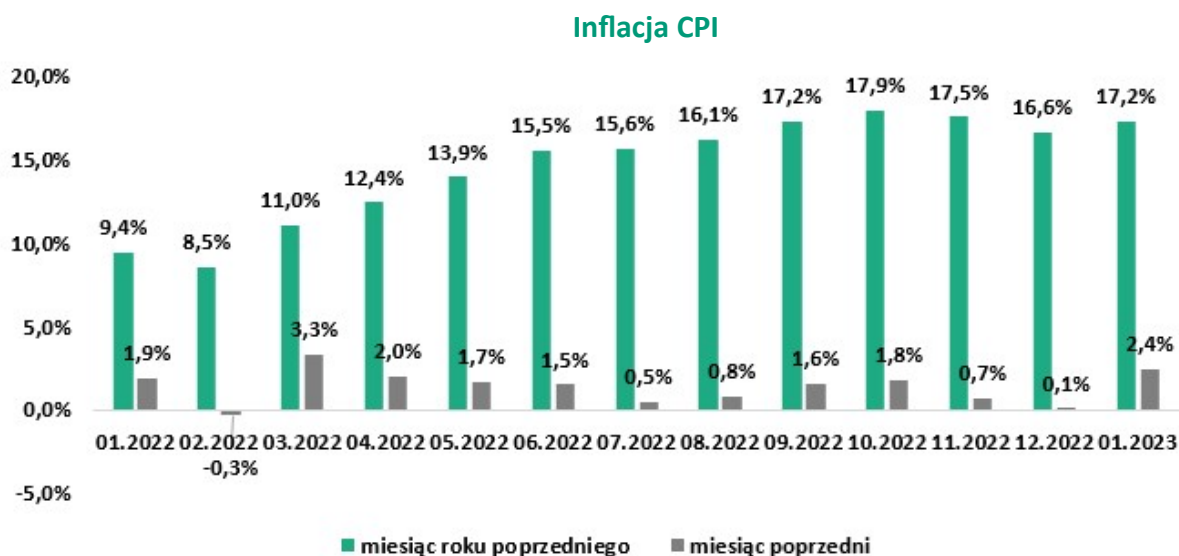
KUPUJ

13 marca 2023 8:30

Fundamenty makroekonomiczne

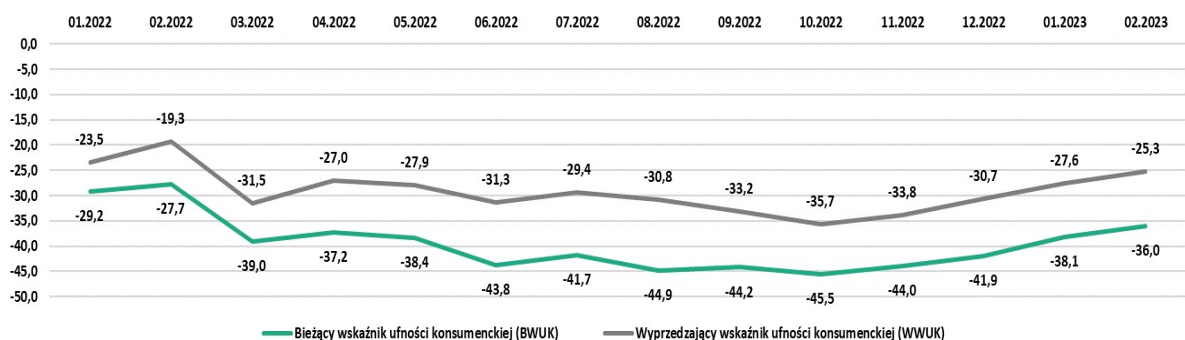
Koniunktura konsumencka

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



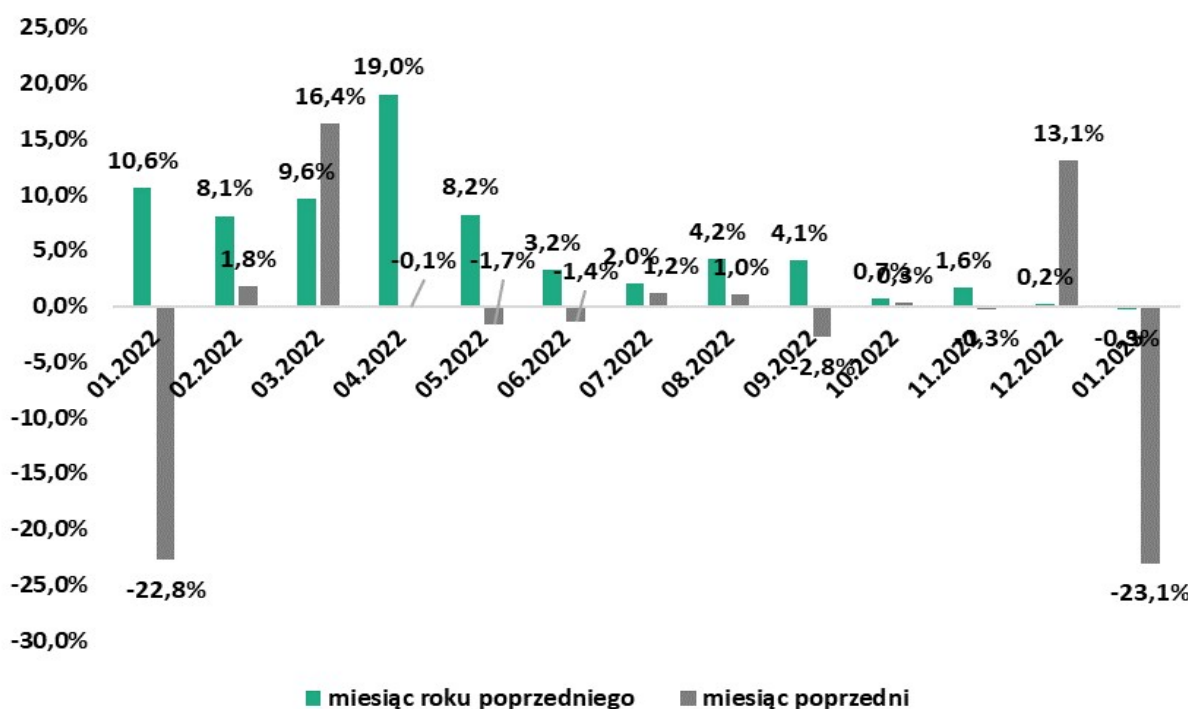
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

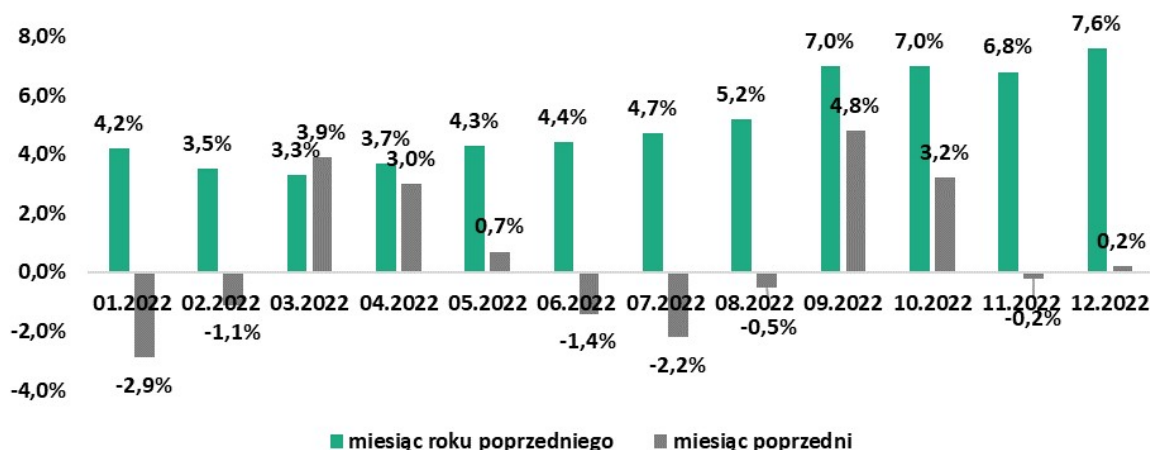
Koniunktura konsumencka

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: "tekstylia, 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



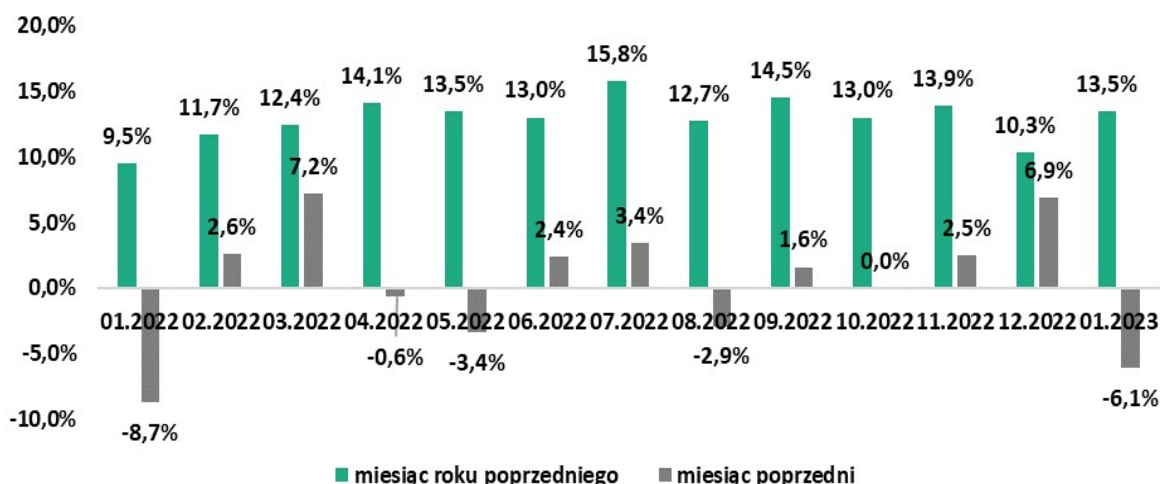
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

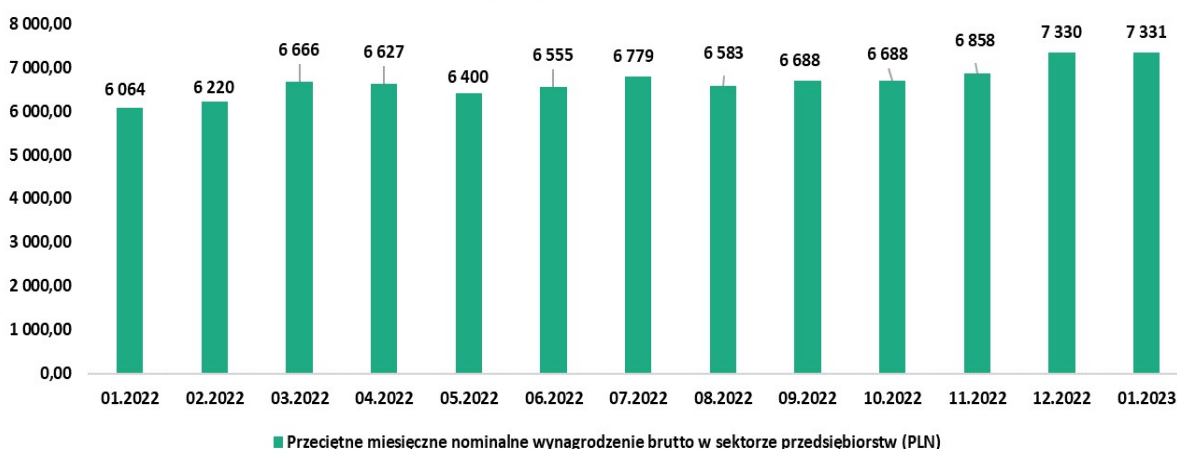
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W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



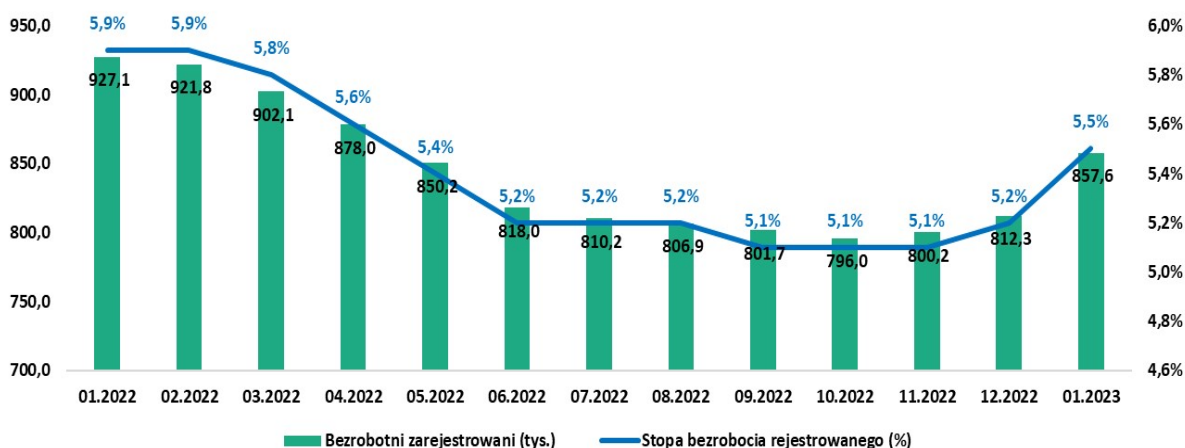
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

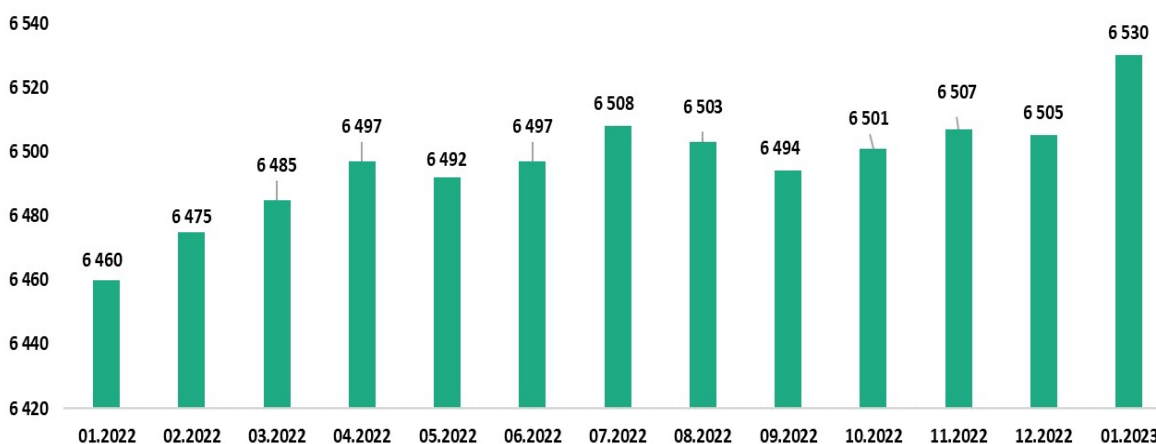
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez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

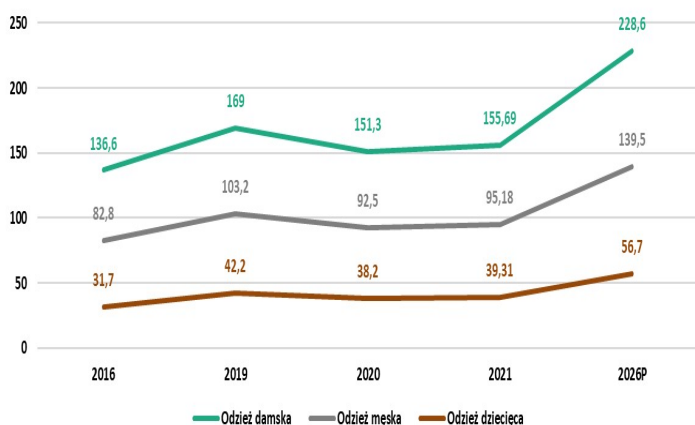
Rynek odzieży

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)

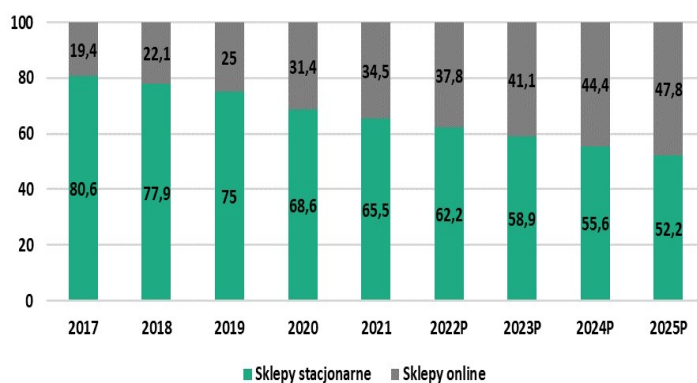
| | 2016 | 2019 | 2020 | 2021 | 2026P | CAGR (2017-19) | CAGR (2020-21) | CAGR (2022-26) |
|------------------|------|------|------|------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Odzież damska | 5,2 | 6,4 | 5,7 | 5,7 | 8,6 | 7,3% | -5,9% | 8,6% |
| Odzież męska | 3,1 | 3,9 | 3,5 | 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.

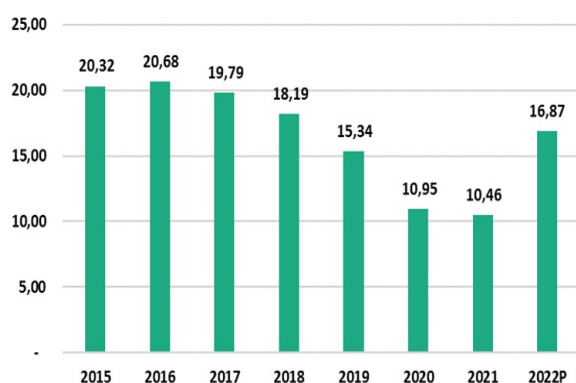
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

Branża odzieżowa

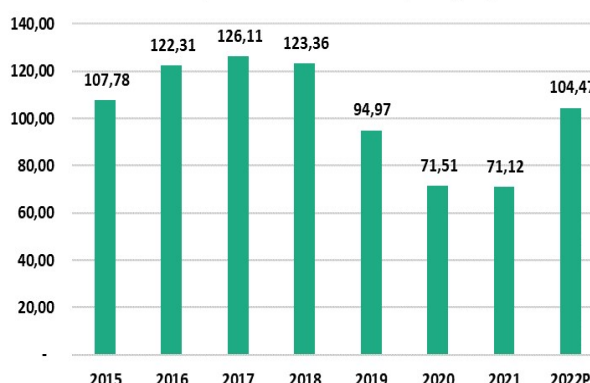
Produkcja obuwia i odzieży

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.

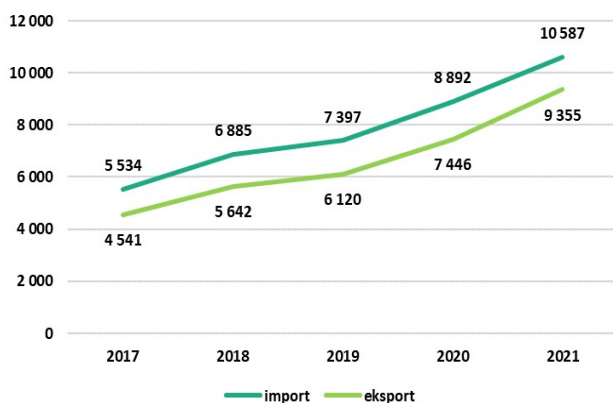
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń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

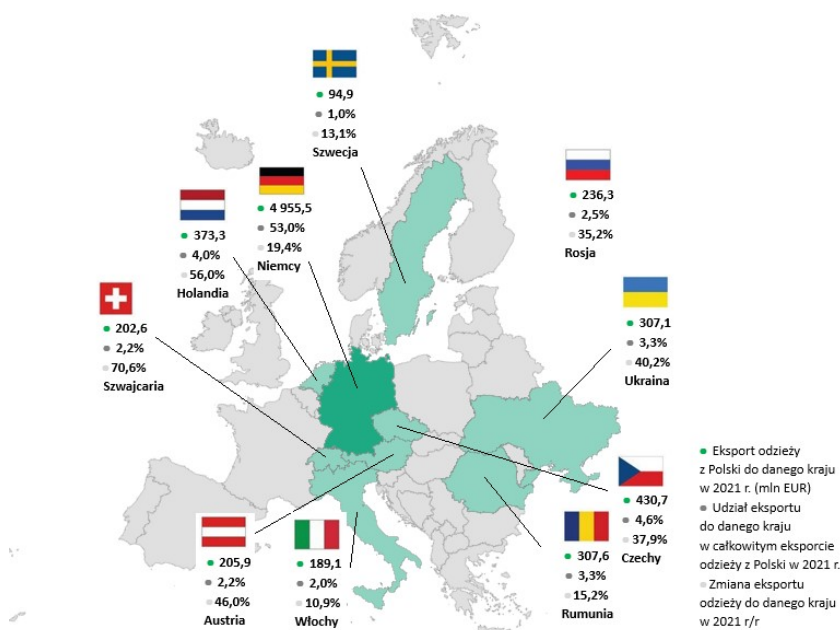


Najwięksi dostawcy odzieży

| 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.

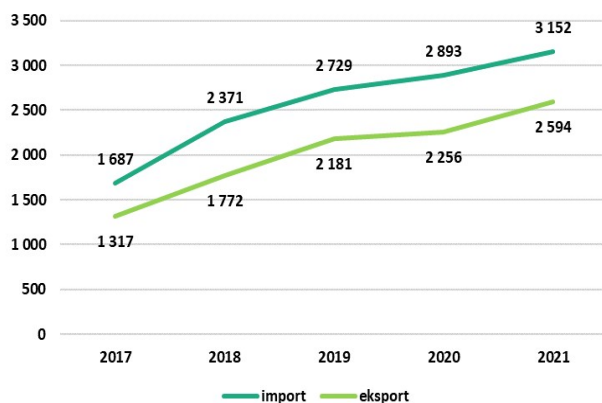
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

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)

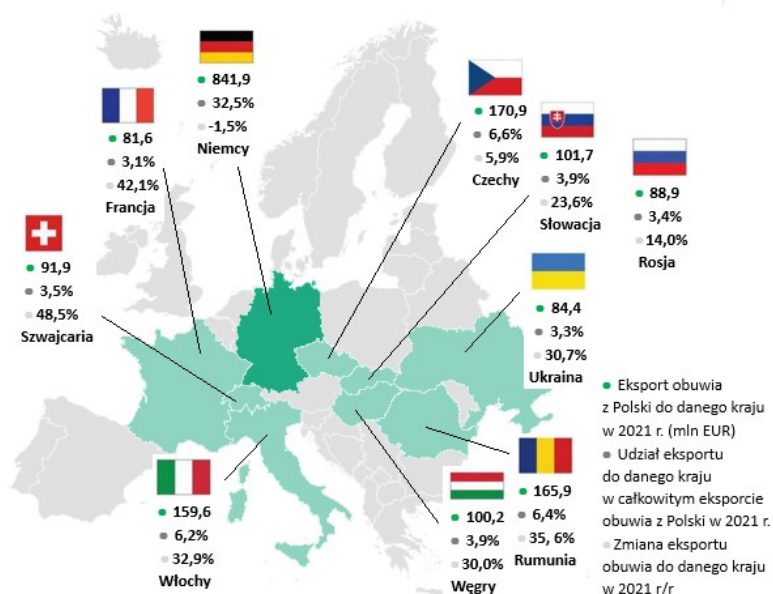


Najwięksi dostawcy obuwia

| 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%).



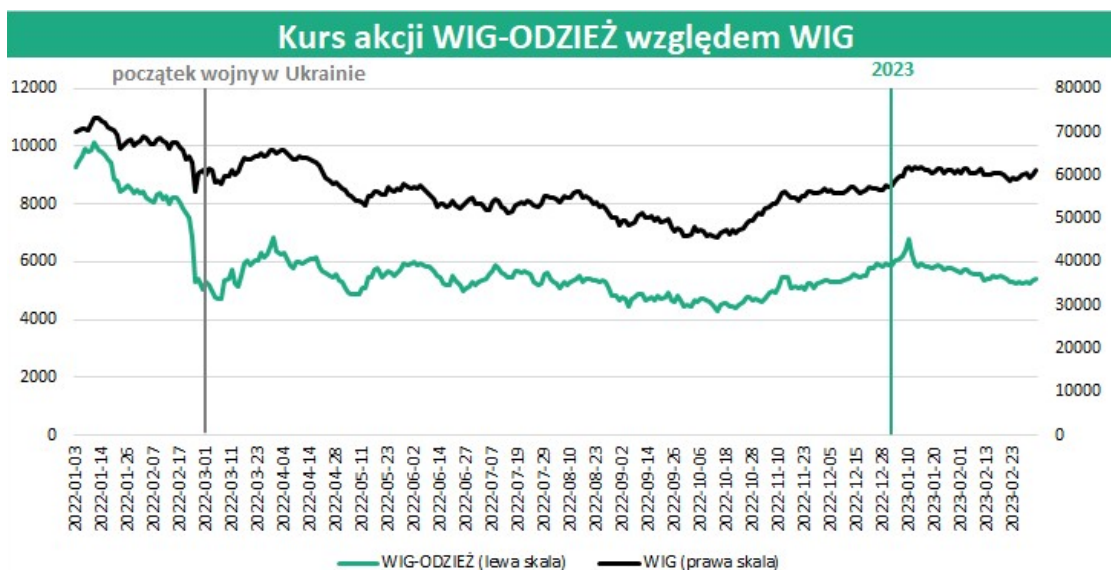
Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez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

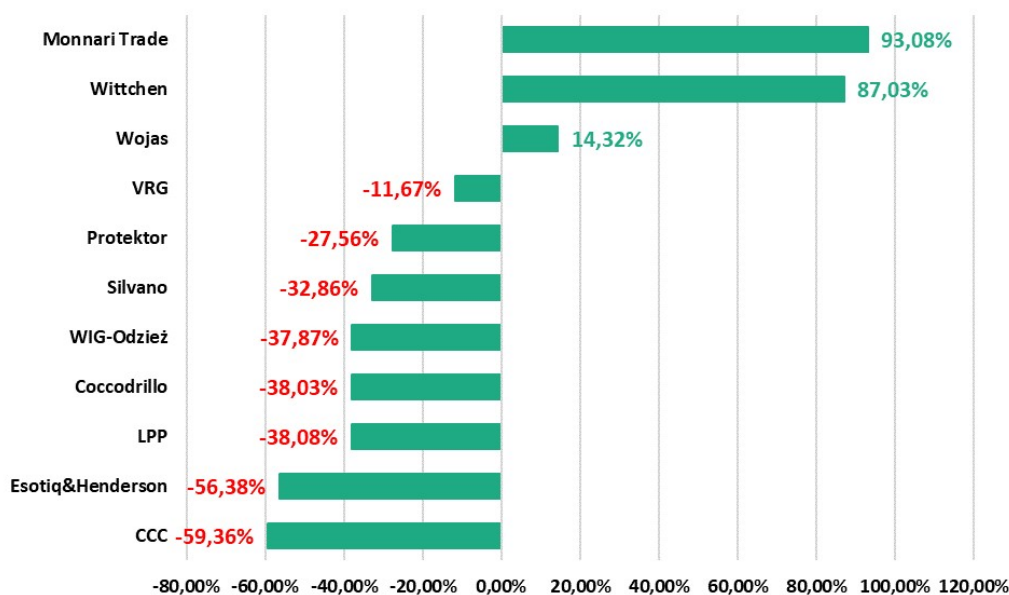
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny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

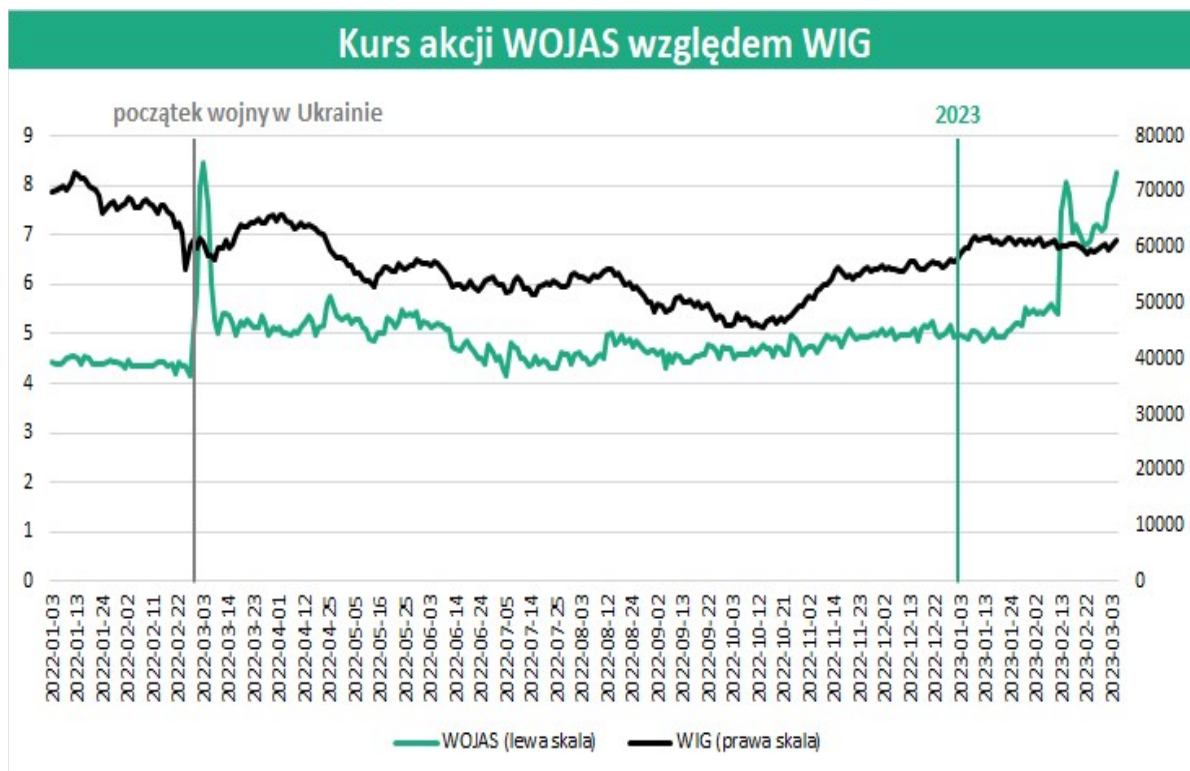
Mimo spadkowego trendu w skali całego 2022 r., część spółek wypracowała dodatnie i imponujące jak na całą branżę i rynek wzrosty.

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



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

wojas



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

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

Wojas

WOJAS

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

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

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

Dane podstawowe

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

Analitik

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

| | [%] |
|-----------------|------|
| Wiesław Wojas | 86,1 |
| Jacek Konieczny | 1,3 |

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

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

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

WYCENA

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

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

WYCENA PORÓWNAWCZA

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

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

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

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

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

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

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

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

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

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

WYCENA DCF

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

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

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

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

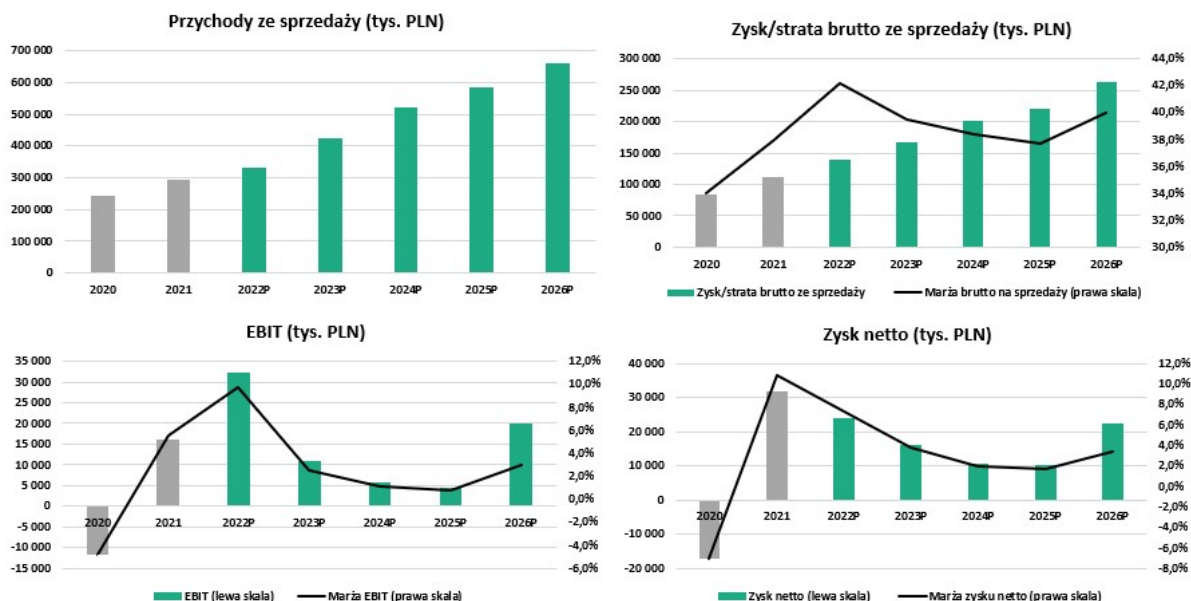
ZAŁOŻENIA DCF:

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

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

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

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



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

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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