

2021-09-07 18:07

Monnari Trade SA

Inicjujący raport analityczny

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	5,3
Wycena DCF [PLN]	5,3
Wycena porównawcza [PLN]	5,1
Cena rynkowa [PLN]	2,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	89,3%
Kapitalizacja [mln PLN]	85,0
Free float [mln PLN]	68,0%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	MON
Bloomberg	MON PW

Analitycy:

Tomasz Czarnecki

Tel.: +48 (22) 53 95 542

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki:

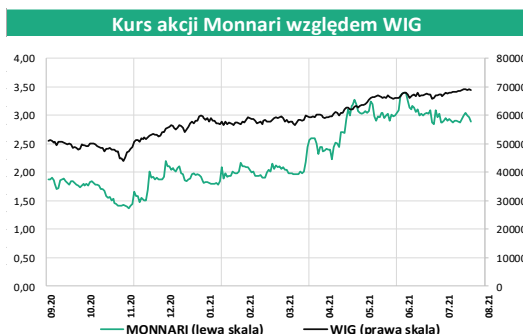
Spółka skupia się na tworzeniu własnych kompleksowych kolekcji, skierowanych głównie do kobiet powyżej 30 roku życia, w atrakcyjnym segmencie odzieży markowej. Ich produkcja jest zlecana na zewnątrz, po czym spółka prowadzi sprzedaż kolekcji poprzez sieć własnych salonów firmowych oraz sklep internetowy.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :

	[%]
Misztal Mirosław	26,2
NN OFE	5,7

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Silny popyt konsumencki	Lockdown
Konkurencyjna oferta	Zaburzenia łańcuchów dostaw
Zdywersyfikowane dostawy	Wzrost kosztów transportu
Rozwój nowych kanałów dystrybucji	Wahania kursów walut



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Otwarcie gospodarki i sprzedaż online szansą na stopniową odbudowę wyników po pandemii

Po spadku przychodów w I kwartale 2021 o 26,9% r/r i stracie netto na poziomie 6,27 mln zł, spowodowanej pandemią COVID-19 i zakazami handlu w centrach handlowych powyżej 2000 m kw., w II kwartale Monnari powoli odbudowuje swoje przychody (wzrost o 23% r/r). W ujęciu kwartalnym przychody w 2021 r. zwiększyły się o 13%. Prognozujemy, że w III i IV kwartale 2021 r. Spółka będzie kontynuować wzrostowy trend sprzedaży z uwagi **na otwarte galerie handlowe, sprzedaż online** oraz tradycyjnie **wysokie obroty w sezonie jesienno-zimowym**.

Do największych **zagrożeń** zaliczamy sytuację epidemiologiczną w kraju i towarzyszący jej ewentualny, częściowy lockdown, uniemożliwiający sprzedaż poprzez tradycyjne kanały dystrybucji, które stanowią podstawę przychodów Spółki. Z niepokojem obserwujemy także potencjalne zaburzenia w łańcuchach dostaw z krajów azjatyckich, czemu towarzyszą rosnące koszty transportu kontenerowcami.

Wśród **szans** widzimy rozwój sieci franczyzowej oraz sprzedaży online, co częściowo będzie łagodzić skutki ewentualnego lockdownu. Nie bez znaczenia jest także silny popyt ze strony konsumentów, na który Spółka odpowiada szeroką i atrakcyjną ofertą.

Monnari wyceniamy metodą dochodową (DCF) oraz porównawczą przypisując równe wagi jednej i drugiej metodzie. Cena docelowa (5,3 zł) stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (2,8 zł) na poziomie 89,3%.

	tys. PLN	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody		209 408	230 084	249 259	278 738	311 743	348 697
EBITDA		-9 098	8 893	21 320	23 690	26 343	31 169
	<i>marża EBITDA</i>	-4,3%	3,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,9%
EBIT		-28 129	-1 810	9 073	9 718	10 439	11 247
Zysk netto		-30 439	-4 637	4 774	4 981	5 220	5 493
Kapitał własny		190 951	180 609	190 157	200 120	210 560	221 546
Dług		-6 204	40 593	60 486	75 321	92 211	121 291
P/E		-2,8	-18,3	17,8	17,1	16,3	15,5
P/BV		0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA		-10,0	5,0	1,1	0,4	-0,3	-1,2
DY		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Spis treści

Model biznesowy i strategia	3
Otoczenie rynkowe	7
Prognozy, czynniki ryzyka	8
Wycena	12
Prognozy finansowe.....	15
ESG	18
Wykaz stosowanych skrótów.....	20
Informacje i zastrzeżenia prawne	20

Model biznesowy i strategia

Monnari zajmuje się sprzedażą odzieży i akcesoriów odzieżowych pod marką Monnari oraz Femestage na terenie Polski. Spółka notowana jest na Giełdzie Papierów Wartościowych od 20 grudnia 2016 r. Spółka zleca produkcję partnerom zewnętrznym, głównie z krajów azjatyckich. Sprzedaż natomiast realizowana jest poprzez następujące kanały dystrybucji:

- salony firmowe w liczbie 196 o pow. 42,2 tys. m² zlokalizowane głównie w centrach handlowych i galeriach, w tym w 8 miastach przy ulicach handlowych,
- sklep internetowy i inne platformy internetowe,
- sprzedaż zewnętrzną/ hurtową.

Największy udział wśród kanałów dystrybucji ma sprzedaż tradycyjna (poprzez salony firmowe). Sprzedaż internetowa stanowi ok. 16%, ale jej udział wykazuje tendencję rosnącą.

Marka	31.12.2019	31.12.2020	30.04.2021
Monnari	170 o pow. 37,6 tys. m ²	155 salonów o pow. 35,1 tys. m ²	153 salony o pow. 34,7 tys. m²
Monnari franczyza	2 salony o pow. 0,46 tys. m ²	5 salonów o pow. 1,1 tys. m ²	12 salonów o pow. 2,4 tys. m²
Femestage	32 salony o pow. 5,5 tys. m ²	31 salonów o pow. 5,1 tys. m ²	31 salonów o pow. 5,1 tys. m²
Łącznie	204 salony o pow. 43,6 tys. m ²	191 salonów o pow. 41,3 tys. m ²	196 salonów o pow. 42,2 tys. m²

Źródło: Spółka

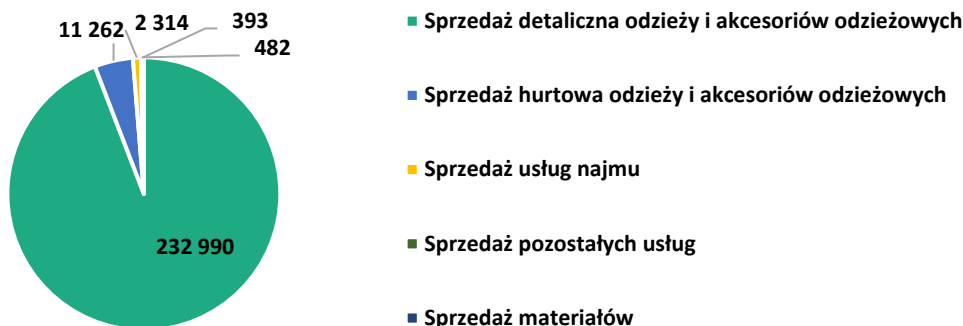
Dwie główne marki Spółki to Monnari i Femestage. Grupę docelową marki Monnari stanowią kobiety powyżej 30. roku życia, które „cenią jakość oraz klasyczną elegancję”. Stąd Spółka koncentruje się na tworzeniu własnych kompleksowych kolekcji odzieży i akcesoriów odzieżowych w segmencie ponad popularnym, charakteryzującym się wyższymi marżami oraz dużym potencjałem rozwoju w kraju. Salony dla marki Monnari mają powierzchnię od ok. 200 m² do 300 m². Z kolei, marka Femestage jest skierowana do młodszej grupy docelowej, z cenami odzieży bardziej dostępnymi dla tego segmentu rynku. Produkty pod marką Femestage sprzedawane są w salonach o powierzchni o ok. 160 m². Relatywnie nowym kanałem dystrybucji produktów Monnari jest sprzedaż poprzez sieć franczyzową, co wynika z faktu, iż franczyzobiorcy często są właścicielami bądź najemcami sklepów położonych przy ulicach handlowych w mniejszych miastach. Dzięki rozwojowi systemu franczyzowego Spółka zwiększa zasięg sprzedaży.

Struktura przychodów

Spółka wyróżnia następujące segmenty działalności:

- sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych
- sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych
- sprzedaż usług najmu
- sprzedaż pozostałych usług
- sprzedaż materiałów

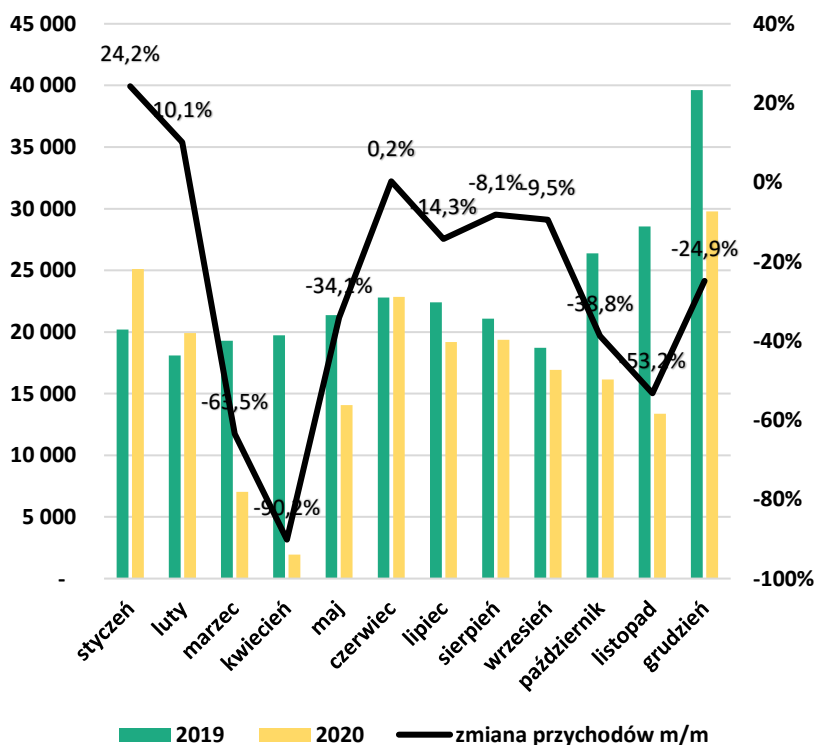
Struktura przychodów (2020, tys. zł)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Największy udział w przychodach stanowiła Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych, która w 2020 r. odpowiadała za 93,7% całkowitych przychodów. Popyt na produkty Spółki charakteryzuje się znaczną sezonowością, co wynika z uwarunkowań branży odzieżowej. Największa sprzedaż ma miejsce w sezonie wiosennym i jesiennym. Wyniki sprzedaży są istotnie kształtowane w poszczególnych miesiącach przez różnorodność kolekcji (liczba modeli i ich wersji np. kolorystycznych) oraz ceny poszczególnych asortymentów. Sezon jesienno-zimowy odznacza się większą sprzedażą odzieży wierzchniej (takiej jak płaszcze, czy kurtki), której ceny są relatywnie wyższe od okryć wiosenno-letnich. Z tego powodu przychody w sezonie jesiennozimowym są zwykle wyższe, niż w sezonie wiosenno-letnim.

Przychody w ujęciu miesięcznym



2020	zmiana odwiedzalności r/r
styczeń	32,40%
luty	8,40%
marzec	-67,10%
kwiecień	-98,20%
maj	-56,30%
czerwiec	-16,90%
lipiec	-20,10%
sierpień	-19,40%
wrzesień	-15,90%
październik	-38,30%
listopad	-63,30%
grudzień	-33,40%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Wpływ pandemii na działalność Monnari

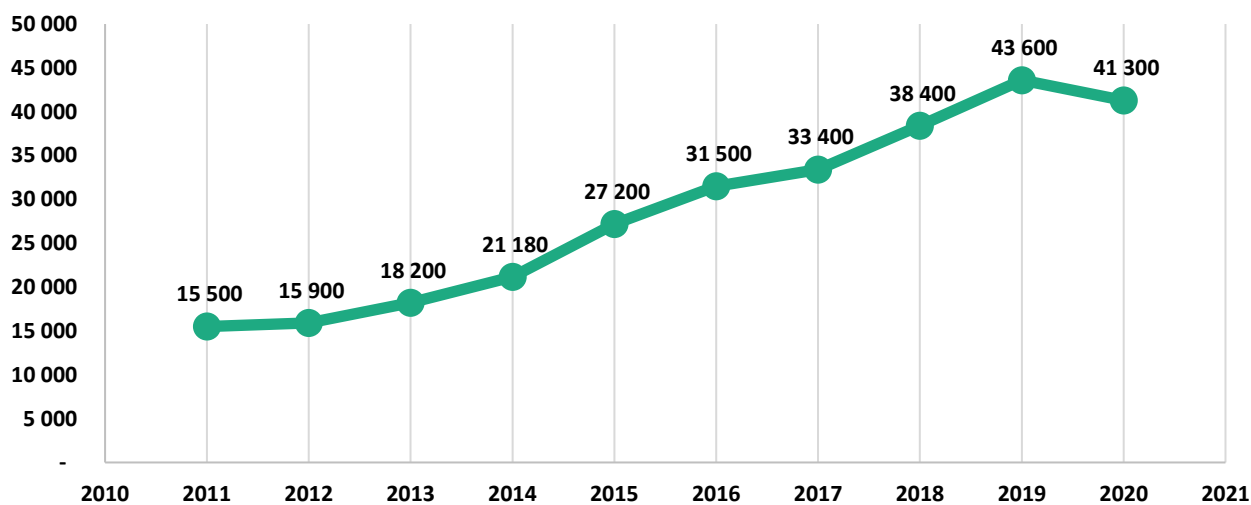
W 2020 r. na wielkość przychodów bardzo silny negatywny wpływ miała pandemia COVID-19. Związane z nią ograniczenia w funkcjonowaniu galerii handlowych spowodowały spadek odwiedzalności sklepów, co przełożyło się na zmniejszenie przychodów Spółki. Największe spadki miały miejsce w okresie: marzec-maj oraz październik-listopad, czyli podczas I i II fali pandemii. Także w I kwartale 2021 r. Spółka doświadczyła znaczącego spadku przychodów w ujęciu miesięcznym w porównaniu do roku 2019.

Przychody ze sprzedaży (tys. zł)	2021	2020	2019	Zmiana przychodów 2021/2019
styczeń	5 526	25 098	20 201	-72,6%
luty	21 908	19 915	18 805	21,1%
marzec	13 577	7 036	19 282	-29,6%
1 kwartał	41 010	52 049	57 568	-28,8%

Źródło: Spółka

Pandemia spowodowała także zmniejszenie skali działalności mierzonej powierzchnią sieci salonów w m². W latach 2011-2019 powierzchnia salonów marek Monnari i Femestage rosła w tempie 14% rocznie, natomiast w roku 2020 nastąpił spadek o 5,3%.

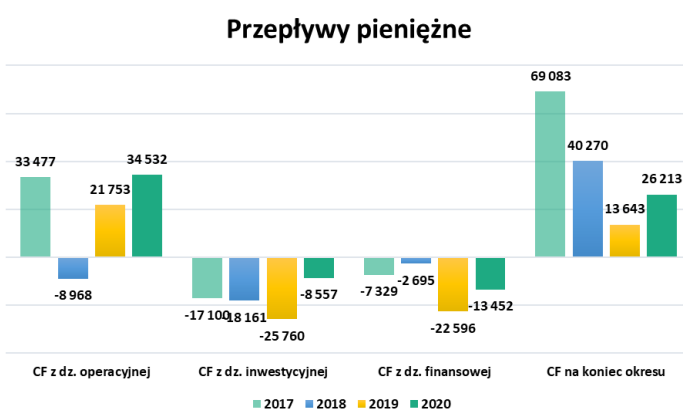
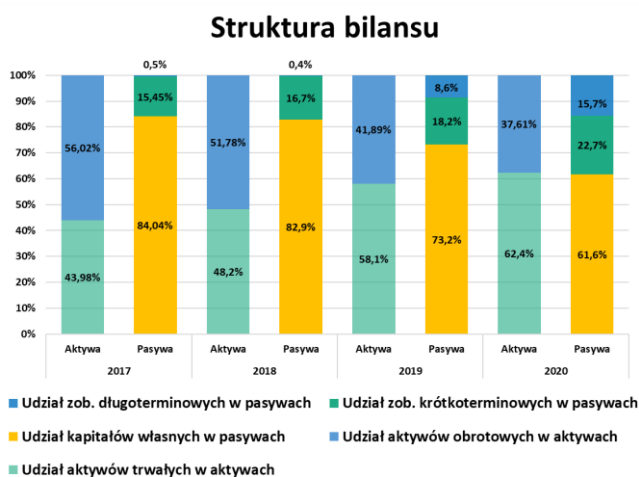
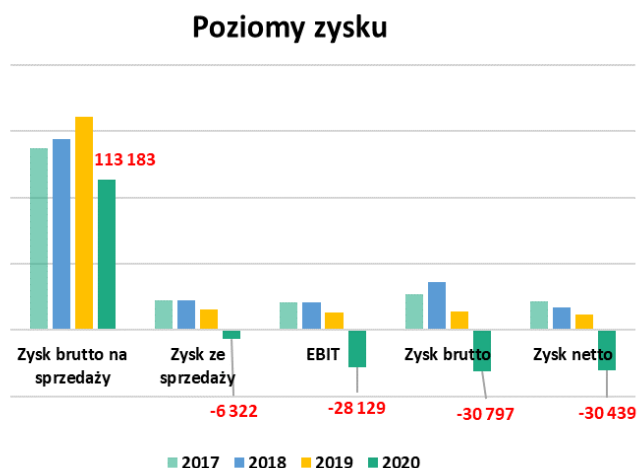
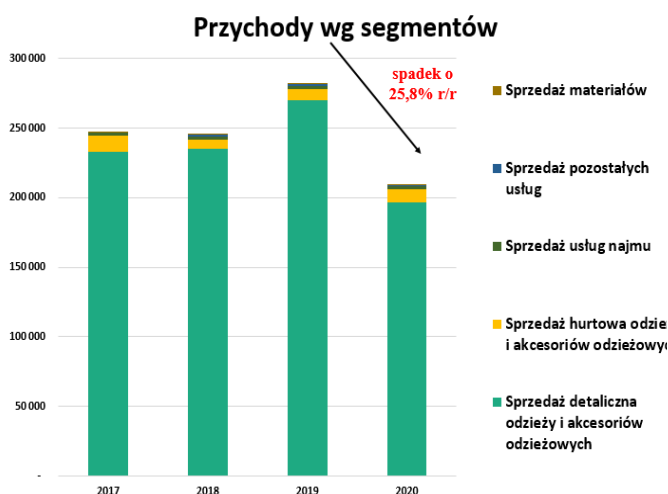
Powierzchnia sieci salonów marki Monnari oraz Femestage (m²)



Źródło: Spółka

Spadek powierzchni sprzedażowej oraz odwiedzalności istniejących sklepów wpłynął istotnie negatywnie na przychody roczne. W 2020 r. przychody zmalały o 25,8%. Monnari osiągnęło także straty na prawie wszystkich poziomach działalności. Strata ze sprzedaży wyniosła -6,3 mln zł, strata operacyjna -28,1 mln zł, strata brutto -30,8 mln zł, strata netto -30,4 mln zł.

Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Do wybuchu pandemii Monnari odnotowywało rosnące przychody oraz osiągało zysk na wszystkich poziomach działalności. W momencie wprowadzenia ograniczeń w funkcjonowaniu galerii handlowych wyniki Spółki uległy istotnemu pogorszeniu. Również I kwartał 2021 r. Spółka zakończyła stratą netto w wysokości 6,27 mln zł. Oprócz niekorzystnego wpływu na sprzedaż pandemia COVID-19 miała także istotny wpływ na pozostałe aspekty funkcjonowania Spółki. Najważniejsze z nich to:

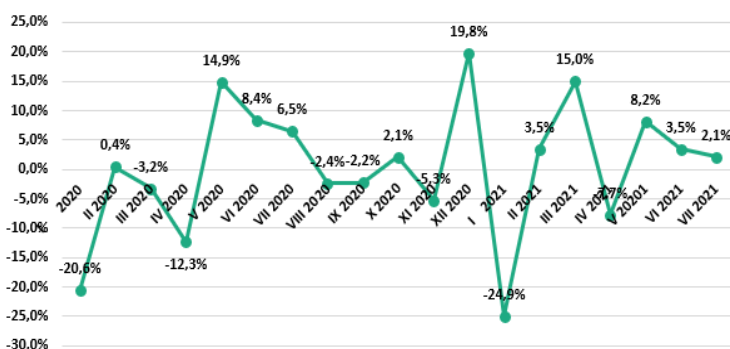
- opóźnienia w produkcji kolekcji jesień-zima w Chinach z uwagi na zamknięcie zakładów produkcyjnych
- wprowadzenie planu stabilizacji funkcjonowania Spółki, w tym m. in. obniżenie wymiaru czasu pracy pracowników do 0,8 etatu w okresie kwiecień – lipiec 2020
- redukcja kosztów wynagrodzenia pracowników Spółki, kosztów centrali, kosztów dostawców usług zewnętrznych, wypowiedziano części umów, bądź renegotjowano warunki współpracy (powiązano wysokość czynszów z generowanymi obrotami w danym salonie)
- negocjacje z wynajmującymi w zakresie dostosowania warunków najmu do okoliczności pandemii i odnotowanego spadku odwiedzalności sklepów po ich otwarciu,

- negocjacja warunków współpracy, w tym terminów płatności, ze wszystkimi kluczowymi dostawcami,
- rozszerzenie istniejącego asortymentu o nowe rodzaje dostosowane do aktualnych potrzeb klientek (m.in. więcej wygodnych domowych strojów i dodatków)
- pozyskanie wsparcie z dostępnych programów pomocy publicznych w zakresie kosztów pracy i innych (w tym z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych w wysokości ponad 2,4 mln zł na okres 3 miesięcy, umorzenie składek ZUS w wysokości około 2 mln zł oraz umarzalne pożyczki z Powiatowych Urzędów Pracy w łącznej wysokości ok. 0,7 mln zł. Dodatkowo Spółka pozyskała środki w wysokości 2 mln z FGŚP w okresie styczeń – kwiecień 2021 r.)

Otoczenie rynkowe

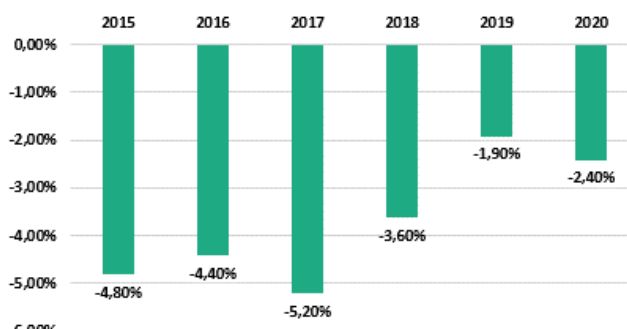
Monnari działa w konkurencyjnym otoczeniu rynkowym, na który istotny wpływ mają czynniki makroekonomiczne. W okresie trwania pandemii odnotowano silne wahania dynamiki sprzedaży detalicznej w ujęciu miesięcznym. Największe załamanie miało miejsce w kwietniu 2020 r. oraz w styczniu 2021 r., po których następowały silne odbicia typu V. W okresie maj-lipiec 2021 r. sprzedaż detaliczna rosła miesięcznie średnio o 4,6%, co wskazuje na odbudowę popytu ze strony konsumentów. Co ciekawe, zmiany w dynamice sprzedaży detalicznej nie były skorelowane z BWUK (Bieżącym Wskaźnikiem Ufności Konsumentckiej) (wsp. korelacji= -0,17). Po silnym spadku wskaźnika w kwietniu i maju 2020 r. widać stopniową poprawę jego wartości, wciąż jednak BWUK znajduje się poniżej wartości sprzed pandemii. Zauważamy także, że rynek odzieży i obuwia w Polsce do momentu wybuchu pandemii był rynkiem perspektywnym. Mimo obserwowanego negatywnego trendu związanego ze spadkiem cen odzieży i obuwia wartość rynku urosła w latach 2015-2019 o 23,1%. Wprowadzone ograniczenia w handlu spowodowały spadek wartości rynku o 9,4%.

Dynamika sprzedaży detalicznej m/m



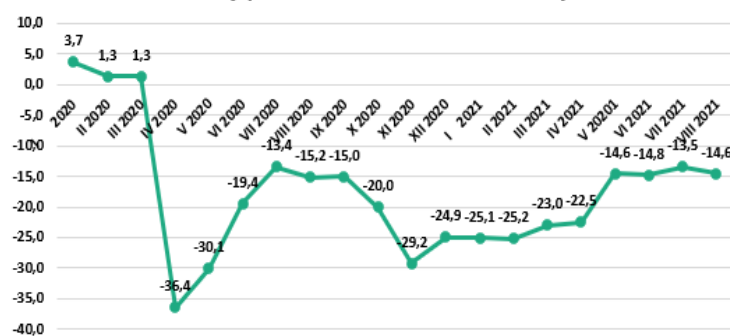
Źródło: GUS

Dynamika cen odzieży i obuwia w Polsce



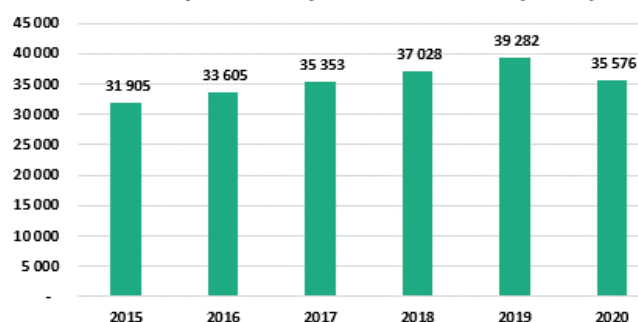
Źródło: GUS

Bieżący wskaźnik ufności konsumentckiej



Źródło: GUS

Wartość rynku odzieży i obuwia w Polsce (mln zł)



Źródło: PMR

Warszawa, 7 września 2021 r.

Prognozy, czynniki ryzyka

Sprzedaż poprzez salony sprzedaży

Na koniec kwietnia 2021 r. Monnari posiadało 196 salonów sprzedaży dla obu marek wraz ze sklepem internetowym. To oznacza wzrost o 5 w stosunku do końca 2020 r. i spadek w porównaniu do końca 2019 r. o 8 sklepów. Wartości te oznaczają, że w wyniku pandemii Spółka nie zredukowała znacząco infrastruktury sprzedażowej, a od początku 2021 r. powoli odbudowuje swój potencjał sprzedaży tradycyjnej. Z uwagi na profil działalności Spółki, w naszych prognozach na rok 2021 i początek 2022 r. bierzemy pod uwagę rozwój pandemii w kraju. Zakładamy, że zgodnie z zapowiedziami rządowymi obecny i przyszły poziom zaszczepienia społeczeństwa powinien pozwolić na uniknięcie całkowitego lockdownu, a tym samym umożliwić Spółce sprzedaż produktów kanałami tradycyjnymi. Nie wykluczamy jednak lokalnych ograniczeń w funkcjonowaniu sklepów. Zakładamy także, że liczba dni, w których galerie handlowe będą otwarte w roku 2021 będzie większa niż w roku 2020. Jednocześnie biorąc pod uwagę fakt, że Spółka nie zmniejszyła w znacznym stopniu swojej infrastruktury sprzedażowej, zakładamy gotowość do realizacji sprzedaży na poziomach zbliżonych do czasu przed pandemią. Co więcej, przewidujemy bardziej niż dotychczas wykorzystanie kanału online do realizacji przychodów. Stąd, przy braku ograniczeń rządowych w dokonywaniu zakupów, za główny motor wzrostu sprzedaży w roku 2021 uznajemy czynnik popytowy, którego fundamenty są silne, wynikają z odbicia postpandemicznego i przejawiają się w rosnących płacach, wzroście gospodarczym i stabilnym poziomie zatrudnienia. Z drugiej strony wysoka siła nabywcza konsumentów będzie do pewnego stopnia zmniejszana przez wysoką inflację, której negatywny wpływ będzie powodował odpływ wydatków na odzież w stronę bardziej podstawowych produktów. Zakładamy stopniową odbudowę przychodów Spółki w roku 2021 i 2022. Prognozujemy, że całkowite przychody powrócą do porównywalnych poziomów sprzed pandemii w roku 2023. Niemniej jednak mamy świadomość, że prognozowanie rozwoju pandemii obarczone jest wysoką niepewnością.

Ponieważ Spółka w roku 2020 otrzymała dotacje w związku z COVID-19 w wysokości 5,2 mln zł zakładamy dla roku 2021 ponowne otrzymanie wsparcia ze strony państwa. Z kolei, w roku 2020 istotną wartość w grupie pozostałych kosztów operacyjnych stanowiły odpisy aktualizujące zapasy na kwotę 15,2 mln zł, co wynikało z wystąpienia pandemii i nagromadzenia towarów. W ostatnim roku niepandemicznym (2019) odpis aktualizujący zapasy przyjmował wartość 2,4 mln zł (przy przychodach 282 mln zł). Zakładamy, że odpis w roku 2021 przyjmie wartość adekwatną do przychodów w roku 2021 zmodyfikowaną o wpływ pandemii.

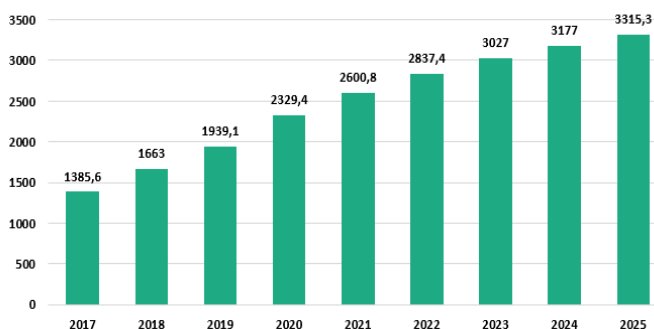
Prognozujemy także wzrost zadłużenia Spółki wynikający z potrzeby regulowania zobowiązań bieżących oraz realizacji niezbędnych nakładów inwestycyjnych, w tym w rozwój sieci franczyzowej oraz internetowych kanałów dystrybucji. Z uwagi na fakt, iż Monnari część zakupów realizuje zagranicą (głównie w krajach azjatyckich) przyjmujemy w całym okresie poziomy kursów walut odpowiednio: PLN/USD na poziomie 3,81 oraz PLN/EUR na poziomie 4,52.

Sprzedaż internetowa

Od 2011 r. towary Monnari są sprzedawane poprzez własny sklep internetowy www.eMonnari.pl. W 2020 r. sklep internetowy odpowiadał za 16% generowanych przychodów ze sprzedaży towarów (12,1% w 2019 r.) oraz wysoki poziom rentowności. Zakładamy dalsze inwestycje i rozwój internetowego

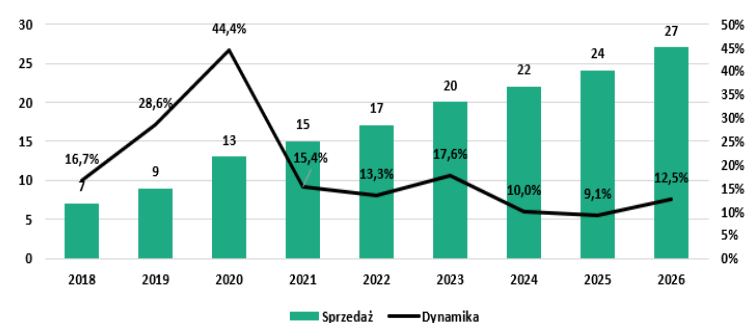
kanалу sprzedaży poprzez doskonalenie procesu i zwiększenie funkcjonalności własnego sklepu online, a także przewidujemy, zgodnie z zapowiedziami Spółki, większą sprzedaż na innych platformach internetowych. Prognozuje się, że sprzedaż detaliczna online na świecie będzie rosła średnio w tempie 11,7% w najbliższych pięciu latach, osiągając w roku 2025 wartość ponad 3,3 biliona USD. W 2019 r. 21,2% sprzedaży odzieży na świecie było generowane przez sklepy online. W 2023 r. prognozuje się wzrost tej wartości do poziomu 27,5%.

Globalna sprzedaż detaliczna online (mld USD)



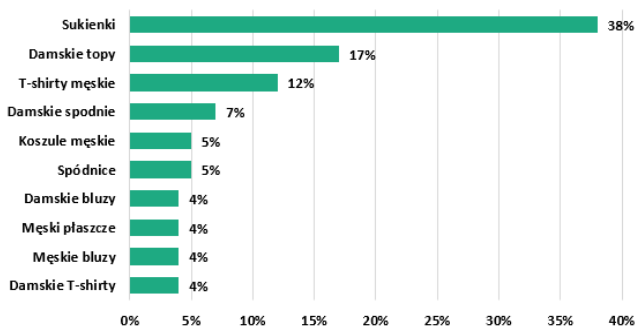
Źródło: Statista

Przychody ze sprzedaży online odzieży i obuwia w Polsce (mld zł)



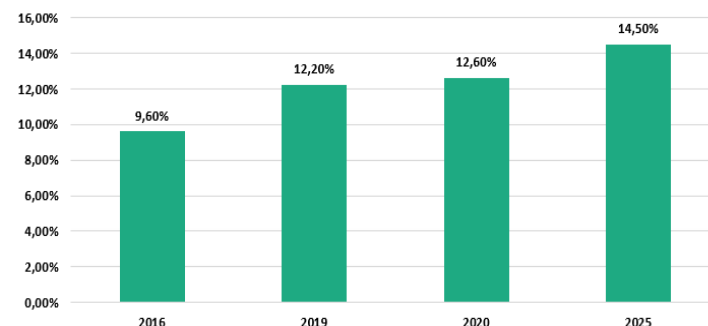
Źródło: Statista

Zainteresowanie zakupem online ze względu na kategorię produktu



Źródło: Interaktywnie.com, Domodi

Udział bielizny w zakupach odzieży i obuwia w Polsce



Źródło: PMR

W Polsce przychody ze sprzedaży odzieży i obuwia przez internet mają rosnąć średnio 13,7% w skali roku, a w 2025 r. prognozuje się wartość na poziomie ok. 27 mld PLN. Jednocześnie wśród najchętniej kupowanych produktów z kategorii odzieży na pierwszym miejscu znajdują się sukienki i damskie topy. Widzimy także, że do roku 2025 prognozowany jest wzrost udziału bielizny w zakupach odzieży i obuwia do 14,5%. Reasumując, widzimy znaczący potencjał sprzedaży produktów Monnari poprzez internetowe kanały dystrybucji.

Czynniki ryzyka

Ryzyko makroekonomiczne

Z uwagi na fakt, iż Spółka realizuje przychody w przeważającej części na terytorium Polski, istotne znaczenie mają czynniki makroekonomiczne bezpośrednio wpływające na wartość zakupów konsumentów. Spółka za szczególnie istotne identyfikuje tempo wzrostu gospodarczego, stopę bezrobocia, wzrost płac, kształtowanie się cen, siłę nabywczą konsumentów oraz nowe obciążenia fiskalne. Na Spółkę silnie negatywny wpływ miała pandemia COVID-19, która doprowadziła w Polsce w

2020 r. do recesji. Aby przynajmniej częściowo zmniejszyć negatywny wpływ i zapewnić bezpieczeństwo finansowe, Monnari podjęto działania polegające na m. in. redukcji wynagrodzeń.

Ryzyko kolejnych zakazów handlu oraz słabej odwiedzalności centrów handlowych

Monnari prowadzi sprzedaż głównie poprzez sieć salonów zlokalizowanych w centrach handlowych. Wprowadzone w 2020 r. lockdowny skutkujące zakazem handlu w centrach handlowych miały istotny negatywny wpływ na działalność Spółki. Aby przeciwdziałać zakazom handlu Monnari rozwija sprzedaż poprzez Internet, zwiększa liczbę salonów położonych przy ulicach handlowych oraz tworzy sieć franczyzową.

Ryzyko kursu walutowego

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

Ryzyko opóźnień w dostawach towarów oraz przerwania łańcucha dostaw

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

Ryzyko związane z cyberzagrożeniami

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

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

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

Ryzyko związane ze zmianami w trendach mody

Przychody Spółki uzależnione są od zmian trendów na rynku mody, co oznacza, że kluczowym czynnikiem sukcesu sprzedaży danej kolekcji jest dopasowanie asortymentu do aktualnych preferencji odbiorców. Niski poziom lub brak dopasowania do gustów klientów zwiększa zapasy produktów trudno zbywalnych. Spółka dysponuje zespołem specjalistów zajmujących się przygotowaniem kolekcji uwzględniającym obowiązujące trendy modowe, tak by minimalizować zasób trudno zbywalnych produktów. Z kolei, w celu eliminacji ryzyka nagromadzenia się towaru Spółka prowadzi sklepy outletowe (11 na koniec 31.12.2020), które zajmują się wyprzedają zapasów. Dodatkowo w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie na składowanie zapasów z niesprzedanych kolekcji oraz bieżących dostaw, Spółka zarządza trzema budynkami magazynowymi o łącznej pow. ok 10,9 tys. m², sąsiadującymi bezpośrednio z magazynem centralnym.

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

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

Ryzyko utraty wykwalifikowanego personelu

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

Wycena

Do wyceny Monnari wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla polskich i zagranicznych spółek z branży odzieżowej. Średnia wycena na dzień 7.09 oszacowana została na poziomie 5,2 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Monnari na 5,3 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 5,1 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,5	5,3
Wycena Porównawcza	0,5	5,1
Cena wynikowa na dzień 7.09		5,2
Cena docelowa na koniec 2021		5,3

Źródło: DM Banku BPS SA

Nasza wycena oznacza premię w stosunku ceny akcji z dnia 7.09.2021 na poziomie 92,9% oraz sugeruje powrót notowań Spółki do wartości z marca 2019 r.

Notowania Monnari



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Monnari odnieśliśmy do sześciu polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,5.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
LPP	-	32,9	25,9	8,4	8,7	7,3	22,5	11,7	9,9
CCC	80,8	35,9	21,3	9,7	7,1	5,5	14,8	11,2	8,7
VRG	22,7	14,2	12,2	0,9	0,9	0,8	8,7	6,2	5,9
Wittchen	9,3	9,6	8,9	1,1	1,0	1,0	6,2	5,5	4,8
Silvano	9,7	9,3	9,7	2,3	2,3	2,0	4,7	4,5	4,4
Esotiq & Henderson	8,5	8,6	8,4	1,3	1,2	1,1			
Średnia	26,2	18,4	14,4	3,9	3,5	3,0	11,4	7,8	6,7
Mediana	9,7	11,9	11,0	1,8	1,7	1,6	8,7	6,2	5,9
MONNARI	-	18,3	17,1	0,5	0,4	0,4	-27,4	3,3	1,5
Implikowana wycena (tys. PLN)	nd	56 833	54 718	322 593	329 189	316 695	56 627	111 432	118 865
Wycena 1 akcji (PLN)	5,2								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 1,99% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, następnie wzrost o 0,5 pp r/r
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,85 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Monnari i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - lipiec 2021)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,54% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25%
- Brak wypłaty dywidendy
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody	209 408	230 084	249 259	278 738	311 743	348 697	349 569
EBITDA	-9 098	8 893	21 320	23 690	26 343	31 169	11 303
EBIT	-28 129	-1 810	9 073	9 718	10 439	11 247	11 275
CIT	-1,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	0	0	7 349	7 871	8 456	9 110	9 133
Amortyzacja	19 031	10 703	12 246	13 973	15 903	19 922	19 922
CAPEX	-8 557	-2 884	-6 698	-7 491	-8 378	-17 435	-17 435
Inwestycje w kapitał obrotowy	-36 278	-9 931	4 784	-5 725	-8 580	-2 018	-2 018
FCFF	46 752	17 749	8 113	20 078	24 562	13 615	13 637
WACC		7,0%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,7%
DCFF		16 591	7 069	16 245	18 360	9 375	
Suma DCF		67 639,8					
Wartość rezydualna (TV)		181 910,4					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		116 260,4					
Udział zdyskontowanej TV w EV		63,2%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		183 900,2					
Środki pieniężne na 7.09.2021		8 185,4					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 7.09.2021		28 881,0					
Dług netto na 7.09.2021		20 695,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		163 204,6					
Liczba akcji (tys.)		30 563					
Cena 1 akcji (PLN)		5,3					
Przychody zmiana r/r		9,9%	8,3%	11,8%	11,8%	11,9%	0,2%
EBIT zmiana r/r		-93,6%	-601,3%	7,1%	7,4%	7,7%	0,2%
FCF zmiana r/r		-62,0%	-54,3%	-147,5%	22,3%	-44,6%	0,2%
Marża EBITDA		3,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,9%	3,2%
Marża EBIT		-0,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,2%	3,2%
Marża NOPLAT		0,0%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%
CAPEX/Przychody		1,3%	2,7%	2,7%	2,7%	5,0%	5,0%
CAPEX/Amortyzacja		26,9%	54,7%	53,6%	52,7%	87,5%	87,5%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%
zmiana WACC dla TV	5,80%	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6
	6,30%	6,4	6,5	6,6	6,6	6,7	6,8	6,9
	6,80%	5,9	6,0	6,1	6,1	6,2	6,3	6,4
	7,30%	5,5	5,6	5,6	5,7	5,7	5,8	5,9
	7,80%	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,4	5,5
	8,30%	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,1
	8,80%	4,6	4,6	4,6	4,7	4,7	4,8	4,8
	9,30%	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5
	9,80%	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
WIBOR6M	0,25%	0,25%	0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,25%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	3,25%	3,25%	3,75%	4,25%	4,75%	5,25%	5,25%
1-CIT (realny)	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%	78,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	2,5%	2,5%	2,9%	3,3%	3,7%	4,1%	4,1%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	2,0%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85	0,85
Zalewarowana beta	0,94	1,13	1,19	1,27	1,37	1,42	1,42
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Koszt kapitału własnego	7,2%	8,3%	8,6%	9,0%	9,6%	9,9%	9,9%
Kapitał własny (tys. PLN)	190 951	180 609	190 157	200 120	210 560	221 546	221 546
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	20 009	50 825	64 193	83 356	107 562	125 061	125 061
Razem	210 960	231 434	254 350	283 477	318 122	346 607	346 607
D/E	0,10	0,28	0,34	0,42	0,51	0,56	0,56
Udział Ke	0,91	0,78	0,75	0,71	0,66	0,64	0,64
Udział Kd	0,09	0,22	0,25	0,29	0,34	0,36	0,36
Ważony koszt kapitału własnego	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,3%
Ważony koszt kapitału obcego	0,2%	0,6%	0,7%	1,0%	1,3%	1,5%	1,5%
WACC	6,7%	7,0%	7,2%	7,3%	7,6%	7,8%	7,8%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Prognozy finansowe

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	246 274	282 201	209 408	230 084	249 259	278 738	311 743	348 697
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	234 867	270 072	196 271	206 085	232 876	260 821	292 119	327 173
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	6 531	8 136	9 429	9 900	11 188	12 530	14 034	15 718
Sprzedaż usług najmu	2 094	1 830	2 591	2 759	2 938	3 129	3 332	3 548
Sprzedaż pozostałych usług	1 780	1 596	432	432	1 596	1 596	1 596	1 596
Sprzedaż materiałów	1 002	568	685	662	662	662	662	662
Koszt własny sprzedaży	101 891	121 097	96 225	100 584	108 966	121 853	136 282	152 437
Zysk brutto na sprzedaży	144 383	161 104	113 183	129 500	140 293	156 884	175 461	196 261
Koszty sprzedaży	112 653	132 356	107 823	107 906	116 899	130 724	146 203	163 534
Koszty ogólnego zarządu	9 114	13 353	11 682	9 675	12 850	14 369	16 071	17 976
Zysk/strata ze sprzedaży	22 616	15 395	-6 322	11 919	10 544	11 791	13 187	14 750
Pozostałe przychody operacyjne	3 036	3 624	7 057	4 479	3 624	3 624	3 624	3 624
Pozostałe koszty operacyjne	4 828	5 768	28 864	18 208	5 095	5 697	6 372	7 127
Zysk/strata z działalności operacyjnej	20 824	13 251	-28 129	-1 810	9 073	9 718	10 439	11 247
Przychody finansowe	791	715	1 094	724	726	729	731	733
Koszty finansowe	421	962	3 228	3 551	3 906	4 296	4 726	5 199
Wynik na inwestycjach	15 416	1 397	- 438					
Udział w wyniku jedn. Stowarzyszonych		- 200	- 96					
Zysk/strata brutto	36 610	14 201	-30 797	-4 637	5 894	6 150	6 444	6 782
Podatek dochodowy	19 245	2 440	358	0	1 120	1 168	1 224	1 289
Podatek dochodowy (%)	52,6%	17,2%	-1,2%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk/strata netto	17 365	11 761	-30 439	-4 637	4 774	4 981	5 220	5 493
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	19 244	12 318	-30 243	-4 637	4 774	4 981	5 220	5 493
Zysk/strata netto właścicieli udziałów niekontrolujących		-557	196					

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki, P - prognozy DM Banku BPS SA

Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTYWA	262 900	307 707	314 889	323 915	339 440	371 380	409 174	441 182
Aktywa trwałe	126 765	178 817	198 374	217 498	231 554	246 875	263 593	291 776
Rzeczowe aktywa trwałe	38 076	48 138	43 555	57 142	65 384	74 601	84 909	106 362
Wartości niematerialne i prawne	876	425	324	324	324	324	324	324
Wartość firmy	5 778	5 256	5 256	5 256	5 256	5 256	5 256	5 256
Nieruchomości inwestycyjne	78 847	80 765	110 737	116 274	122 088	128 192	134 602	141 332
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania		34 786	27 871	27 871	27 871	27 871	27 871	27 871
Inwestycje w jednostki powiązane	0	1460	1361	1361	1361	1361	1361	1361
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 172	7 981	9 264	9 264	9 264	9 264	9 264	9 264
Długoterminowe aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa długoterminowe	15	6	6	6	6	6	6	6
Aktywa obrotowe	136 135	128 890	116 515	106 417	107 886	124 505	145 581	149 406
Zapasy	69 551	82 858	56 262	58 810	63 712	71 247	79 683	89 129
Należności handlowe	25 014	28 958	33 339	36 631	39 684	44 377	49 631	55 515
Aktywa finansowe	510	2 510	102	102	102	102	102	102
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	40 270	13 643	26 213	10 232	3 707	8 036	15 352	3 770
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	101	368	160	160	160	160	160	160
Pozostałe aktywa	689	553	439	482	523	584	654	731
PASYWA	262 899	307 707	309 762	323 915	339 440	371 380	409 174	441 182
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	217 949	225 191	190 951	180 609	190 157	200 120	210 560	221 546
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	-16 665	-21 892	-25 497	-31 202	-31 202	-31 202	-31 202	-31 202
Kapitał zapasowy	130 574	138 128	138 329	138 329	143 103	148 084	153 304	158 797
Pozostałe kapitały	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	67 331	72 246	41 410	36 773	41 547	46 529	51 748	57 242
Udziały niekontrolujące	-1 882	-2 265	-2 069	-2 069	-2 069	-2 069	-2 069	-2 069
Zobowiązania długoterminowe	2 811	28 657	50 693	55 366	58 174	62 198	67 281	70 956
Długoterminowe zobowiązania z tytułu instrumentów pochodzących	0	0	0					
Długoterminowe kredyty i pożyczki	0	0	6 000	10 673	13 481	17 505	22 588	26 263
Długoterminowe zobowiązania z tyt. leasingu	0	20 779	36 880	36 880	36 880	36 880	36 880	36 880
Długoterminowe zobowiązania handlowe	0	0	0					
Długoterminowe rezerwy na świadczenia pracownicze	0	0	0					
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 811	7 878	7 813	7 813	7 813	7 813	7 813	7 813
Długoterminowe rezerwy	0	0	0					
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0	0	0					
Zobowiązania krótkoterminowe	44 021	56 124	70 187	90 008	93 178	111 131	133 402	150 749
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	182	49	14 009	40 152	50 712	65 851	84 974	98 798
Zobowiązania z tytułu leasingu	0	13 977	3 832	3 832	3 832	3 832	3 832	3 832
Zobowiązania handlowe	23 677	19 491	38 039	27 976	20 204	22 593	25 268	28 264
Świadczenia pracownicze	0	0	0					
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	1 311	1 290	195	195	195	195	195	195
Rezerwy	2 286	2 609	2 969	3 310	3 691	4 116	4 589	5 117
Pozostałe zobowiązania								
Rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	16 565	18 708	11 143	14 544	14 544	14 544	14 544	14 544

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	-8 968	21 753	34 532	-3 473	6 834	14 536	15 452	18 393
Wynik finansowy	17 365	12 318	-30 439	-4 637	4 774	4 981	5 220	5 493
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	4 188	21 845	19 031	10 703	12 246	13 973	15 903	19 922
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	-1 011	24	-46	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	-162	396	1 752	1 752	1 752	1 752	1 752	1 752
Wynik na działalności inwestycyjnej	-15 277	-1 734	10 643	4 455	4 455	4 455	4 455	4 455
Podatek dochodowy zapłacony	16 778	-132	-1 980	0	-1 120	-1 168	-1 224	-1 289
Zmiany w kapitale obrotowym	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	141	322	360	341	381	424	473	528
Zmiana stanu zapasów	-25 001	-13 307	26 596	-2 548	-4 901	-7 535	-8 436	-9 446
Zmiana stanu należności	933	3 054	-2 933	-3 292	-3 053	-4 693	-5 255	-5 883
Zmiana stanu zobowiązań	-7 104	-1 534	11 507	-10 063	-7 772	2 389	2 675	2 995
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	137	146	85	-43	-40	-62	-69	-77
Przepływy inwestycyjne	-18 161	-25 760	-8 557	-6 970	-10 784	-11 576	-12 463	-21 521
Przepływy finansowe	-2 695	-22 596	-13 452	-5 538	-2 575	1 369	4 327	-8 454
Przepływy pieniężne netto	-29 824	-26 603	12 523	-15 981	-6 525	4 329	7 316	-11 582
Środki pieniężne na koniec okresu	40 270	13 643	26 213	10 232	3 707	8 036	15 352	3 770

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody (zmiana, r/r)	-0,5%	14,6%	-25,8%	9,9%	8,3%	11,8%	11,8%	11,9%
EBITDA (zmiana, r/r)	-2,9%	40,3%	-125,9%	-197,7%	139,7%	11,1%	11,2%	18,3%
EBIT (zmiana, r/r)	-1,7%	-36,4%	-312,3%	-93,6%	-601,3%	7,1%	7,4%	7,7%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-20,1%	-32,3%	-358,8%	-84,8%	-203,0%	4,3%	4,8%	5,2%
Marża brutto na sprzedaży	5,4%	11,6%	-29,7%	14,4%	8,3%	11,8%	11,8%	11,9%
Marża EBITDA	10,2%	12,4%	-4,3%	3,9%	8,6%	8,5%	8,5%	8,9%
Marża EBIT	8,5%	4,7%	-13,4%	-0,8%	3,6%	3,5%	3,3%	3,2%
Marża brutto	14,9%	5,0%	-14,7%	-2,0%	2,4%	2,2%	2,1%	1,9%
Marża netto	7,1%	4,2%	-14,5%	-2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
COGS / Przychody	-41,4%	-42,9%	-46,0%	-43,7%	-43,7%	-43,7%	-43,7%	-43,7%
SG&A / Przychody	-49,4%	-51,6%	-57,1%	-51,1%	-52,1%	-52,1%	-52,1%	-52,1%
SG&A / COGS	119,5%	120,3%	124,2%	116,9%	119,1%	119,1%	119,1%	119,1%
ROE	8,0%	5,2%	-15,9%	-2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
ROA	6,6%	3,8%	-9,7%	-1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%
Dług (tys. PLN)	182	49	20 009	50 825	64 193	83 356	107 562	125 061
D/(D+E)	0,00	0,00	0,09	0,22	0,25	0,29	0,34	0,36
D/E	0,00	0,00	0,10	0,28	0,34	0,42	0,51	0,56
EV (tys. PLN)	84 818	84 951	64 991	34 175	20 807	1 644	-22 562	-40 061
Dług / EV	0,00	0,00	0,31	1,49	3,09	50,71	-4,77	-3,12
CAPEX / Przychody	-2,39%	-2,27%	-4,16%	-1,14%	1,16%	2,40%	2,40%	2,40%
CAPEX / Amortyzacja	-152,8%	-39,8%	-13,8%	26,9%	54,7%	53,6%	52,7%	87,5%
Amortyzacja / Przychody	1,7%	7,7%	9,1%	4,7%	4,9%	5,0%	5,1%	5,7%
Zmiana KO / Przychody	9,5%	1,8%	-17,3%	-6,1%	1,9%	-2,1%	-2,8%	-0,6%

Źródło: DM Banku BPS SA

ESG

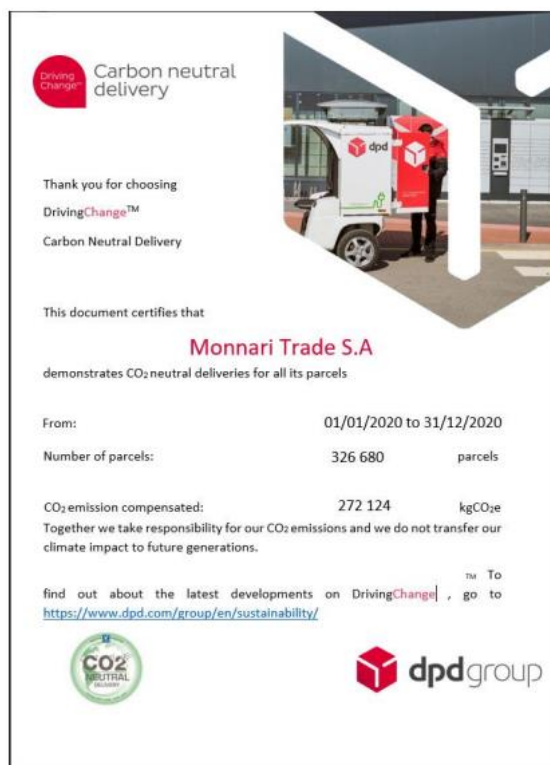
W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Monnari w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG.

Environment

Monnari mając na względzie swój wpływ na środowisko naturalne dąży do realizacji działań w zgodzie z filozofią zrównoważonego rozwoju. Narzędziami wdrożenia wizji zarządzania wpływem na środowisko są regulaminy, zarządzenia, komunikaty, informacje oraz instrukcje opracowywane w poszczególnych obszarach zarządzania ochroną środowiska. Na poziomie operacyjnym, są to takie dokumenty jak:

- raportowanie w systemie BDO (miesięczna ewidencja odpadów oraz zbiorcze sprawozdanie o rodzajach i ilości wytworzonych odpadów oraz o sposobie gospodarowania nimi);
- roczne sprawozdanie o produktach, opakowaniach i o gospodarowaniu odpadami opakowaniowymi;
- coroczne sprawozdanie do Krajowego Ośrodka Bilansowania i Zarządzania Emisjami (KOBiZE);
- rejestr klimatyzacji w Centralnym Rejestrze Urządzeń i Systemów Ochrony Przeciwpożarowej (CRO).
- opłata recyklingowa za wydanie toreb foliowych, raportowane w systemie BDO.

Najważniejszą emisją zanieczyszczeń dla transportu jest analiza CO₂, która jest monitorowana. Firma logistyczna, z którą Spółka współpracuje przykłada dużą wagę do jakości swojej floty samochodowej, dlatego w większym procencie występują samochody z wyższymi normami Euro, które emitują mniej CO₂, co jest zgodne z polityką środowiskową Monnari. Spółka otrzymała także poniższy certyfikat potwierdzający neutralność w odniesieniu do CO₂ w związku z usługami transportowymi w Polsce.



Social

Monnari czuje się ważną częścią lokalnej społeczności, dlatego stara się odpowiadać na jej potrzeby – głównie poprzez zaangażowanie w inicjatywy lokalne. Spółka podejmowała także działania nakierowane na edukację zawodową młodzieży oraz rozwój kompetencji w tematach związanych z branżą włókienniczą i modą. Ma to miejsce poprzez współpracę ze szkołami i uczelniami. W odniesieniu do specyfiki działalności Spółki, szczególną uwagę poświęca się na kultywowanie tradycji przemysłu włókienniczego oraz pomoc dla kobiet i dzieci. Ponadto, Spółka wraz z Małgorzatą Sochą zorganizowała kampanię, w ramach której cały przychód ze sprzedaży koszulek „I’m my own hero” został przekazany Wojewódzkiemu Specjalistycznemu Szpitalowi im. dr. Władysława Biegańskiego w Łodzi na najpotrzebniejszy szpitalowi sprzęt. Akcja została oficjalnie zakończona we wrześniu ub.r. Monnari przekazała szpitalowi 50 000 zł. Ponadto, w obliczu sytuacji epidemiologicznej, Spółka przekazała belki materiałów na rzecz lokalnej akcji „Łódź szyje dla medyków”, w ramach której darczyńcy przekazują materiały, z których wolontariusze szyją maseczki dla szpitali. Procesy rekrutacyjne są prowadzone według jasno określonych oraz obiektywnych reguł z zachowaniem zasady równości szans. Przy zatrudnianiu nowego pracownika pod uwagę brane są odpowiednie umiejętności i doświadczenie. Dużą wagę, zwłaszcza wśród pracowników sklepowych, Grupa przywiązuje do zdolności interpersonalnych kandydatów, a także do ich kultury osobistej. Nie podlegające ocenie są natomiast cechy takie jak: pochodzenie kandydata, narodowość, religia, rasa, płeć, niepełnosprawność, orientacja seksualna lub wiek. W 2020 r. nie złożono żadnych skarg dotyczących praktyk zatrudniania w ramach formalnych mechanizmów skargowych. Siłę różnorodności Grupy Kapitałowej MONNARI TRADE S.A. w 2020 r. nie uległa zmianie, nadal ponad 75% stanowisk managerskich zajmują kobiety (12 kobiet i 4 mężczyzn), w tym 2 osoby poniżej 30 roku życia, 6 osób od 30 do 50 roku życia i 8 powyżej 50 lat. Z kolei średni wiek zatrudnionych dla całej Spółki wynosił w 2020 r. 37 lat. W 2020 roku podobnie jak w roku ubiegłym duża grupa pracowników firmy skorzystała z urlopu macierzyńskiego a tendencja do wydłużania okresu sprawowania opieki nad dzieckiem nadal jest widoczna. Spółka jest zainteresowana powrotem do pracy młodych mam, niestety kobiet, które chcą powrócić do pracy jest coraz mniej. Obecna sytuacja na rynku, daje rodzinom poczucie większego bezpieczeństwa finansowego.

Governance

Pracownicy są najważniejszym i najbardziej wartościowym zasobem jakim dysponuje Monnari. W Spółce funkcjonuje polityka personalna zawierająca odwołanie do szczegółowych regulacji prawnych będących jej podstawą. Reguluje ona podstawowe procesy związane z zarządzaniem ludźmi, tj. rekrutacja i adaptacja, motywacja i satysfakcja, warunki, bezpieczeństwo i higiena pracy, komunikacja oraz szkolenia i rozwój. Narzędziami jej wdrożenia są regulaminy, zarządzenia, komunikaty, informacje oraz instrukcje opracowywane w poszczególnych obszarach zarządzania ludźmi, w tym: Regulamin Pracy, polityka antymobbingowa, a także polityka równości i różnorodności oraz poszanowania praw człowieka. Stosowany system wynagrodzeń zapewnia płacę adekwatną do zajmowanego stanowiska i zakresu zadań, a także indywidualnych wyników. Pracownicy mają prawo do jednakowego wynagrodzenia za jednakową pracę lub za pracę o jednakowej wartości. Każdy nowo przyjęty pracownik poświadczając zapoznanie się z treścią obowiązującego w zakładzie pracy Regulaminu Pracy, Regulaminu Wynagradzania oraz przepisami i zasadami dotyczącymi bezpieczeństwa pracy.

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 07 września 2021 roku, 18:07

Pierwsze udostępnienie opracowania: 07 września 2021 roku, 19:00

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

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

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują 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 wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	01.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	07.09.2021	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	07.09.2021	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki

<p>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p>www.dmbps.pl</p> <p>dm@dmbps.pl</p>	
<p>Departament Analiz</p>	
<p>Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542</p> <p>Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548</p> <p>Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874</p>	<p>Wojciech Białek Analityk</p> <p>Jacek Borawski Analityk techniczny</p>
<p>Departament Sprzedaży</p>	
<p>Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>