



Dom Maklerski  
Banku BPS

Grupa BPS

## Wycena VRG

VRG  
VISTULA RETAIL GROUP

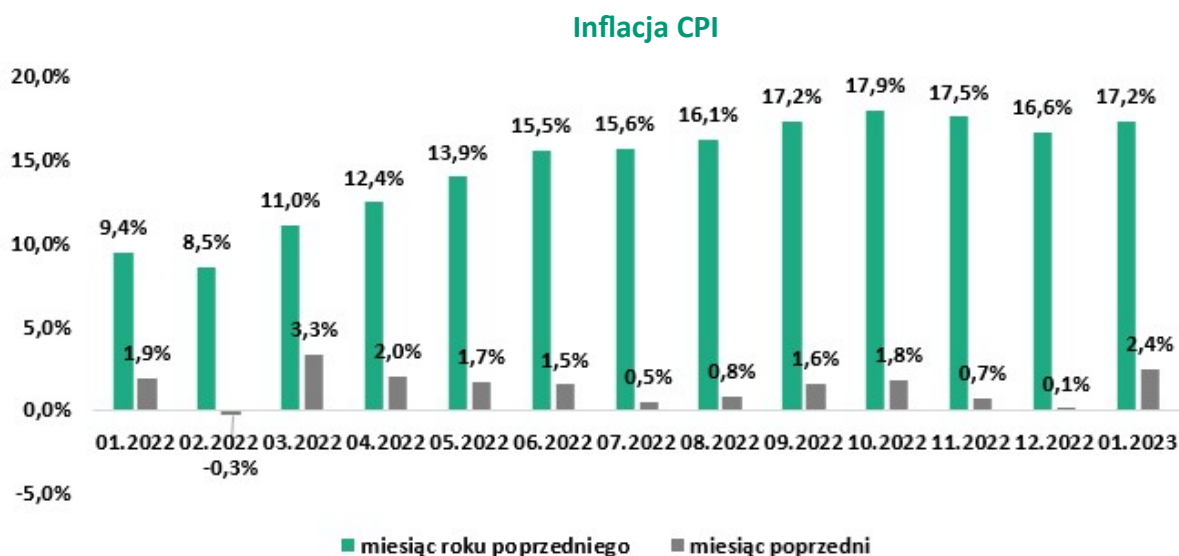
## KUPUJ

**13 marca 2023 8:30**

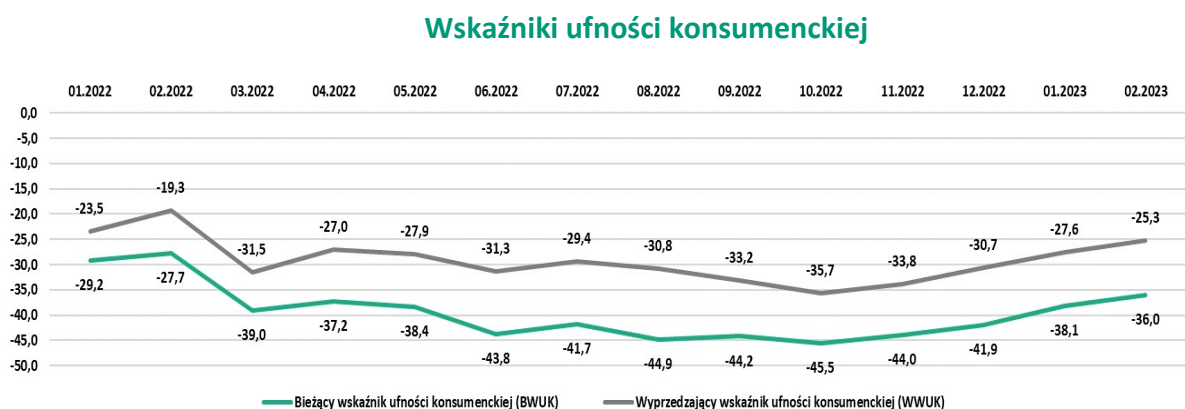
## Fundamenty makroekonomiczne

### 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.



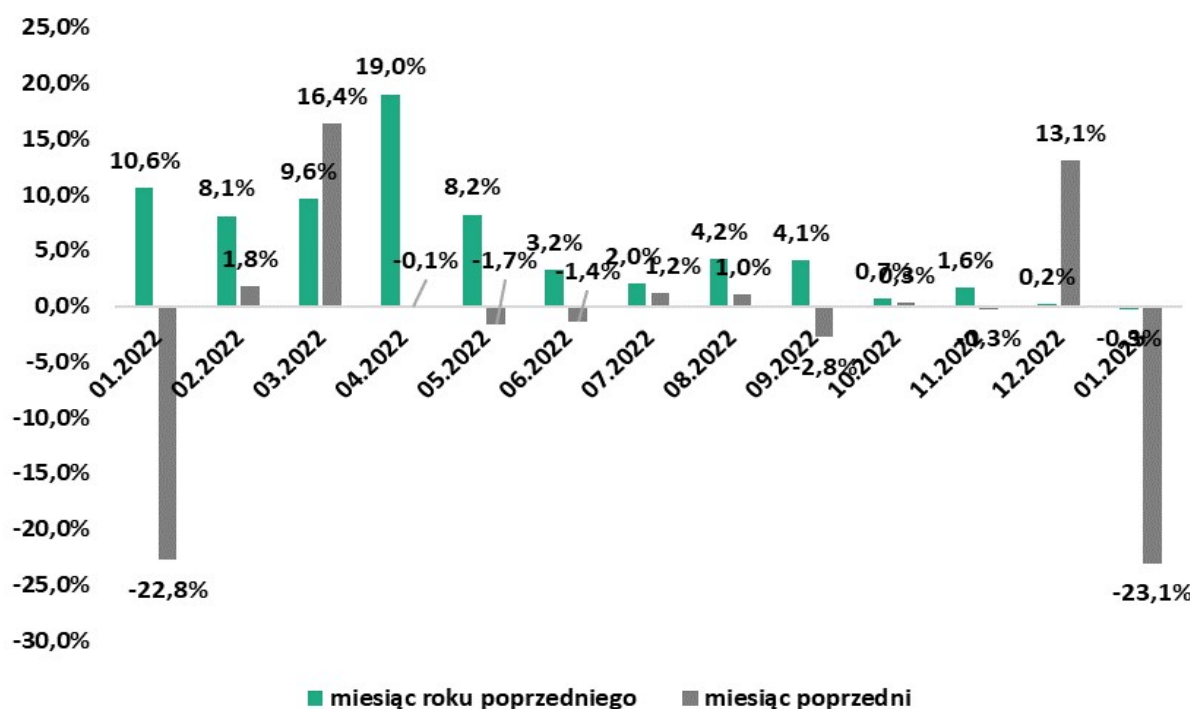
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

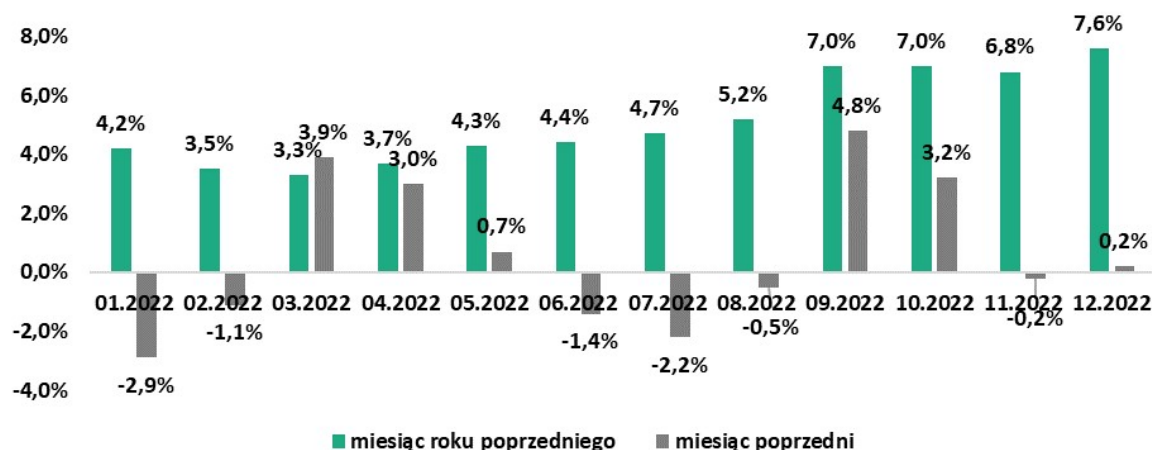
### Koniunktura konsumencka

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

### Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



### Dynamika cen odzieży i obuwia



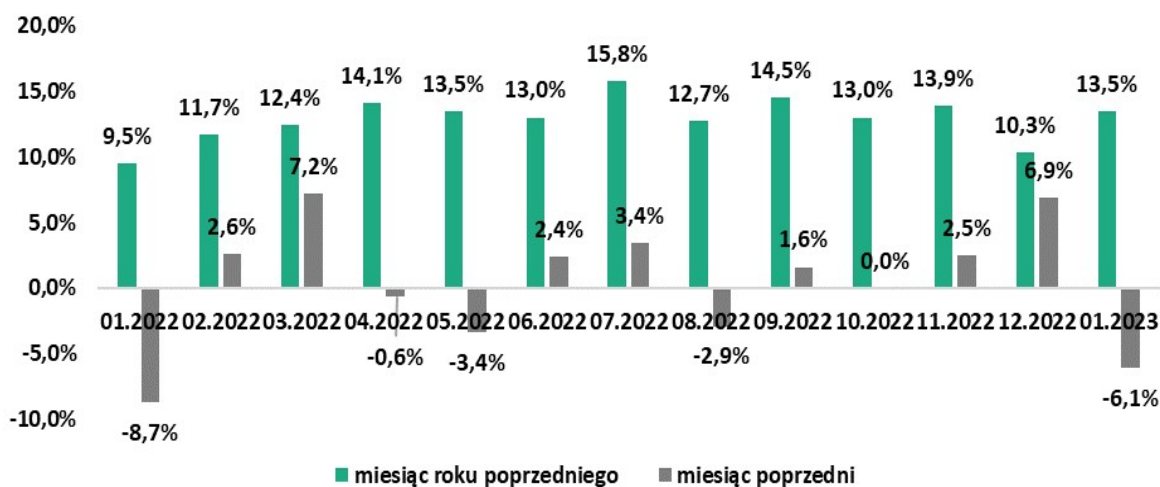
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

### Rynek pracy

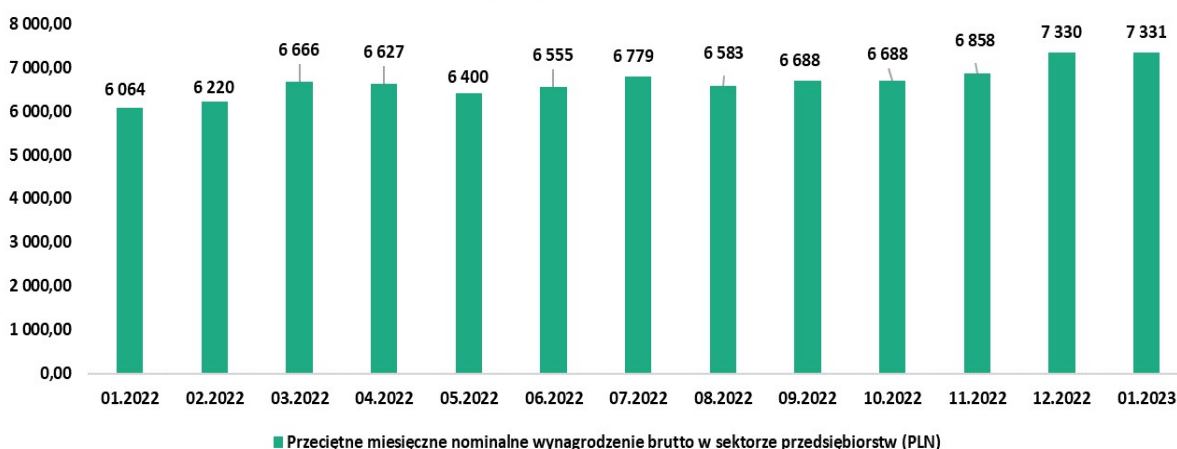
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W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

### Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



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

### Wynagrodzenia w Polsce



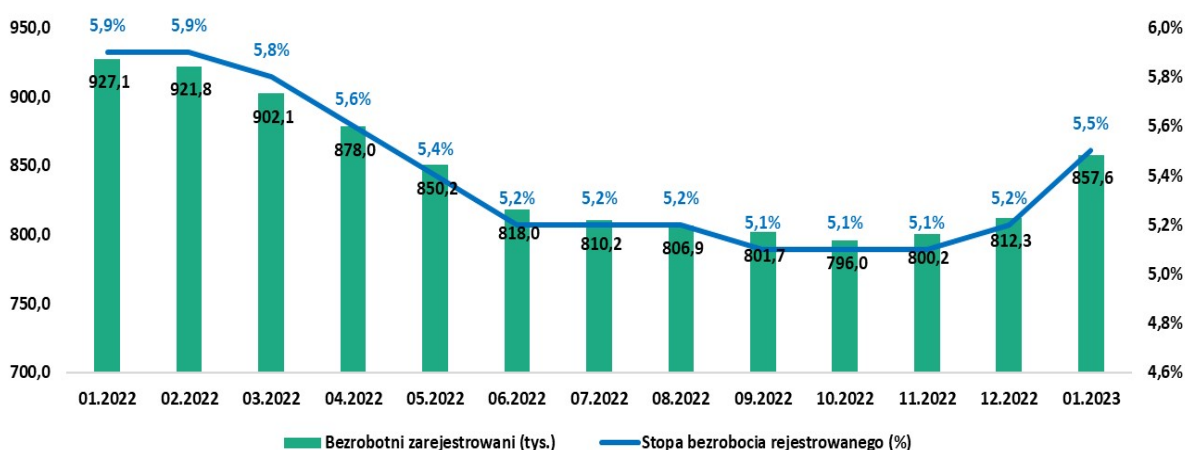
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Fundamenty makroekonomiczne

### Rynek pracy

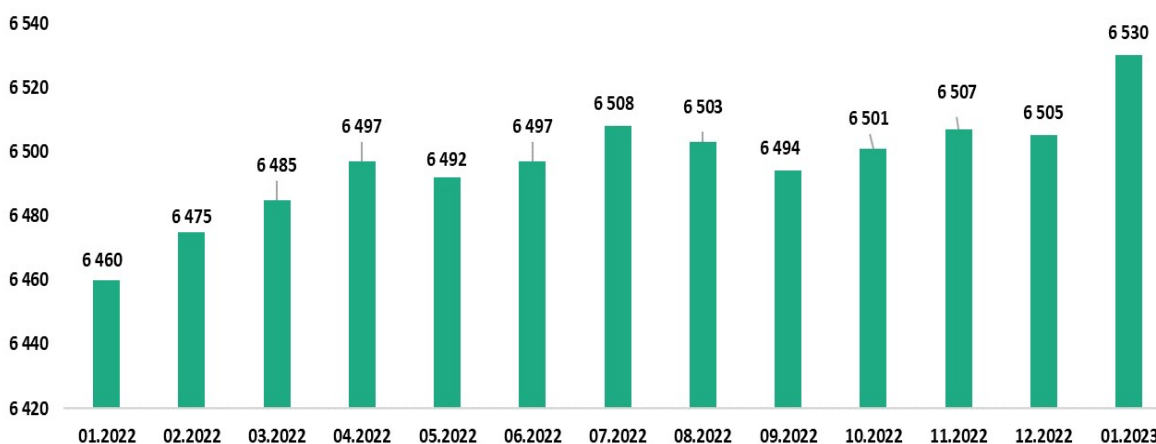
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez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

### Bezrobocie w Polsce



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

### Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (tys.)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

## Branża odzieżowa

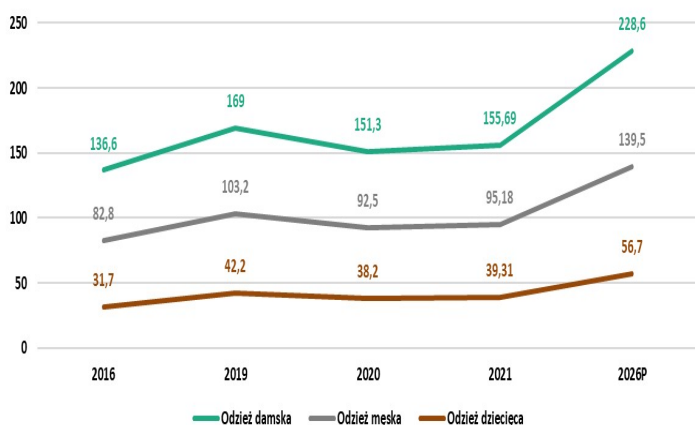
### Rynek odzieży

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

### Rynek odzieży w Polsce – wartość sprzedaży (mld EUR)

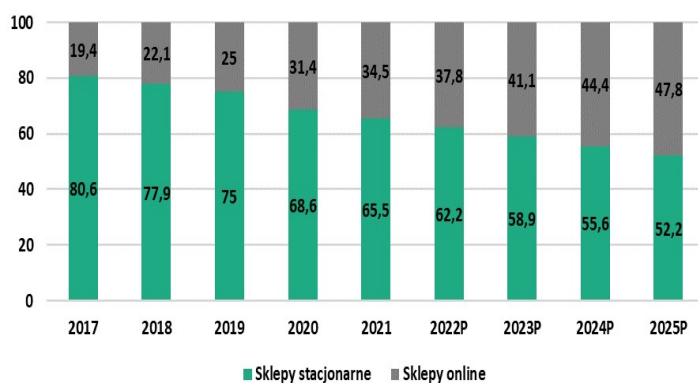
	2016	2019	2020	2021	2026P	CAGR (2017-19)	CAGR (2020-21)	CAGR (2022-26)
Odzież damska	5,2	6,4	5,7	5,7	8,6	7,3%	-5,9%	8,6%
Odzież męska	3,1	3,9	3,5	3,5	5,2	7,5%	-5,9%	8,5%
Odzież dziecięca	1,2	1,6	1,4	1,4	2,1	10,0%	-5,0%	8,0%
Suma	9,5	11,9	10,7	10,6	15,9	7,7%	-5,8%	8,5%

### Wydatki per capita na polskim rynku odzieży (EUR)



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

### Struktura sprzedaży odzieży wg kanału dystrybucji



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

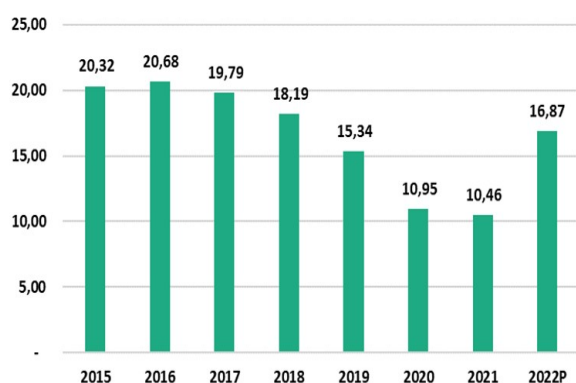
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

## Branża odzieżowa

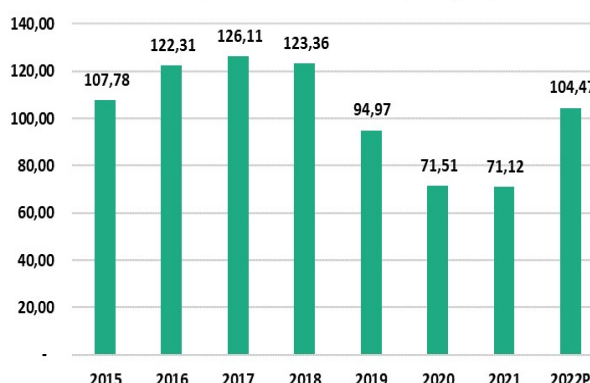
### Produkcja obuwia i odzieży

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

Produkcja odzieży w Polsce (mln sztuk)



Produkcja obuwia w Polsce (mln par)



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

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

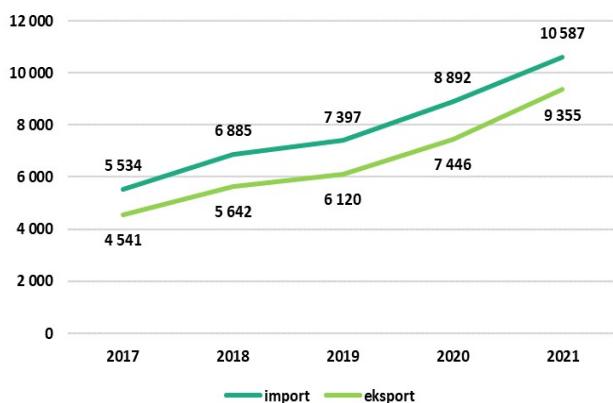
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń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

## Branża odzieżowa

### Handel zagraniczny odzieżą

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

#### Handel zagraniczny odzieżą (mln EUR)

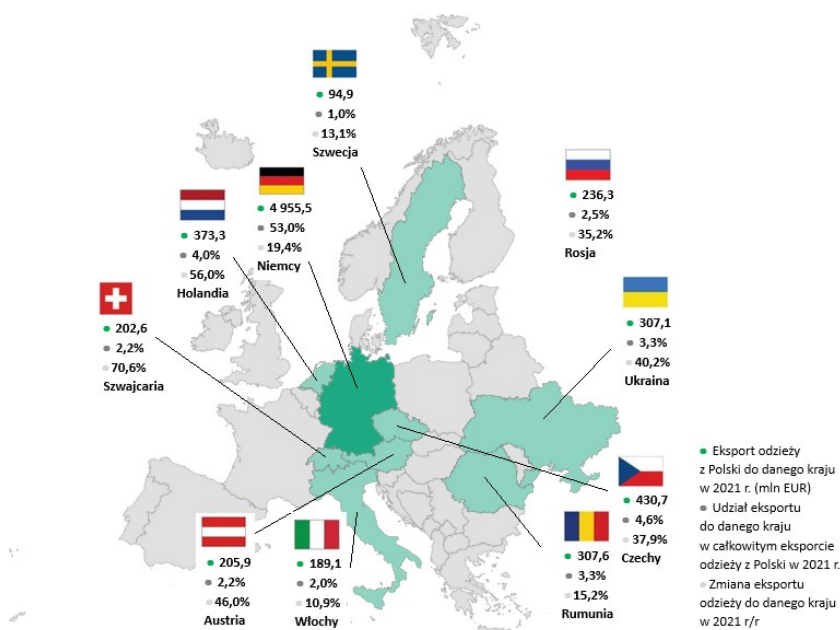


#### Najwięksi dostawcy odzieży

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

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

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



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

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

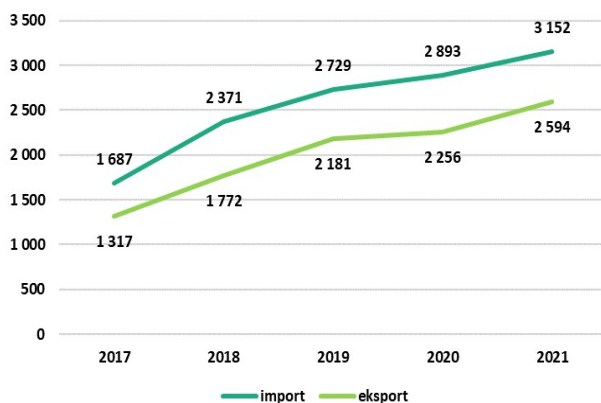


## Branża odzieżowa

### Handel zagraniczny obuwem

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 obuwem (mln EUR)

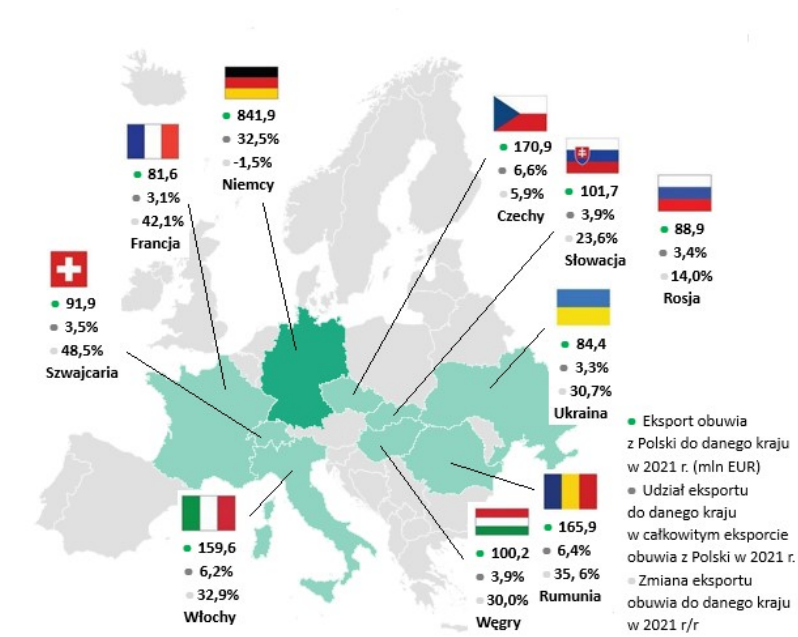


#### Najwięksi dostawcy obuwia

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%).



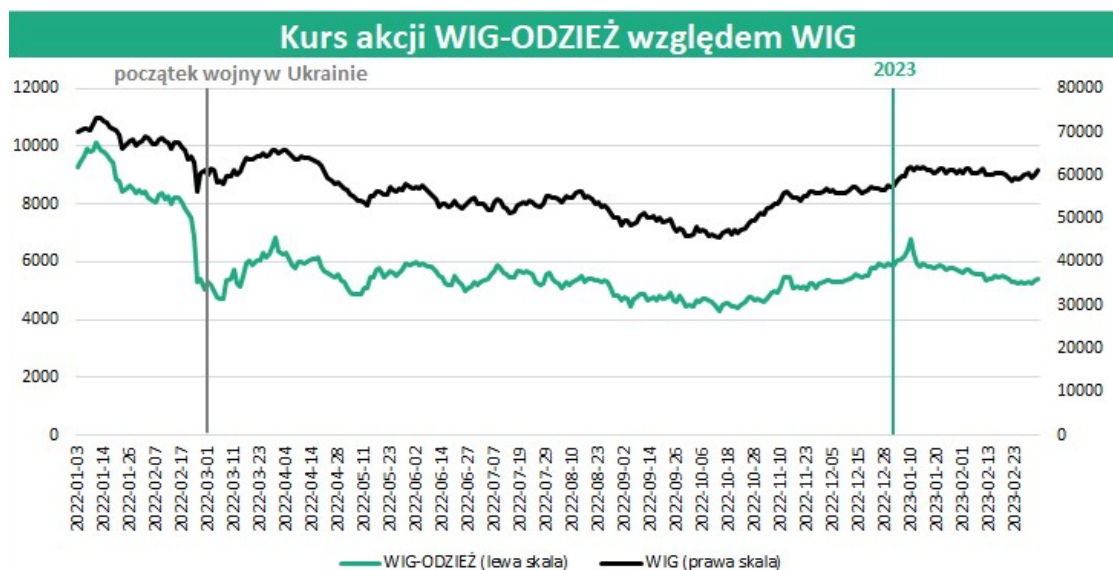
Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez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

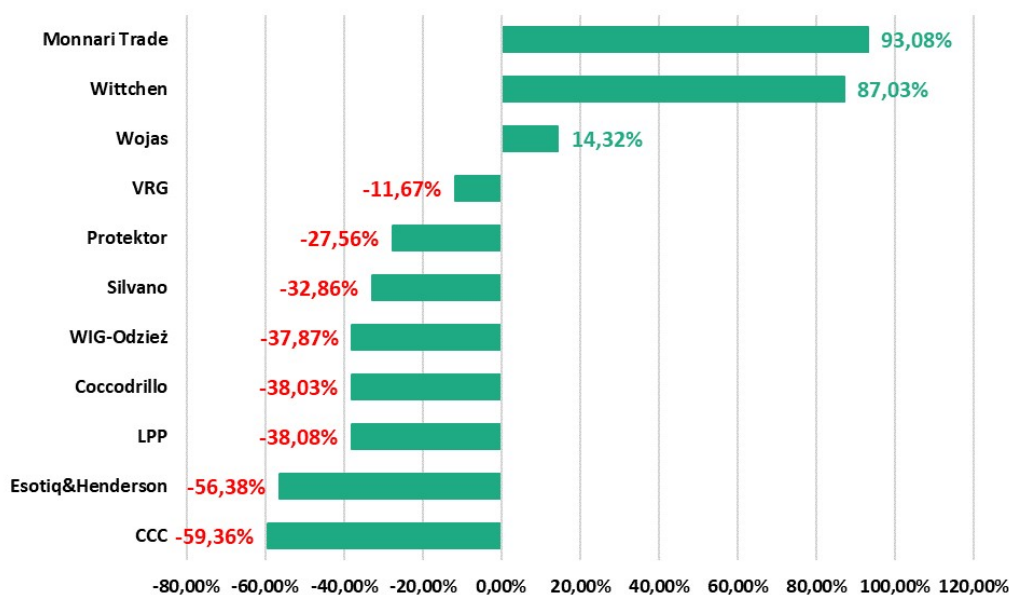
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny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

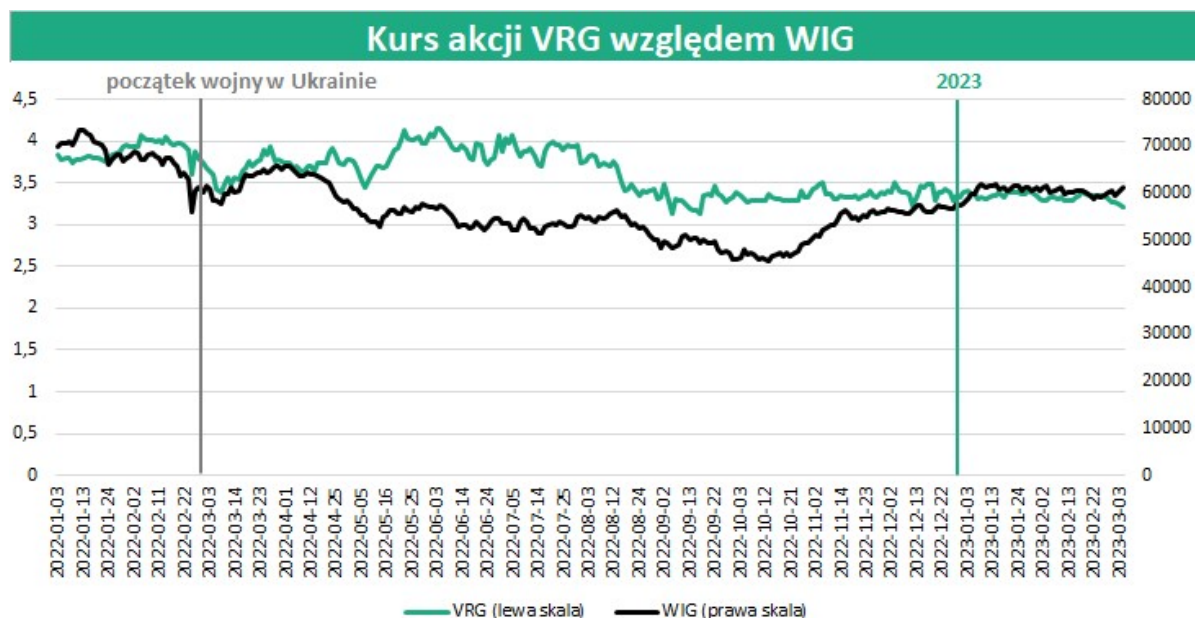
### Stopa zwrotu w 2022 r. w wybrane Spółki z WIG-ODZIEŻ



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

# VRG

VISTULA RETAIL GROUP



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Grupa VRG jest jedną z najbardziej znanych polskich firm działających w branży odzieży dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W skład Grupy wchodzi takie marki jak Vistula, Bytom, Wólczanka, Deni Cler oraz W. Kruk. Grupa wyodrębnia dwa segmenty – odzieżowy oraz jubilerski. Na koniec III kw. 2022 posiadała 537 sklepów. Grupa praktycznie całość skonsolidowanych przychodów generuje w kraju. Notowania VRG po solidnych wzrostach w 2021 roku, które wyprowadziły kurs akcji na poziom z 2019, czyli tuż sprzed pandemii, rozpoczęły 2022 rok z dość wysokiego poziomu, biorąc pod uwagę to, że motorem napędowym bardzo dobrych wyników w 2021 roku był segment jubilerski reprezentowany przez markę W. Kruk, natomiast segment odzieżowy odbudowywał się nieco wolniej. W 2022 roku notowania VRG dość silnie reagowały na wyniki oraz bieżące wydarzenia. Po spadkach wywołanych wzrostem ryzyka towarzyszącemu rosyjskiej inwazji na Ukrainę, kurs akcji mocno odbił za sprawą bardzo dobrych wyników za IV kw. 2021. Kolejne dobre wyniki osiągnięte w II i III kw. 2022 nie przełożyły się na wzrost kursu akcji. Grupa w 2022 roku wypłaciła inwestorom prawie 40 mln zł dywidendy (0,17 zł na akcję). Uważamy że wprowadzenie stałej polityki dywidendowej może pozytywnie wpłynąć na notowania. Zachowanie notowań przez ostatnie pół roku to wąska konsolidacja w przedziale 3,25-3,5 zł. Dopiero pokonanie kluczowego oporu na poziomie 3,5 zł otworzyłoby drogę w kierunku dalszych wzrostów. Stopa zwrotu w 2022 roku wyniosła minus 11,7%. Od początku 2023 r. notowania Spółki znajdują się w konsolidacji – kurs spadł o 0,9%.

# VRG



Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako bardzo dobre. Po trzech kwartałach 2022 Grupa VRG wypracowała sprzedaż w wysokości 905 mln zł, co oznacza wzrost o 25,5% r/r. Wstępne dane za IV kwartał sugerują dalszą poprawę – przychody wzrosły o 7,4% do 374,5 mln zł. Według naszych wyliczeń marża brutto na sprzedaży w całym 2022 r. była na podobnym poziomie co rok wcześniej i wyniosła 53,3 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach wyniósł do 98,6 mln zł (ponad dwukrotnie wyższy niż rok wcześniej), zaś zysk netto był wyższy o 72% i wyniósł 45,6 mln zł. Do znacznego wzrostu zysków w dużej mierze przyczynił się dalszy wzrost przychodów w segmencie jubilerskim.

Fundamenty Spółki uważamy za stabilne, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na umiarkowanie niskim poziomie 0,40. Na koniec września Grupa VRG dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 57,8 mln zł, co zapewnia płynność również na bezpiecznym poziomie (płynność bieżąca była w granicach wartości referencyjnych i wyniosła 1,81).

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

## Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	5,0
Wycena DCF [PLN]	5,3
Wycena porównawcza [PLN]	3,7
Cena rynkowa [PLN]	3,3
Pot.wzrostu/spadku [%]	52,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	755,0
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	VRG
Bloomberg	VRG PW

## Analitik

**Artur Wizner**

Tel.: (22) 53 95 548

## Profil Spółki

Grupa specjalizuje się w projektowaniu oraz dystrybucji kolekcji mody dla mężczyzn i kobiet oraz biżuterii. W skład grupy wchodzi obecnie pięć głównych marek: Vistula oraz Bytom, Deni Cler Milano, Wólczanka oraz W.KRUK.

Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

## Główni Akcjonariusze

	[%]
OFE PZU Złota Jesień	19,0
Jerzy Mazgaj	16,4
Ipopema 21 FIZ AN	15,4
OFE Nationale Nederlanden	13,97
TFI Forum SA	7,23

### Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej  
Konkurencyjna oferta

### Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji  
Presja kosztowa

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	1 069 927	1 308 256	1 418 182	1 618 838	1 853 474	2 128 482
EBITDA	201 771	232 758	243 961	273 721	301 368	343 894
marża EBITDA	18,9%	17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%
<b>EBIT</b>	97 685	151 126	131 607	157 789	181 701	220 367
Zysk netto	66 310	81 891	72 216	92 023	111 202	142 621
<b>Kapitał własny</b>	889 664	93 909	183 065	296 673	433 960	610 036
Dług netto	240 555	262 164	202 446	112 706	43 817	-33 521
P/E	11,9	9,6	10,9	8,6	7,1	5,5
P/BV	0,9	8,4	4,3	2,7	1,8	1,3
EV/EBITDA	5,1	4,5	4,1	3,3	2,8	2,2
EPS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6

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/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03 oszacowana została na poziomie 4,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 5,3zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 3,7 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,3
Wycena Porównawcza	0,25	3,7
<b>Cena wynikowa na dzień 13.03</b>		<b>4,9</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2023</b>		<b>5,0</b>

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

### ZAŁOŻENA DO WYCENY

VRG podobnie jak pozostałe spółki z segmentu ma za sobą trzy wymagające lata. Jednak dzięki posiadanemu modelowi biznesu - dwóm segmentom (odzieżowy i jubilerski) w naszej ocenie poradziła sobie lepiej od konkurentów. Przychody segmentu odzieżowego w czasie pandemii spadły nie tylko z uwagi na zamknięcie galerii handlowych, gdzie głównie są zlokalizowane salony marek należących do Grupy, lecz również na skutek pracy zdalnej i zmniejszonemu popytowi na odzież biznesową. Znacznie bardziej odporny na pandemię okazał się segment jubilerski, w którym przychody spadły jedynie o 6,3%, a w 2021 wzrosły o rekordowe 42%. Tym samym udział tego segmentu wzrósł w przychodach ogółem Grupy z 35,2% w 2019 roku do 46,8% w roku 2021. Uważamy, że segment jubilerski będzie szybciej się rozwijać a jego udział w przychodach ogółem będzie dalej rosł. Biorąc pod uwagę marżę brutto na sprzedaży, obydwa segmenty prezentują się podobnie, z tą różnicą, że segment jubilerski ma zdecydowanie wyższą sprzedaż na m<sup>2</sup>, co przy rosnących kosztach czynszów, energii oraz wynagrodzeń może mieć istotne znaczenie w najbliższych latach. Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu były trzymane w ryzach w ostatnich latach i rosły w niższej dynamice w stosunku do przychodów. Prognozujemy średnią dynamikę zysku netto na poziomie 16,2% w najbliższych latach. Głównym czynnikiem ryzyka jaki widzimy są niskie nakłady inwestycyjne w rozwój zarówno sprzedaży on-line jak również sklepów. VRG zakłada, że powierzchnia sklepów w 2023 roku wzrośnie o 4% r/r.

### 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, 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
Wittchen	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
Monnari Trade	9,6	9,6	9,6	-	-	-	3,5	3,3	3,3
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
Średnia	10,5	10,0	8,9	3,2	2,7	2,3	5,3	4,7	4,2
Mediana	9,6	9,6	9,6	3,2	2,7	2,3	3,9	3,9	3,8
VRG	9,6	10,9	8,6	1,0	1,0	0,8	5,9	3,8	3,6
Implikowana wycena (tys. PLN)	695 441	886 177	1 070 880	592 482	809 626	992 559	757 003	943 773	1 115 066
Wycena 1 akcji (PLN)	3,73								

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

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>853 714</b>	<b>1 069 927</b>	<b>1 308 256</b>	<b>1 418 182</b>	<b>1 618 838</b>	<b>1 853 474</b>	<b>2 128 482</b>
Segment odzieżowy	501 378	569 602	678 721	709 649	765 536	825 825	890 862
Segment jubilerski	352 336	500 325	629 535	708 533	853 301	1 027 649	1 237 621
Koszty własny sprzedaży	-436 370	-501 739	-610 874	-683 160	-779 423	-891 943	-1 023 773
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>417 344</b>	<b>568 188</b>	<b>697 382</b>	<b>735 022</b>	<b>839 415</b>	<b>961 531</b>	<b>1 104 709</b>
Koszty sprzedaży	-339 794	-382 631	-455 498	-503 879	-575 131	-658 444	-756 086
Koszty zarządu	-77 046	-81 802	-89 920	-97 874	-105 224	-120 476	-127 709
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>504</b>	<b>103 755</b>	<b>151 964</b>	<b>133 269</b>	<b>159 059</b>	<b>182 612</b>	<b>220 914</b>
Pozostałe przychody operacyjne	14 782	13 832	9 087	8 202	8 535	8 882	9 242
Pozostałe koszty operacyjne	-27 209	-19 902	-9 926	-9 864	-9 806	-9 792	-9 790
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>- 11 923</b>	<b>97 685</b>	<b>151 126</b>	<b>131 607</b>	<b>157 789</b>	<b>181 701</b>	<b>220 367</b>
Przychody finansowe	2 060	46	1 672	1 826	1 842	1 842	1 841
Koszty finansowe	-38 211	-13 985	-49 976	-44 277	-46 023	-46 256	-46 132
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>- 48 074</b>	<b>83 746</b>	<b>102 821</b>	<b>89 156</b>	<b>113 608</b>	<b>137 287</b>	<b>176 076</b>
Podatek dochodowy	-96	-17 436	-20 931	-16 940	-21 586	-26 085	-33 454
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>- 48 170</b>	<b>66 310</b>	<b>81 891</b>	<b>72 216</b>	<b>92 023</b>	<b>111 202</b>	<b>142 621</b>

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

Bilans (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 457 995</b>	<b>1 494 392</b>	<b>1 628 690</b>	<b>1 688 476</b>	<b>1 945 678</b>	<b>2 031 542</b>	<b>2 147 921</b>
Aktywa trwałe	889 789	867 808	861 369	878 719	896 898	915 953	935 928
Rzeczowe aktywa trwałe	373 316	340 090	332 343	348 585	365 620	383 489	402 230
Wartości niematerialne i prawne	498 990	500 459	500 876	500 876	500 876	500 876	500 876
Inwestycje długoterminowe	905	905	901	901	901	901	901
Pozostałe aktywa długoterminowe	16 283	26 115	26 976	28 071	29 211	30 397	31 632
Aktywa obrotowe	568 206	626 584	767 321	809 757	1 048 780	1 115 589	1 211 993
Zapasy	505 584	499 173	581 555	669 863	764 722	875 654	1 005 683
Należności krótkoterminowe	13 332	12 839	21 294	24 250	27 699	31 735	36 467
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	48 839	114 572	85 615	42 437	184 081	136 074	97 740
Pozostałe aktywa	451	-	-	-	-	-	-
<b>PASYWA</b>	<b>1 457 995</b>	<b>1 494 392</b>	<b>1 628 690</b>	<b>1 688 476</b>	<b>1 945 678</b>	<b>2 031 542</b>	<b>2 147 921</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	815 116	889 664	93 909	183 065	296 673	433 960	610 036
Kapitał podstawowy	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122	49 122
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	-	44 787	133 943	247 551	384 838	560 914
Udziały niekontrolujące	-	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	307 227	272 165	1 189 600	1 156 157	1 243 757	1 194 940	1 130 447
Długoterminowe kredyty i pożyczki	47 196	33 658	23 999	37 655	58 511	51 167	45 659
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	258 354	236 957	203 596	125 196	151 796	73 396	5 004
Długoterminowe zobowiązania handlowe	438	429	-	-	-	-	-
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1 239	1 121	1 121	1 121	1 121	1 121	1 121
Zobowiązania krótkoterminowe	335 652	332 563	345 180	349 254	405 248	402 642	407 438
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	11 289	20 604	45 520	54 624	68 528	63 632	59 960
Zobowiązania z tytułu leasingu	98 839	97 566	98 663	65 063	76 463	42 863	9 263
Zobowiązania handlowe	199 240	193 162	188 150	216 720	247 410	283 300	325 368
Pozostałe zobowiązania	26 284	21 231	12 847	12 847	12 847	12 847	12 847

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

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH (tys. pln)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	143 207	191 524	135 943	127 923	143 348	161 000	179 711
Przepływy inwestycyjne	- 16 143	- 16 543	- 20 217	- 24 000	- 24 000	- 24 000	- 24 000
Przepływy finansowe	- 103 505	- 109 253	- 144 683	- 147 100	- 22 296	- 185 006	- 194 045
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>23 559</b>	<b>65 728</b>	<b>- 28 957</b>	<b>43 178</b>	<b>141 644</b>	<b>48 006</b>	<b>38 334</b>
Środki pieniężne na początek okresu	9 137	32 696	98 424	69 467	26 289	167 933	119 926
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>32 696</b>	<b>98 424</b>	<b>69 467</b>	<b>26 289</b>	<b>167 933</b>	<b>119 926</b>	<b>81 592</b>

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

## WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
<b>Przychody</b>	<b>1 069 927</b>	<b>1 308 256</b>	<b>1 418 182</b>	<b>1 618 838</b>	<b>1 853 474</b>	<b>2 128 482</b>	<b>2 133 803</b>
<b>EBITDA</b>	<b>201 771</b>	<b>232 758</b>	<b>243 961</b>	<b>273 721</b>	<b>301 368</b>	<b>343 894</b>	<b>221 470</b>
<b>EBIT</b>	<b>97 685</b>	<b>151 126</b>	<b>131 607</b>	<b>157 789</b>	<b>181 701</b>	<b>220 367</b>	<b>220 917</b>
CIT	20,8%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>NOPLAT</b>		<b>122 412</b>	<b>106 602</b>	<b>127 809</b>	<b>147 178</b>	<b>178 497</b>	<b>178 943</b>
Amortyzacja		81 633	112 354	115 932	119 667	123 527	123 527
CAPEX		-24 238	-24 000	-24 000	-24 000	-24 000	-24 000
Inwestycje w kapitał obrotowy		95 849	62 694	67 619	79 078	92 693	92 693
<b>FCFF</b>		<b>83 957</b>	<b>132 262</b>	<b>152 122</b>	<b>163 767</b>	<b>185 331</b>	<b>185 331</b>
WACC		14,1%	13,0%	12,7%	11,5%	10,3%	10,3%
<b>DCFF</b>		<b>73 597</b>	<b>103 651</b>	<b>106 176</b>	<b>105 801</b>	<b>113 415</b>	
<b>Suma DCF</b>		<b>502 639,0</b>					
Wartość rezydualna (TV)		1 840 361,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		1 020 867,9					
Udział zdyskontowanej TV w EV		67,0%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>1 523 506,9</b>					
Środki pieniężne na 13.03.2023		79 108,5					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		358 330,9					
Dług netto na 13.03.2023		279 222,4					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>1 244 284,5</b>					
<b>Liczba akcji (tys.)</b>		<b>234 456</b>					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>5,31</b>					
Przychody zmiana r/r		22,3%	8,4%	14,1%	14,5%	14,8%	
EBIT zmiana r/r			-12,9%	19,9%	15,2%	21,3%	
FCF zmiana r/r			57,5%	15,0%	7,7%	13,2%	
Marża EBITDA		17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%	
Marża EBIT		11,6%	9,3%	9,7%	9,8%	10,4%	
Marża NOPLAT		9,4%	7,5%	7,9%	7,9%	8,4%	
CAPEX/Przychody		1,9%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	
CAPEX/Amortyzacja		29,7%	21,4%	20,7%	20,1%	19,4%	

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%	
<b>8,3%</b>	6,19	6,26	6,32	6,39	6,45	6,52	6,60	
<b>8,8%</b>	5,90	5,95	6,01	6,07	6,13	6,19	6,26	
<b>9,3%</b>	5,63	5,68	5,73	5,79	5,84	5,90	5,95	
<b>9,8%</b>	5,40	5,44	5,49	5,53	5,58	5,63	5,68	
<b>zmiana WACC dla TV</b>	<b>10,3%</b>	5,18	5,22	5,26	<b>5,31</b>	5,35	5,40	5,44
	<b>10,8%</b>	4,99	5,02	5,06	5,10	5,14	5,18	5,22
	<b>11,3%</b>	4,81	4,84	4,88	4,91	4,95	4,99	5,02
	<b>11,8%</b>	4,65	4,68	4,71	4,74	4,78	4,81	4,84
	<b>12,3%</b>	4,50	4,53	4,56	4,59	4,62	4,65	4,68

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

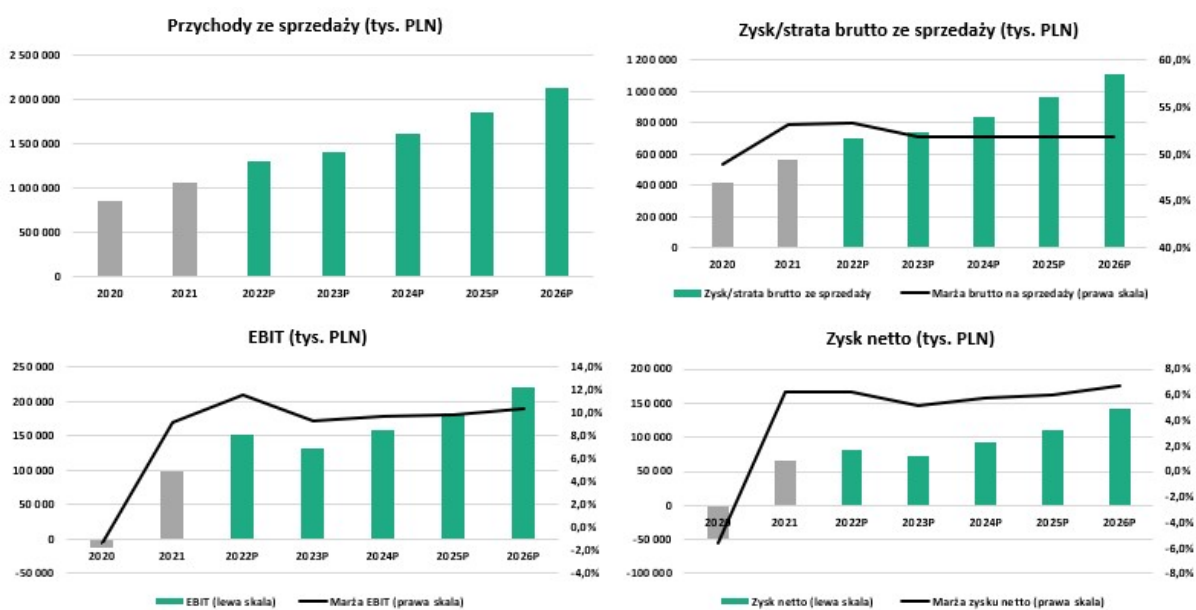
### ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,62(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 p.p. r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy w całym okresie prognozy

## DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-20,1%	25,3%	22,3%	8,4%	14,1%	14,5%	14,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	-50,4%	105,0%	15,4%	4,8%	12,2%	10,1%	14,1%
EBIT (zmiana, r/r)	-113,6%	-919,3%	54,7%	-12,9%	19,9%	15,2%	21,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-175,3%	-237,7%	23,5%	-11,8%	27,4%	20,8%	28,3%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	48,9%	53,1%	53,3%	51,8%	51,9%	51,9%	51,9%
<b>Marża EBITDA</b>	11,5%	18,9%	17,8%	17,2%	16,9%	16,3%	16,2%
<b>Marża EBIT</b>	-1,4%	9,1%	11,6%	9,3%	9,7%	9,8%	10,4%
<b>Marża brutto</b>	-5,6%	7,8%	7,9%	6,3%	7,0%	7,4%	8,3%
<b>Marża netto</b>	-5,6%	6,2%	6,3%	5,1%	5,7%	6,0%	6,7%
<b>COGS / Przychody</b>	51,1%	46,9%	46,7%	48,2%	48,1%	48,1%	48,1%
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	55,0%	39,0%	35,5%	38,5%	37,2%	36,7%	36,6%
<b>SG&amp;A / COGS</b>	107,5%	83,1%	76,0%	79,8%	77,2%	76,3%	76,1%
<b>ROE</b>	-5,9%	7,5%	87,2%	39,4%	31,0%	25,6%	23,4%
<b>ROA</b>	-3,3%	4,4%	5,0%	4,3%	4,7%	5,5%	6,6%
<b>Dług (tys. PLN)</b>	415 678	388 785	371 778	282 538	355 298	231 058	109 878
<b>D/(D+E)</b>	0,34	0,30	0,80	0,61	0,54	0,35	0,15
<b>D/E</b>	0,51	0,44	3,96	1,54	1,20	0,53	0,18
<b>EV (tys. PLN)</b>	421 161	513 787	501 837	547 899	616 783	693 016	775 862
<b>Dług / EV</b>	0,99	0,76	0,74	0,52	0,58	0,33	0,14
<b>CAPEX / Przychody</b>	2,00%	1,66%	1,85%	1,69%	1,48%	1,29%	1,13%
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	15,5%	17,1%	29,7%	21,4%	20,7%	20,1%	19,4%
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	12,9%	9,7%	6,2%	7,9%	7,2%	6,5%	5,8%
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	-5,2%	-0,1%	7,3%	4,4%	4,2%	4,3%	4,4%

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](http://www.dmbps.pl)  
[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

Sporządzone przez Departament Analiz:

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

**Jacek Borawski**  
Analityk Techniczny

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

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

## Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

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

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

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

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

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

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

### Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

**Dług netto** – suma zobowiązań oprocentowanych pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
**EBIT** – wynik na działalności operacyjnej  
**EBITDA** – wynik działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.  
**EV** – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto  
**Marża brutto na sprzedaży** – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży  
**Marża EBIT** – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) relacja zysk z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży  
**Marża EBITDA** – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)  
**MC/EBIT** – iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej  
**MC/S** – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży  
**P/E** – (Cena/Zysk) relacja kursu akcji do rocznego zysku netto przypadającego na akcję  
**P/BV** – (Cena/Wartość Księgowa) 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](http://www.dmbps.pl) w zakładce Regulacje i dokumenty.*

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

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