

Wittchen SA

Raport aktualizujący

Rekordowe wyniki, mimo niekorzystnego otoczenia, perspektywy pozostają dobre

03.07.2023 08:20

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	AKUMULUJ
Cena docelowa [PLN]	39,5
Wycena DCF [PLN]	39,2
Wycena porównawcza [PLN]	33,1
Cena rynkowa [PLN]	36,6
Pot.wzrostu/spadku [%]	8,0%
Kapitalizacja [mln PLN]	672,0
Free float [%]	39,8%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	WTN
Bloomberg	WTN PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

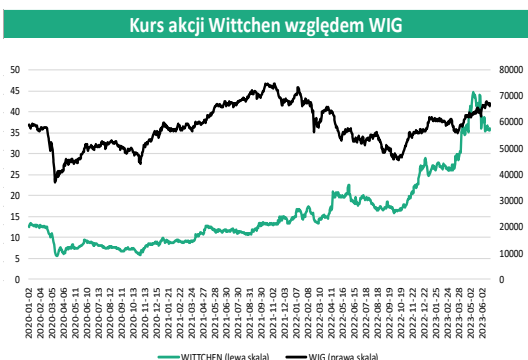
Przeważającym przedmiotem działalności Spółki jest sprzedaż detaliczna obuwi i wyrobów skórzanych prowadzona w wyspecjalizowanych sklepach.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Jędrzej i Monika Wittchen 60,2%

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



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Relatywnie dobre na tle szerokiego rynku wyniki sprzedaży detalicznej w kategorii odzieży i obuwiu za I kwartał znalazły swoje odzwierciedlenie także w przychodach Wittchena. **Mimo, że I kwartał jest zazwyczaj najgorszy dla spółek odzieżowych Spółka wypracowała rekordowe w historii przychody za I kwartał w wysokości 96,3 mln zł.** To pokazuje, że postpandemiczny boom na wyroby skórzane, w tym na torby podróżne i walizki trwa w najlepsze. Większość przychodów Wittchen generuje na rynku polskim, na którym zauważalne jest także wzmożone zainteresowanie podróżami, co w naturalny sposób zwiększa popyt na produkty Spółki.

Spółce udało się także poprawić już wysoką marżę brutto ze sprzedaży do poziomu 63%. Niemniej jednak środowisko wysokiej inflacji w Polsce generuje także silną presję na kosztową stronę Spółki. Największy wzrost kosztów miał miejsce w grupie kosztów ogólnego zarządu, które wzrosły o 89,4% r/r.

Pozytywnie oceniamy perspektywy rozwoju Spółki, która wkracza w okres wakacyjny. Spodziewamy się kontynuacji dynamiki wzrostu sprzedaży. Na poziomie kosztów prognozujemy pozytywne trendy w kształtowaniu się kosztów własnych sprzedaży z uwagi na silną złotówkę oraz ustabilizowanie cen frachtu.

Finalnie obniżamy naszą wycenę do 39,5 zł (z 40,8 zł) za 1 akcję na koniec 2023 r., co wynika w głównej mierze ze spadku mnożników spółek porównywalnych.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	405 919	490 151	523 370	553 768	575 033	597 308
EBITDA	113 080	115 413	122 218	127 921	132 219	136 560
marża EBITDA	27,9%	23,5%	23,4%	23,1%	23,0%	22,9%
EBIT	87 728	89 808	96 357	101 801	105 837	109 915
Zysk netto	62 886	66 540	73 530	79 450	83 731	87 867
Kapitał własny	214 364	219 820	225 850	261 539	283 778	323 247
Dług netto	37 257	19 693	49 602	30 149	26 815	-6 659
P/E	10,6	10,0	9,1	8,4	8,0	7,6
P/BV	3,1	3,0	3,0	2,5	2,3	2,1
EV/EBITDA	6,2	5,9	5,9	5,4	5,2	4,8
EPS	3,4	3,6	4,0	4,3	4,6	4,8

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Ostatnie wydarzenia w Spółce

- **07.06.2023. (ESPI RB 19/2023)** Asymilacja akcji zwykłych na okaziciela Emitenta
- **06.06.2023. (ESPI RB 18/2023)** Zawiadomienie o zmianie udziału w głosach WITTCHEN S.A.
- **06.06.2023. (ESPI RB 17/2023)** Powiadomienie o transakcjach na akcjach WITTCHEN S.A.
- **05.06.2023. (ESPI RB 16/2023)** Zgłoszenie przez akcjonariusza projektu uchwały dotyczącej sprawy objętej porządkiem obrad oraz treść uchwał podjętych przez Zwyczajne Walne Zgromadzenie Wittchen S.A. w dniu 5 czerwca 2023 r.
- **05.06.2023. (ESPI RB 15/2023)** Wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby głosów na Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Wittchen S.A. w dniu 5 czerwca 2023 r.
- **05.06.2023. (ESPI RB 14/2023)** Informacja o wypłacie dywidendy
- **01.06.2023. (ESPI RB 13/2023)** Opuszczenie i wprowadzenie do obrotu giełdowego na Głównym Rynku GPW akcji zwykłych na okaziciela serii E spółki WITTCHEN S.A.
- **31.05.2023. (ESPI RB 12/2023)** Informacja o zakończeniu procesu budowy księgi popytu na akcje WITTCHEN S.A.
- **30.05.2023. (ESPI RB 11/2023)** Informacja o rozpoczęciu procesu budowy księgi popytu na akcje WITTCHEN S.A.
- **18.05.2023. (ESPI RB 10/2023)** Wydanie akcji zwykłych na okaziciela serii E i zmiana wysokości kapitału zakładowego spółki Wittchen S.A.
- **18.06.2023. (ESPI RB 9/2023)** Realizacja praw z warrantów subskrypcyjnych serii C w związku z realizacją III Programu Motywacyjnego Wittchen S.A.
- **25.04.2023. (ESPI RB 6/2023)** Pozytywna ocena Rady Nadzorczej dotycząca rekomendacji Zarządu w sprawie podziału zysku netto za 2022 rok oraz wypłaty dywidendy
- **25.04.2023. (ESPI RB 5/2023)** Rekomendacja Zarządu dotycząca podziału zysku netto Spółki za rok 2022 oraz wypłaty dywidendy

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I kwartale 2023 r.

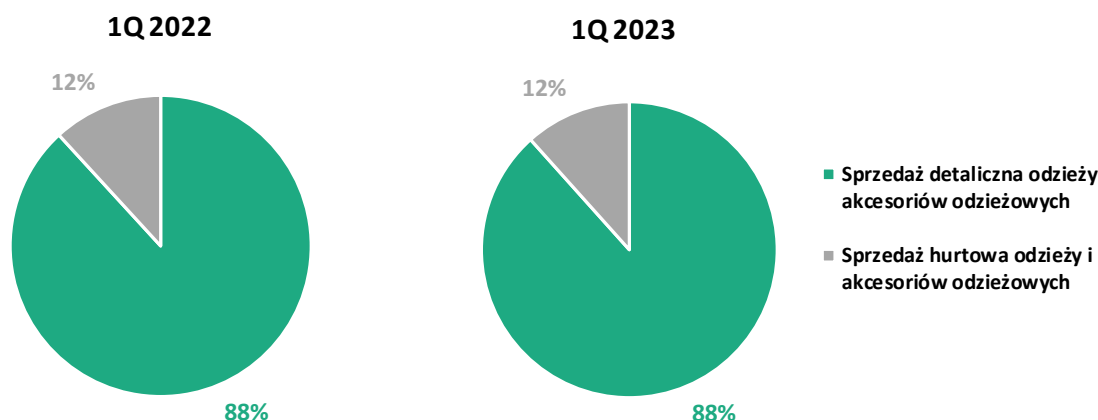
- Wyniki za I kwartał 2023 są bardzo dobre. Spółka osiągnęła sprzedaż w wysokości 96,3 mln zł, co stanowi wzrost o odpowiednio 49,8% r/r i spadek o 29,5% k/k. Zmniejszenie przychodów w I kwartale w porównaniu do IV kwartału jest typowe dla spółek odzieżowych, ponieważ IV kwartał jest zwyczajowo najlepszy z uwagi na Black Friday i okres świąteczny. Z kolei, w I kwartale spółki często stosują wyprzedaże, co negatywnie wpływa na przychody.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1Q 2021	2Q2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023
Przychody ze sprzedaży	38 294	53 607	79 924	106 025	64 292	86 764	118 151	136 712	96 340
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów	34 572	49 854	74 512	90 345	56 695	74 081	100 550	113 631	85 127
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów	3 722	3 753	5 412	15 267	7 597	12 683	17 601	23 081	11 213
Koszty własny sprzedaży	-14 635	-19 744	-30 273	-39 190	-24 214	-31 389	-43 546	-51 177	-35 656
Zysk brutto na sprzedaży	23 659	33 863	49 651	66 835	40 078	55 375	74 605	85 535	60 684
Koszty sprzedaży	-21 796	-24 497	-29 811	-34 834	-29 769	-33 151	-41 468	-46 311	-41 935
Koszty zarządu	-2 525	-2 474	-2 489	-3 231	-3 064	-3 763	-4 027	-4 753	-5 803
Zysk/strata ze sprzedaży	- 662	6 892	17 351	28 770	7 245	18 461	29 110	34 471	12 946
Pozostałe przychody operacyjne	2 913	920	1 789	707	425	84	250	490	163
Pozostałe koszty operacyjne	-208	-789	-706	-651	-1 295	94	-25	-512	-765
Wynik na aktywach niefinansowych	-1 583	67		-1 053		-1 181		111	110
Zysk/strata z działalności operacyjnej	460	7 090	18 434	27 773	6 375	17 458	29 335	34 560	12 454
Przychody finansowe		0	-1 399	-639		2	-2	182	7
Koszty finansowe	-493	-482	-443	-475	-517	-560	-6 915	-883	-507
Różnice kursowe	-537	2 678		317	563	-3 358		2178	1092
Zysk/strata brutto	-570	9 286	16 592	26 976	6 421	13 542	22 418	36 037	13 046
Podatek dochodowy	110	-1 826	-3 042	-5 179	-1 472	-2 424	-4 559	-7 077	-2 984
Zysk/strata netto	-460	7 460	13 550	21 797	4 949	11 118	17 859	28 960	10 062

Źródło: Spółka

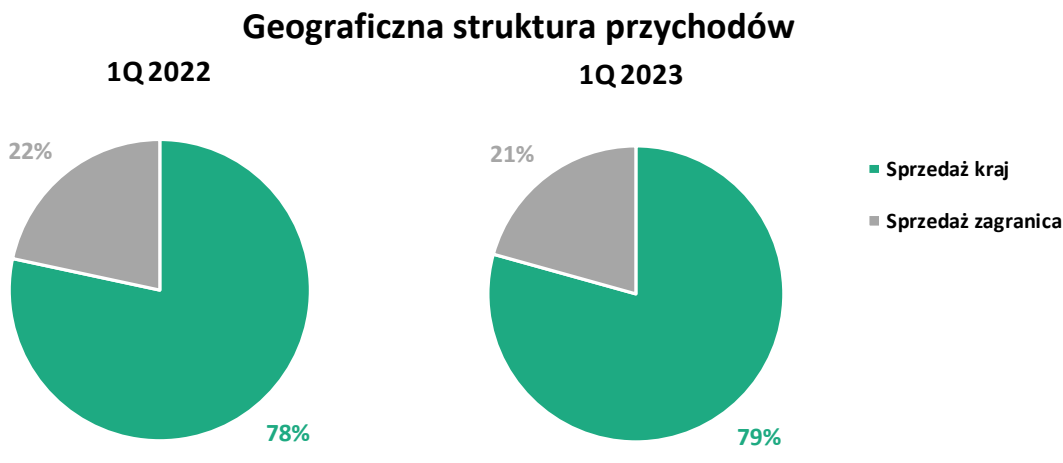
- Pod względem struktury rzeczowej największy udział w sprzedaży mają walizki oraz torebki (odpowiednio 49% i 20% przychodów w 2022 r.). Szczególnie grupa walizek odnotowała imponujący, ponad dwukrotny wzrost w porównaniu z 2021 r. Zarówno w ujęciu segmentów dystrybucyjnych jak i geograficznym struktura sprzedaży w I kwartale pozostaje niezmienna w stosunku do roku poprzedniego. Dominującym kanałem dystrybucji jest sprzedaż hurtowa (88%).

Struktura przychodów wg segmentów



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

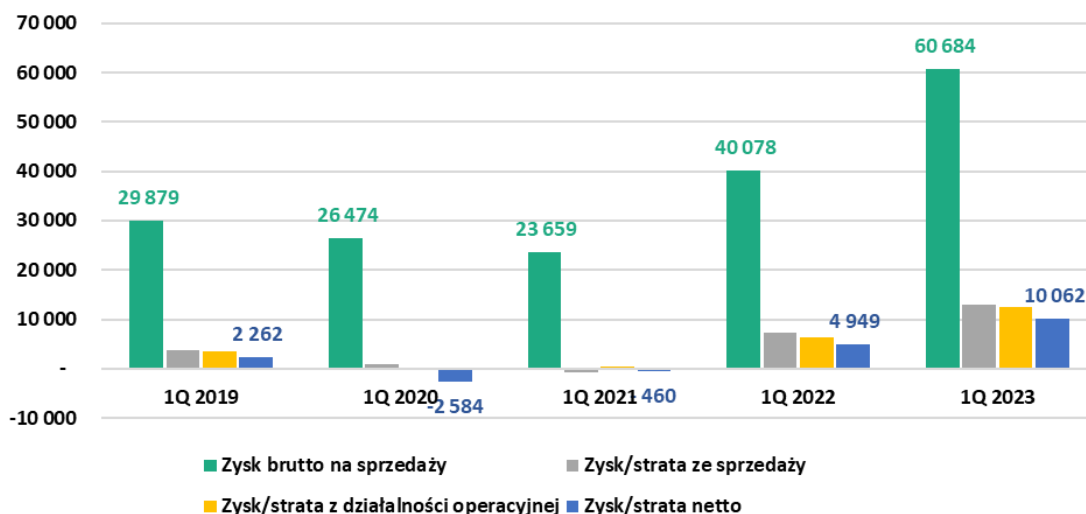
- Geograficznie najważniejszym rynkiem jest Polska (22% przychodów). Spółka prowadzi sprzedaż poprzez własne salony sprzedaży (ponad 100, większość w Polsce), własne sklepy internetowe oraz zewnętrzne marketplace'y (Zalando, Amazon). Zagraniczne sklepy online mają domeny niemiecką (www.WITTCHENshop.de), czeską (www.WITTCHEN.cz), rumuńską (www.WITTCHEN.ro), ukraińską (www.WITTCHEN.ua) oraz węgierską (www.WITTCHEN.hu).



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- W środowisku wysokiej inflacji oraz presji na wzrost wynagrodzeń szczególną uwagę należy zwrócić na kosztową stronę Spółki. Pozytywnie oceniamy kształtowanie się kosztów własnych sprzedaży, które w ujęciu rocznym wzrosły mniej proporcjonalnie niż przychody (47,3% vs. 49,8%), co wynikało m. in. z umocnienia złotówki względem dolara.
- Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu uległy zwiększeniu w ujęciu rocznym, przy czym wzrost kosztów sprzedaży wyniósł 40,9% r/r, zaś kosztów ogólnego zarządu aż o 89,4%. Kształtowanie się kosztów ogólnego zarządu jest niepokojące, aczkolwiek jego relatywnie mały udział w całkowitych kosztach nie stanowi obecnie zagrożenia dla rentowności.
- Na poziomie zysków Spółka wypracowała wyniki, które były nie tylko lepsze niż w analogicznych kwartałach lat poprzednich, ale też najlepsze w historii Spółki za I kwartał. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł rekordowe 60,7 mln zł, co oznacza wzrost o 51,4% r/r. Zysk operacyjny po raz pierwszy w historii przekroczył 10 mln zł (12,9 mln zł podczas gdy rok wcześniej 6,4 mln zł), zaś zysk netto wyniósł 10,1 mln zł, podczas gdy rok temu 4,9 mln zł.

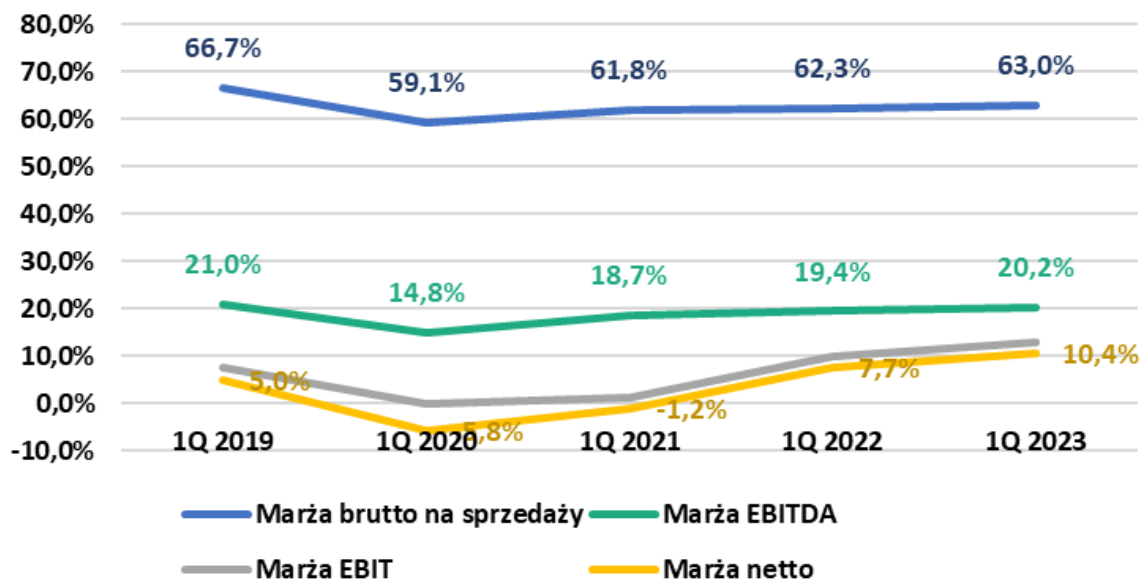
Zyski z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- W I kwartale 2023 r. Wittchen osiągnął dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Spółka nie tylko utrzymała wysoką marżę brutto na sprzedaży, ale także ją zwiększyła o 0,7 p. p. r/r do 63%. W stosunku do IV kwartału marża wzrosła o 0,4 p. p. Na poziomie marży zysku netto widać największą poprawę w ujęciu rocznym. Marża netto wyniosła 10,4% (wzrost o 2,7 p. p. r/r), na co pozytywny wpływ miały dodatnie różnice kursowe w wysokości 10,9 mln zł.

Rentowność



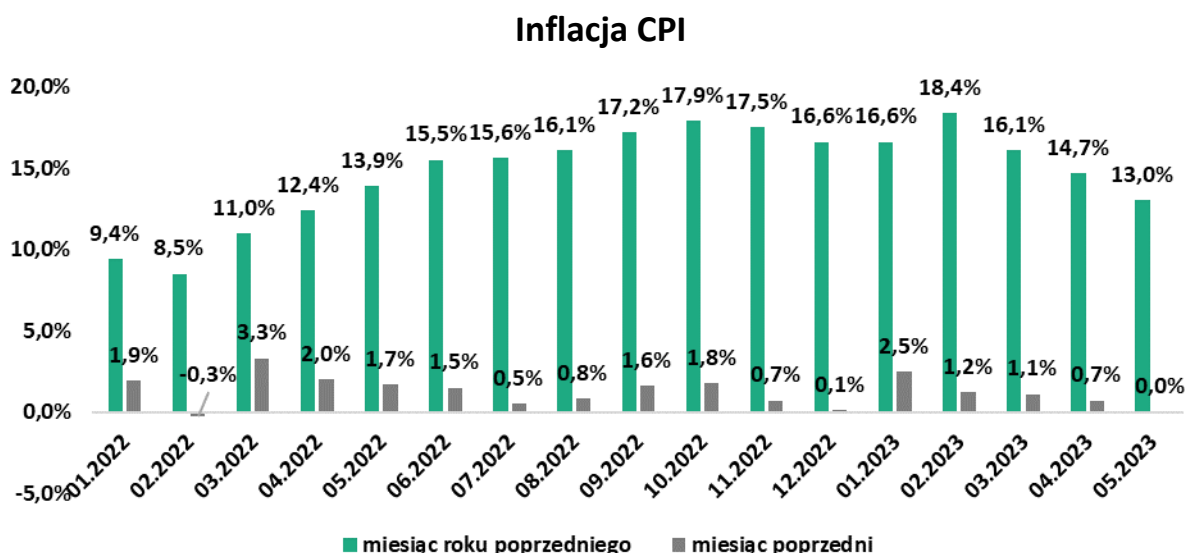
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Popyt na odzież zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Wittchen generuje większość przychodów na rynku polskim, pozostała istotna sprzedaż realizowana jest na rynku niemieckim, czeskim i węgierskim. Spółka ma również w planach dalszą ekspansję na tych rynkach.

Otoczenie makroekonomiczne - Polska

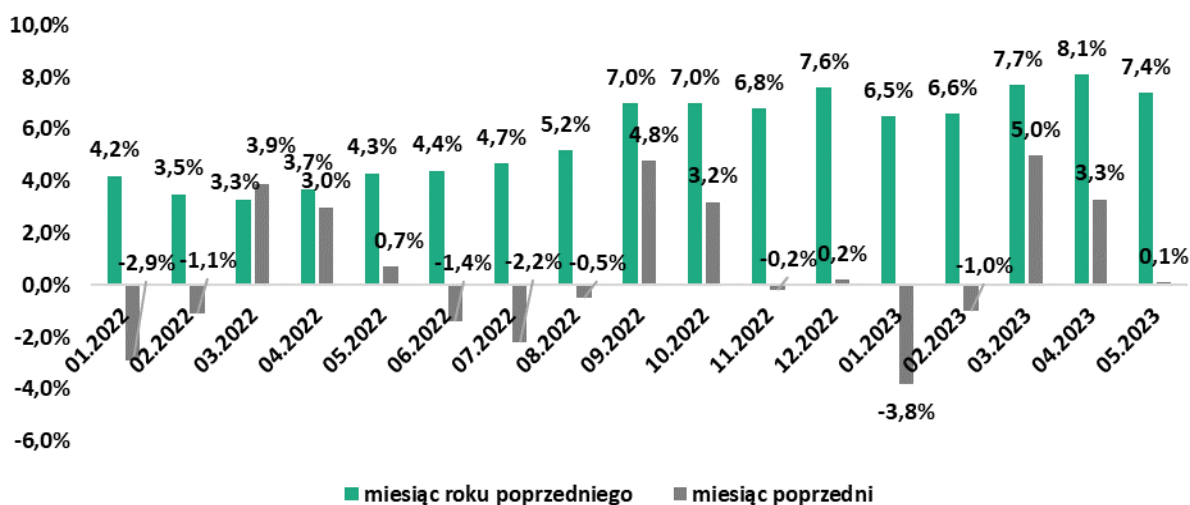
Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym w Polsce postrzegamy inflację. Z punktu widzenia popytu na odzież, wysoka inflacja oznacza spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i tym samym przesunięcie części wydatków na dobra pierwszej potrzeby. Wstępny odczyt inflacji za czerwiec wyniósł 11,5%, co oznacza, że w porównaniu z wcześniejszymi miesiącami jej dynamika zaczyna powoli słabnąć i niewykluczone, że proces dezinflacji (spadku dynamiki inflacji), wraz z umocnieniem złotego oraz ustabilizowaniem cen surowców, przybierze na sile w kolejnych miesiącach.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

O ile miernik inflacji CPI jest kluczowym wskaźnikiem do oceny ogólnej siły nabywczej gospodarstw domowych, to bardziej adekwatnym miernikiem w branży odzieżowej jest wskaźnik cen odzieży i obuwia. W maju ceny odzieży i obuwia wzrosły o 7,4% r/r i 0,1% k/k, co oznacza, że w porównaniu do poprzedniego roku odzież i obuwia drożeje w mniejszym tempie niż dobra w reprezentatywnym koszyku dóbr. W ujęciu miesiąc do miesiąca wzrost cen jest marginalny.

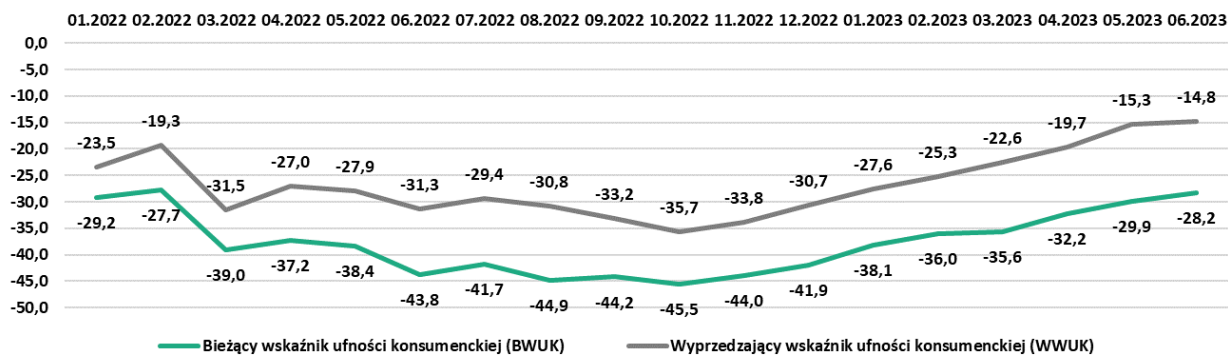
Wskaźnik cen odzieży i obuwia



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Wyhamowanie tempa inflacji oraz rozpoczęcie procesów dezinflacyjnych mają pozytywny wpływ na wskaźniki ufności konsumenckiej, które od października nieprzerwanie rosną. Wciąż jednak, zarówno bieżący jak i wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej pozostają negatywne, co sugeruje, że obawy konsumenta o przyszły stan gospodarki, mimo, że coraz mniejsze, pozostają aktualne.

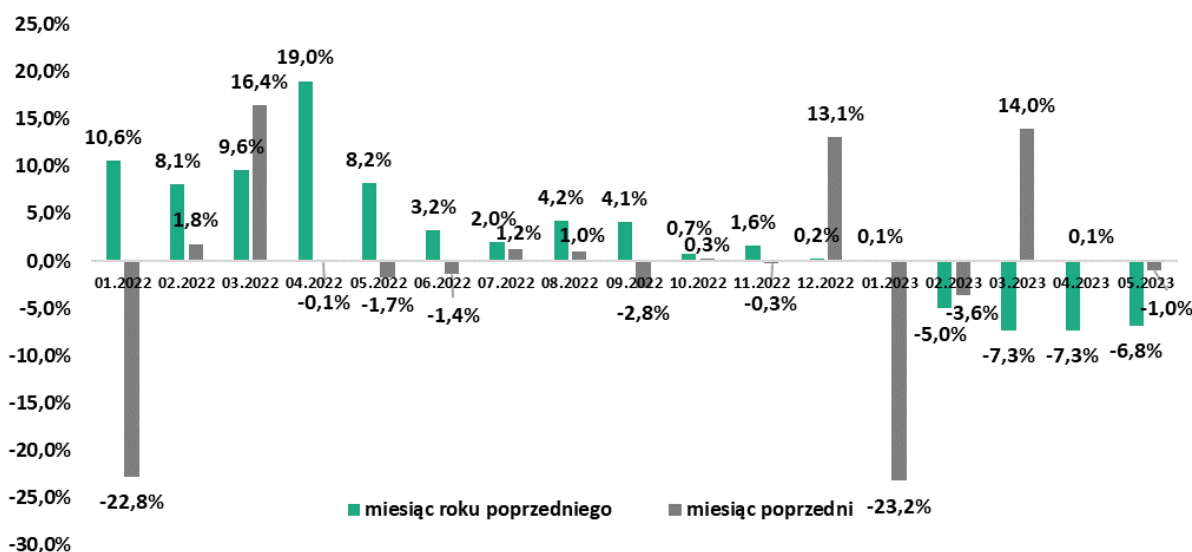
Wskaźniki ufności konsumenckiej



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Najnowsze dane GUS dotyczące wzrostu gospodarczego, sugerują, że w I kwartale 2023 PKB zmniejszył się realnie o 0,3% r/r, ale w porównaniu z poprzednim kwartałem odnotował wzrost o 3,8%. To oznacza spowolnienie gospodarki. Wyhamowanie dynamiki wzrostu ma miejsce także w odniesieniu do realnej sprzedaży detalicznej, która w pierwszych pięciu miesiącach 2023 r. wyraźnie spada w ujęciu rocznym, co wynika jednak częściowo z efektu wysokiej bazy (okres luty-maj 2022 to czas zwiększonych zakupów na rzecz Ukrainy walczącej z agresją rosyjską).

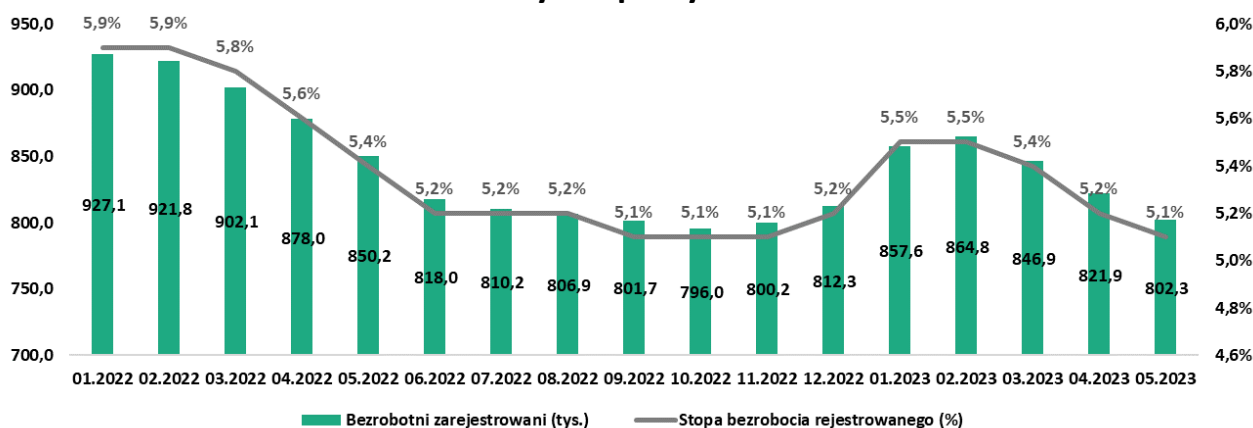
Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Wydatki konsumentów na odzież zależą także w dużej mierze od poziomu bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty. Wraz z początkiem 2023 r. bezrobocie zaczęło rosnąć, natomiast w kwietniu nastąpił powrót do tendencji spadkowych bezrobocia. W maju bezrobocie wyniosło 5,1%. Spodziewamy się, że obecnie niekorzystne środowisko makroekonomiczne nie powinno skutkować wzrostami bezrobocia w perspektywie najbliższego roku. Zakładamy, że liczba osób pozostających bez pracy powinna utrzymywać się na podobnym poziomie w najbliższych miesiącach.

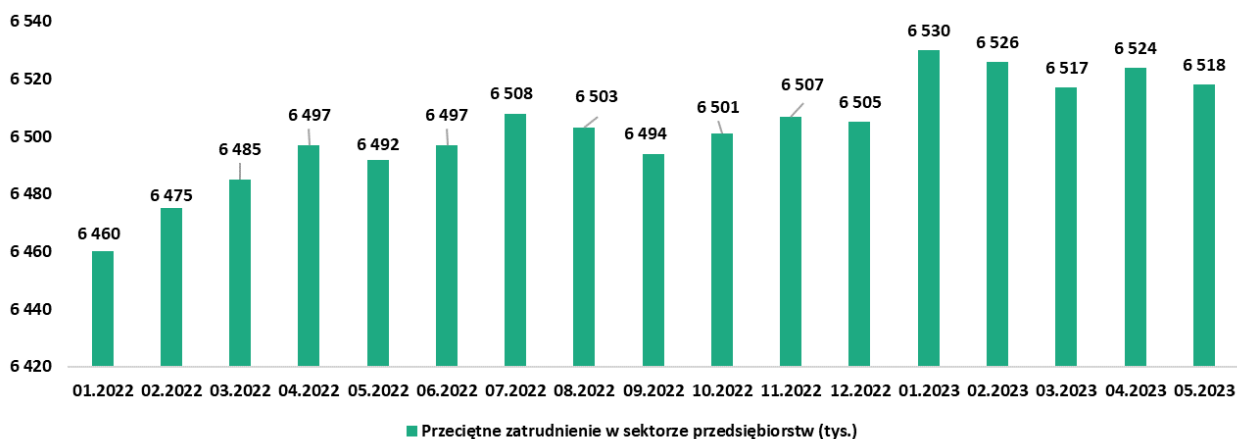
Rynek pracy



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw pozostaje w Polsce stabilny i od jesieni 2022 oscyluje wokół 6,5 mln osób zatrudnionych.

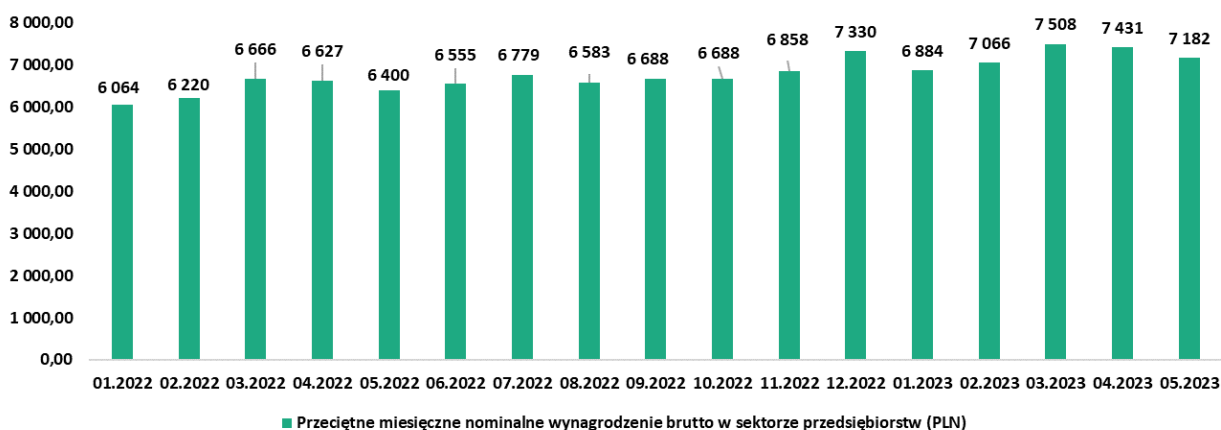
Zatrudnienie



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Tym samym uważamy, że rynek pracy w Polsce, mimo istotnych zawirowań makroekonomicznych i geopolitycznych, wciąż pozostaje silny, co skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.

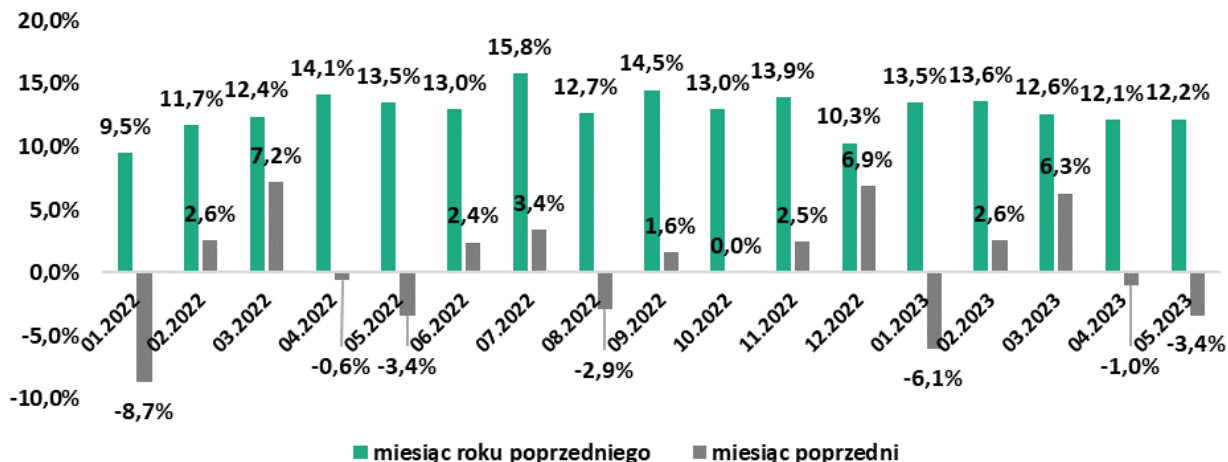
Wynagrodzenia



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec maja 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 182 zł brutto. W maju jednak, drugi miesiąc z rzędu wynagrodzenia spadły w ujęciu miesięcznym (minus 3,4%), z kolei w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost na poziomie 12,2%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (11,5% w czerwcu) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów jest kontynuowany, jego skutki widoczne są we wcześniej prezentowanych danych dotyczących sprzedaży detalicznej, aczkolwiek różnica między dynamiką inflacji a dynamiką nominalnego wynagrodzenia staje się coraz mniejsza.

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

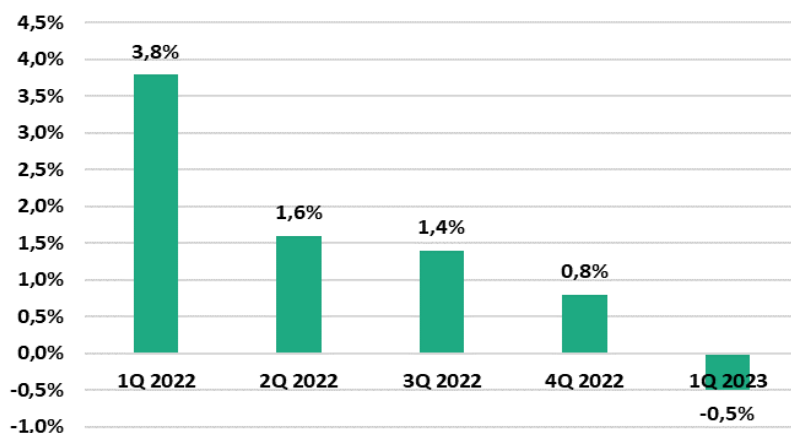
Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na niskim poziomie, co pozytywne, z powrotem z tendencją malejącą. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie miał już miejsce, powoduje jednak widoczny spadek realnej sprzedaży detalicznej, co postrzegamy obecnie jako jeden z największych czynników ryzyka generowania przychodów przez Wittchen.

Otoczenie makroekonomiczne - zagranica

Niemcy

W 2022 r. gospodarka niemiecka odnotowywała systematyczny spadek dynamiki wzrostu gospodarczego, wciąż jednak utrzymując dodatni wzrost PKB. W I kwartale 2023 jednak gospodarka niemiecka doświadczyła spadku gospodarczego o 0,5% r/r.

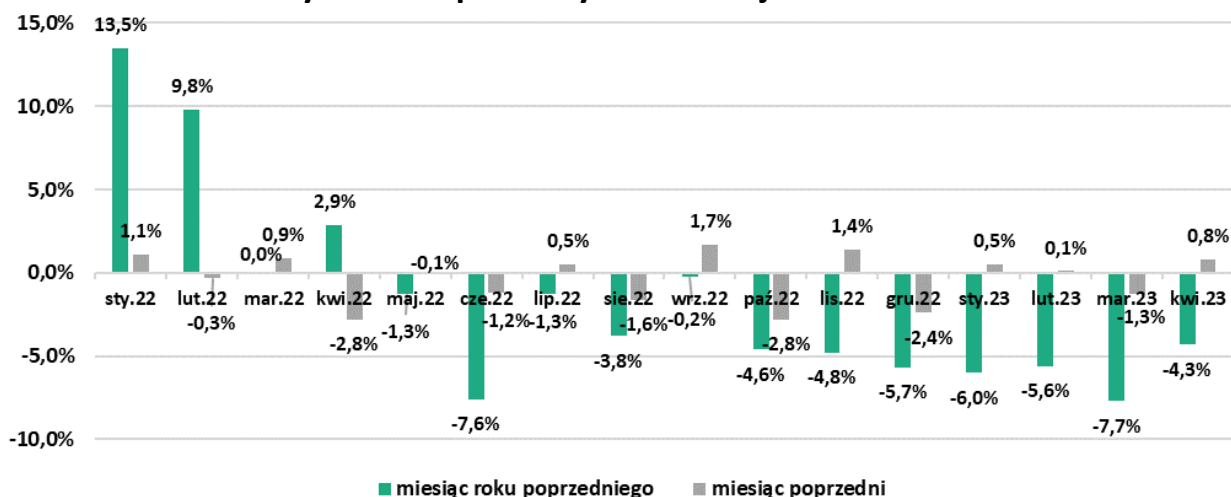
PKB (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Statistisches Bundesamt

Spadkowi PKB towarzyszył spadek sprzedaży detalicznej, której największa ujemna dynamika miała miejsce w marcu 2023. Odczyt kwietniowy, mimo, że również ujemny, był jednak lepszy od marcowego, co może oznaczać, że spadek sprzedaży detalicznej zaczyna wyhamowywać.

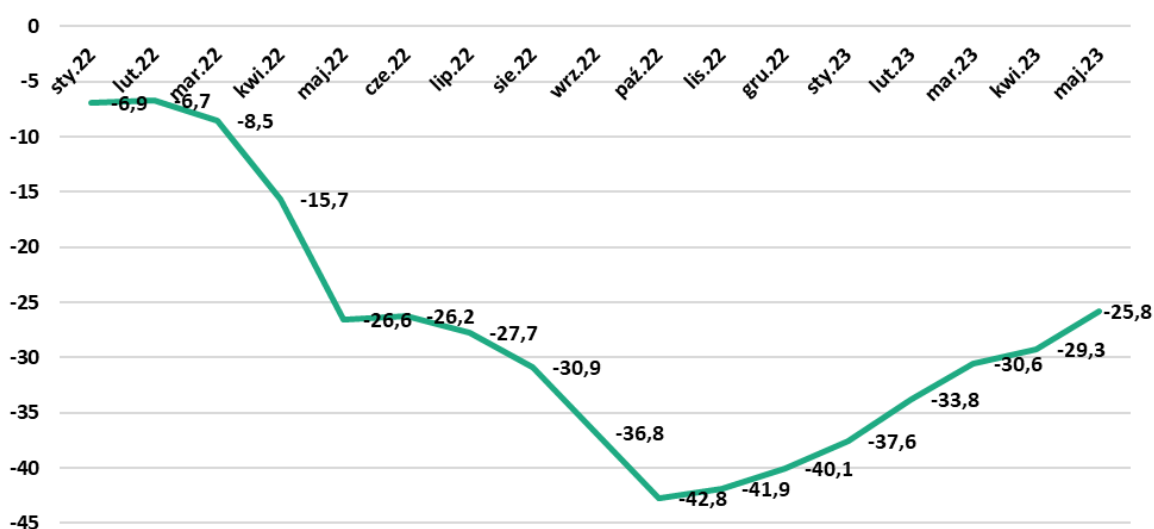
Dynamika sprzedaży detalicznej



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Statistisches Bundesamt

Ujemne dynamiki sprzedaży detalicznej wynikają częściowo ze słabych odczytów wskaźników ufności konsumenckiej, które po silnych spadkach w II półroczu 2022, wraz z początkiem 2023 zaczynają powoli rosnąć. Wciąż jednak wskaźniki pozostają ujemne, wskazując tym samym na słabość popytu konsumenckiego.

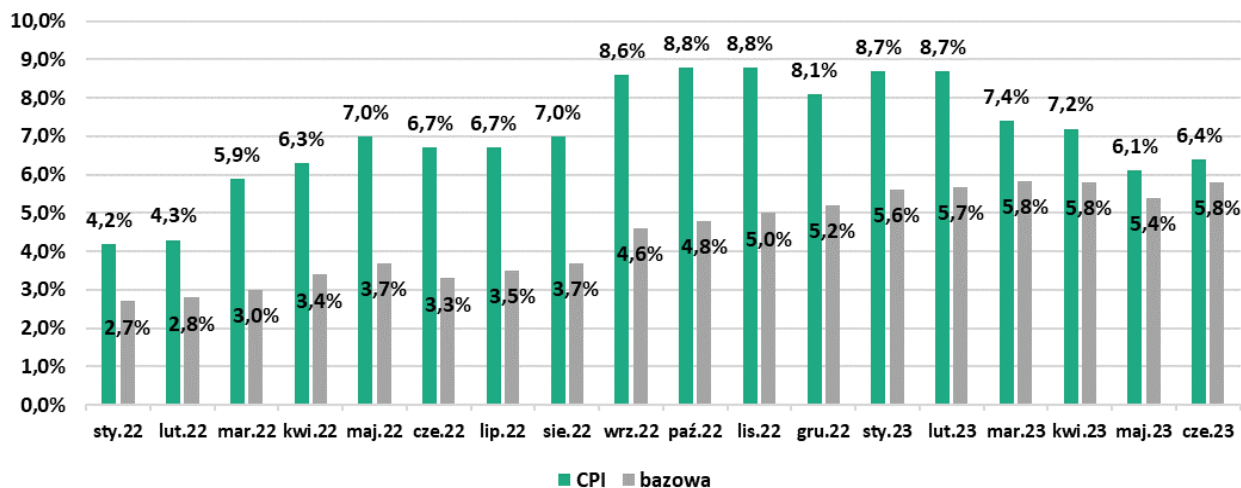
Ufność konsumenta



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GFK Group

Niższy popyt konsumpcyjny oraz gorsze nastroje konsumentów wynikają głównie z wysokich poziomów inflacji, która jednak w gospodarce niemieckiej ma swój szczyt za sobą (listopad 2022). Wstępny odczyt z czerwca na poziomie 6,4% pokazuje jednak, że kontynuacja procesów dezinflacyjnych stoi pod znakiem zapytania. Należy także zwrócić uwagę, że inflacja bazowa również pozostaje wysoka, a spadek jej dynamiki pozostaje obecnie wciąż niepewny.

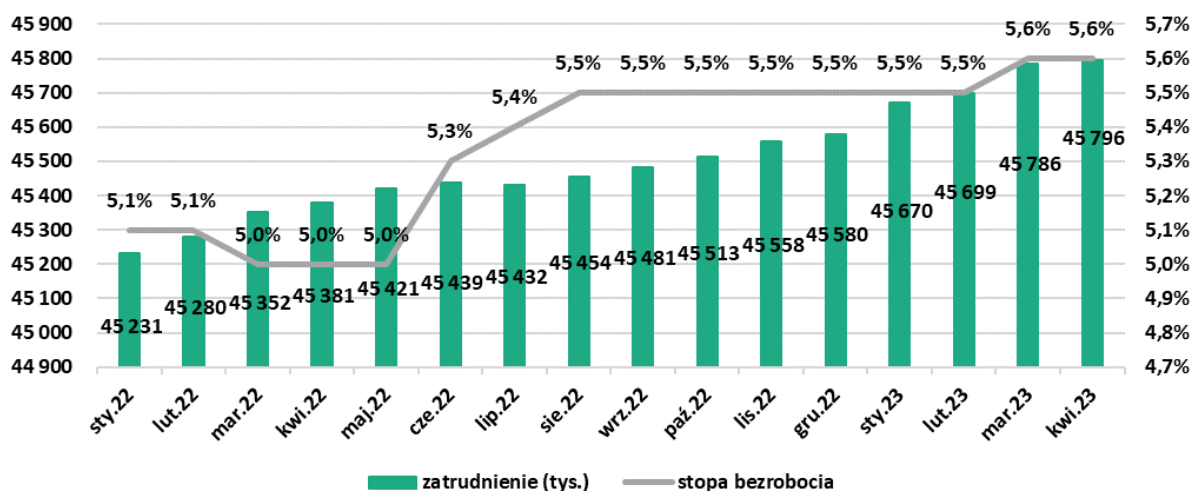
Inflacja (r/r)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Statistisches Bundesamt

Wysoka inflacja, spadek aktywności gospodarczej oraz słabsza konsumpcja nie przekładają się jednak istotnie na wzrosty bezrobocia, które w ostatnim roku utrzymuje się na stabilnym poziomie ok. 5,5%.

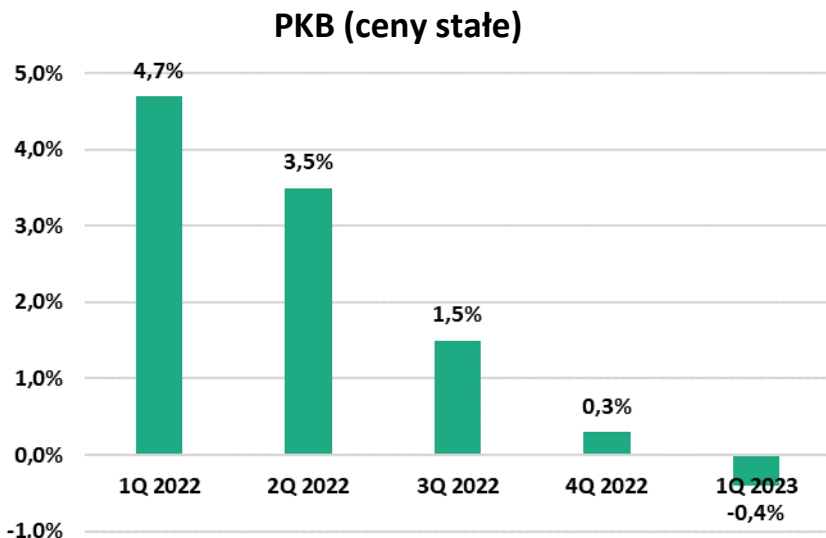
Rynek pracy



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Statistisches Bundesamt

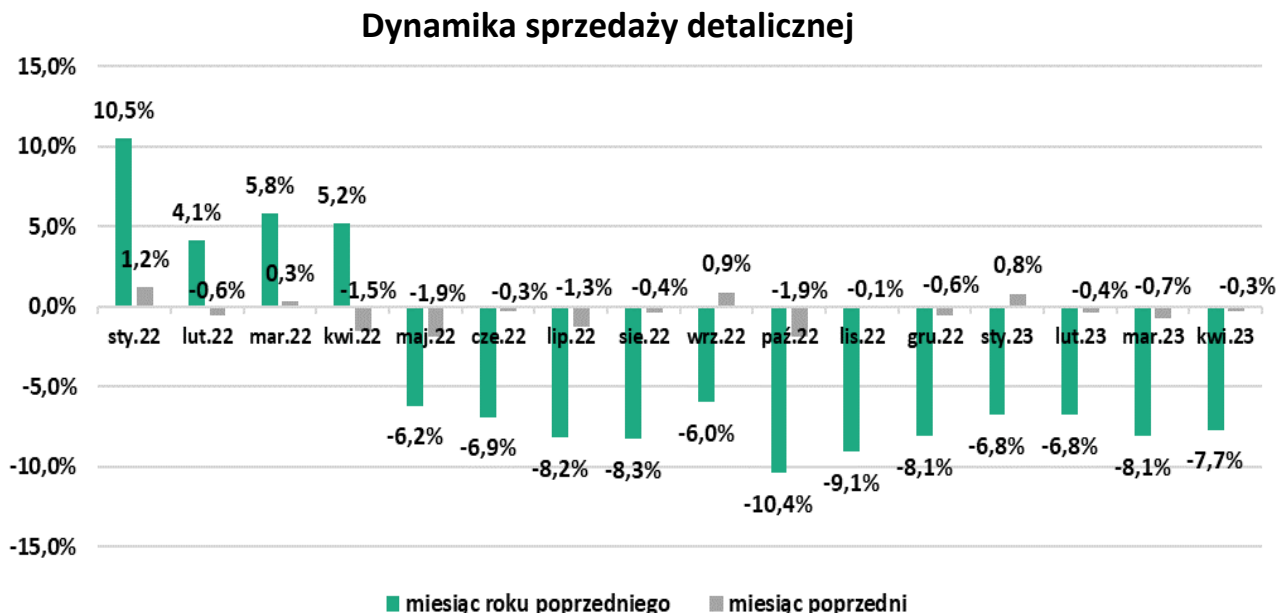
Czechy

Gospodarka czeska, podobnie jak niemiecka weszła w I kwartale 2023 w recesję. Dynamika wzrostu gospodarczego była ujemna i wyniosła minus 0,4%.



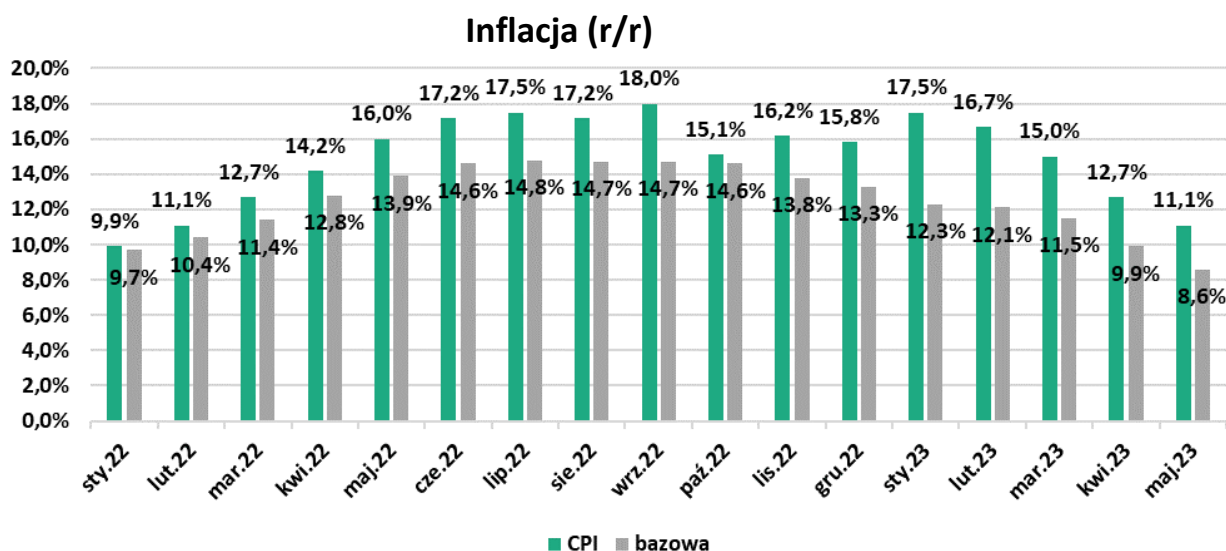
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Český Statistický Úřad

Spadkowi aktywności gospodarczej towarzyszyło w Czechach zmniejszenie konsumpcji, której dynamika w pierwszych miesiącach 2023 była ujemna. Lekka poprawa nastąpiła w kwietniu, natomiast wciąż realna sprzedaż detaliczna pozostaje na niższych poziomach niż przed rokiem.



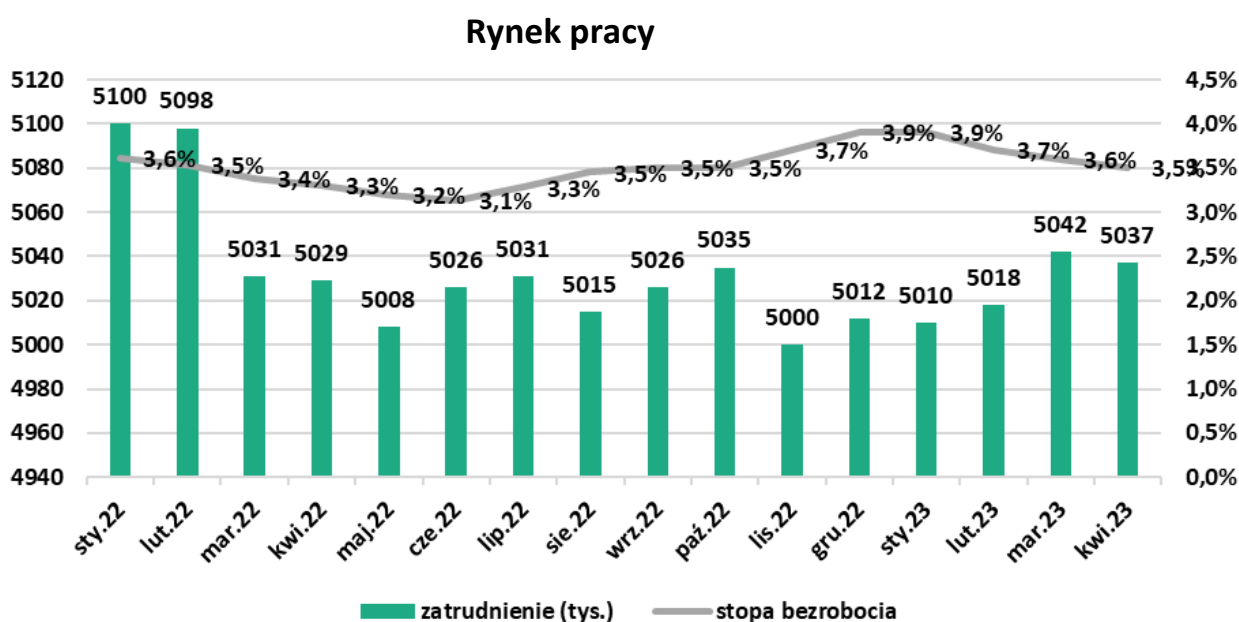
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Český Statistický Úřad

Czechy, podobnie jak większość państw Europy Środkowo-Wschodniej doświadczyły dwucyfrowej inflacji, której szczyt miał miejsce we wrześniu 2022 (18%). Mimo, że zarówno inflacja CPI jak i bazowa pozostaje wysokie, obserwujemy od początku roku spadek inflacji, tym samym zakładając, że w gospodarce czeskiej również rozpoczął się proces dezinflacji.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Český Statistický Úřad

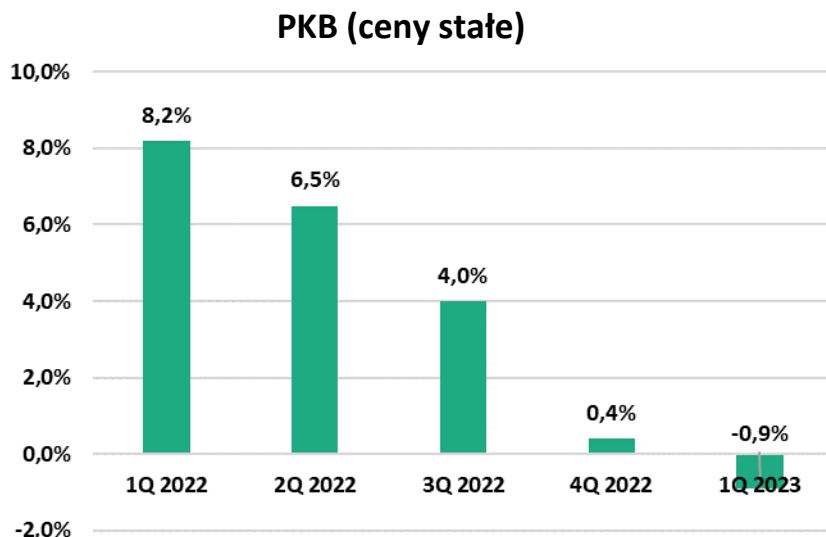
Nie zauważamy negatywnego wpływu spadku koniunktury na rynek pracy w Czechach. Stopa bezrobocia pozostaje niska i nie wykazuje tendencji rosnącej. Przeciwnie bezrobocie od początku maleje, osiągając w kwietniu poziom 3,6%.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Český Statistický Úřad

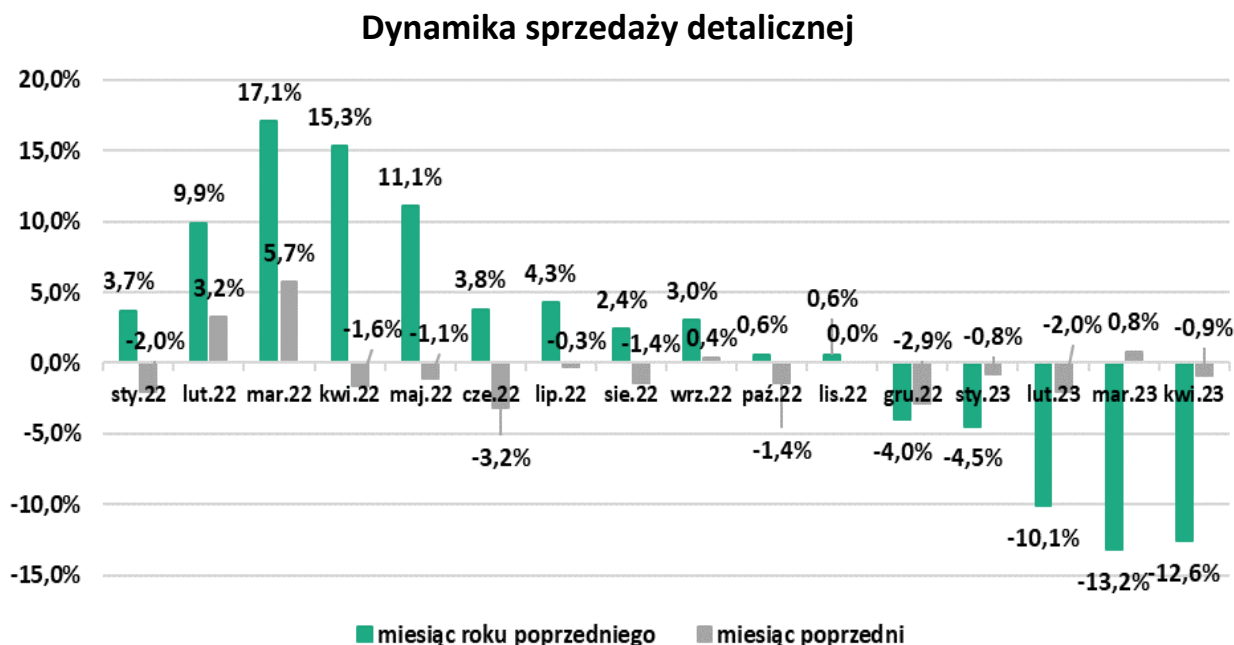
Węgry

Na Węgrzech spadek PKB był najsilniejszy spośród omawianych wcześniej państw. W I kwartale gospodarka węgierska skurczyła się o 0,9% r/r.



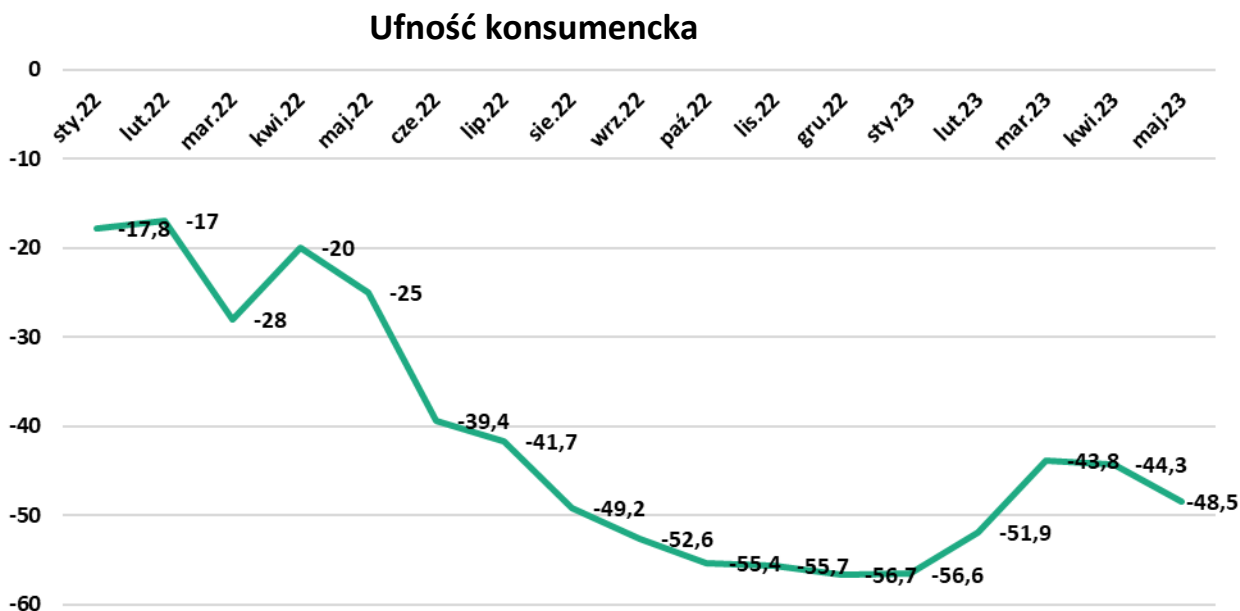
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Központi Statisztikai Hivatal

Również spadek dynamiki sprzedaży detalicznej był najwyższy i w pierwszych miesiącach 2023 osiągnął dwucyfrowe wartości. W kwietniu realna sprzedaż detaliczna spadła o 12,6% r/r. Niewykluczone, że spadki sprzedaży detalicznej zostaną jeszcze w następnych miesiącach pogłębione.



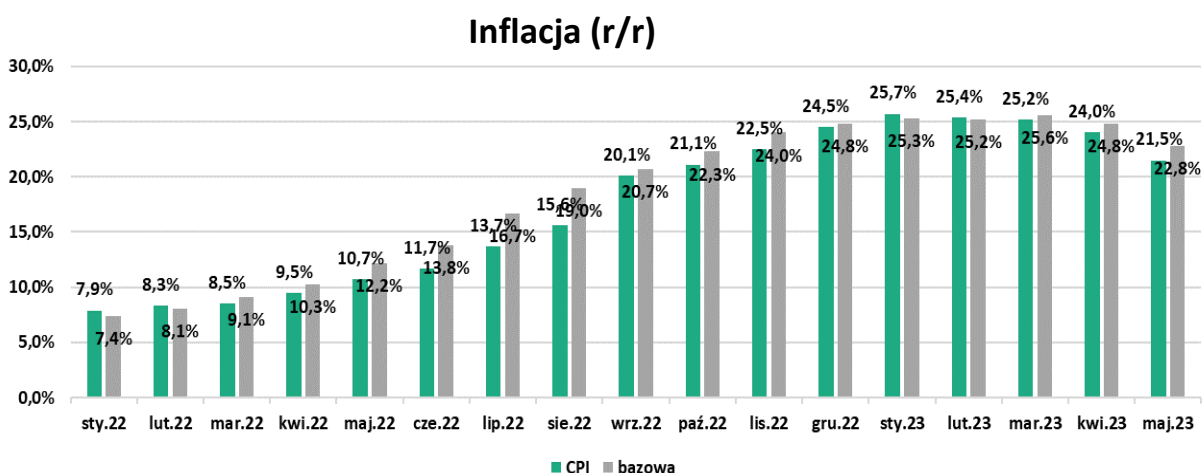
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Központi Statisztikai Hivatal

Na Węgrzech obserwujemy także słabe odczyty wskaźników ufności konsumenckiej, które, podobnie jak w innych krajach, pozostają ujemne. Wprawdzie wraz z początkiem roku ufność konsumentów zaczęła się poprawiać, ale w kwietniu nastąpił powrót do gorszych odczytów.



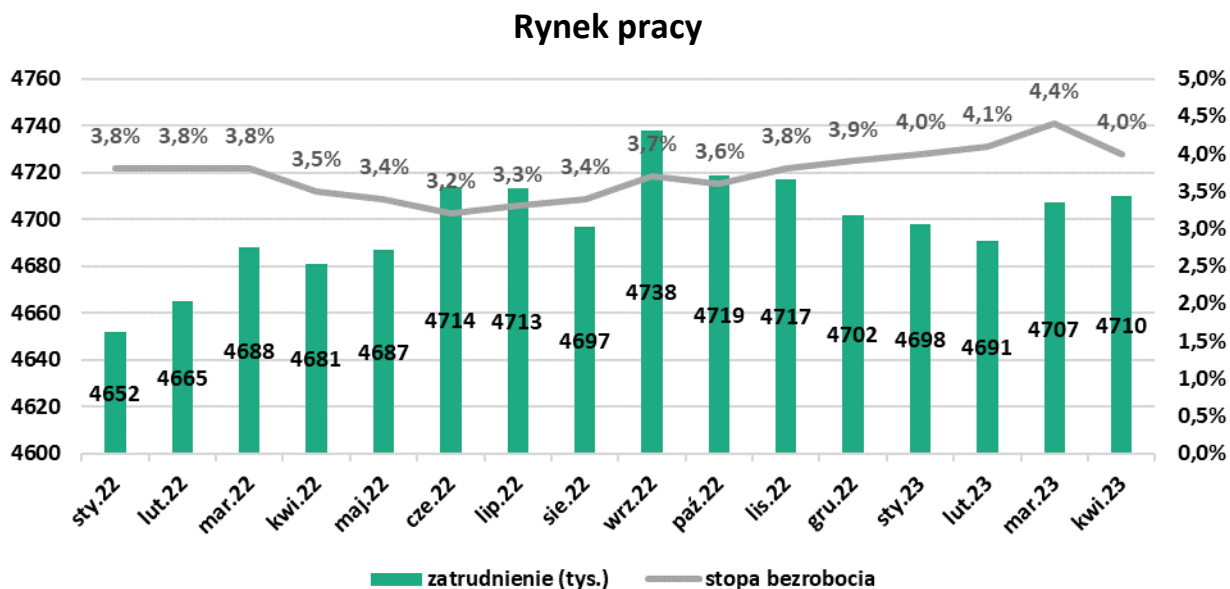
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GKI Economic Research

Niska ufność konsumencka ma swoje źródło przede wszystkim w inflacji, która na Węgrzech przekracza 20%. Odczyt inflacji CPI z maja na poziomie 21,5% należał do najniższych w tym roku, ale jednocześnie wysoka pozostaje inflacja bazowa.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Központi Statisztikai Hivatal

Rynek pracy na Węgrzech reaguje dość spokojnie na niekorzystne procesy zachodzące w gospodarce, choć stopa bezrobocia na koniec kwietnia wyniosła 4,0% i była wyższa o 0,2 p. p. niż rok temu. Pozytywnie należy oceniać fakt, że mimo wzrostu bezrobocia, liczba zatrudnionych nie maleje.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie Központi Statisztikai Hivatal

W naszej ocenie bieżące otoczenie makroekonomiczne jak i jego perspektywy na przyszłość sugerują podejście ostrożnościowe w prognozowaniu przyszłych wyników Spółki. Inflacja, która negatywnie dotyka główne rynki zbytu produktów Wittchen, nakazuje z ostrożnością prognozować kształtowanie się kosztów, głównie związanych z wynagrodzeniami i usługami obcymi.

Prognozy

W naszych prognozach zakładamy dalszy rozwój Spółki na poziomie przychodów w oparciu o rynek krajowy i zagraniczny, zarówno w kanałach sprzedaży detalicznej, jak i internetowej. Spodziewamy się jednak, że zeszłoroczna dynamika wzrostu (49%) będzie trudna do powtórzenia z uwagi na utrzymujące się niekorzystne otoczenie makroekonomiczne na głównych rynkach zbytu produktów Spółki. Mimo to, wierzymy, że atrakcyjna oferta, zwiększony popyt na podróże oraz rozsądny model biznesowy uzasadniają nasze szacunki wzrostu sprzedaży na poziomie 20% rocznie. Wzrosty sprzedaży potwierdzają także pozytywne dane za I kwartał 2023. Spółka deklaruje, że jest dobrze przygotowana na zwiększony popyt na torby, walizki i akcesoria podróżnicze w zbliżającym się sezonie turystycznym. Potencjał wzrostu widzimy głównie w kanale online (zewnętrzne marketplace'y, poprzez które Spółka obecna jest w 22 krajach). Zakładamy utrzymanie marży brutto na sprzedaży na poziomie 63% w całym okresie szczegółowej prognozy, uzasadniając to relatywnie silną złotówką względem głównych walut rozliczeniowych Spółki oraz stabilizacją cen frachtu (produkcję kolekcji Wittchen zleca podmiotom trzecim zlokalizowanym przede wszystkim w Azji, którym płaci w USD, a także częściowo w Europie, z którymi Wittchen rozlicza się w EUR). W EUR nominowane są umowy najmu powierzchni handlowych, natomiast koszty międzynarodowego transportu Spółka pokrywa głównie w USD.

Zgodnie z deklaracjami Spółki prognozujemy nakłady inwestycyjny w 2023 r. na poziomie 15,6 mln zł i odpowiednio wyższe w latach następnych, co wynika z rozwoju Spółki, w tym konieczności wyposażenia nowych salonów, modernizację obecnych oraz wydatków na infrastrukturę IT, w tym e-commerce (Wittchen wykorzystuje m. in. mechanizm algorytmów sztucznej inteligencji do bardziej trafnego adresowania reklamy do odbiorców, tzw. marketing automation).

Zwiększamy również prognozy dotyczące dywidendy dla lat 2023-2024. Pozostajemy jednak sceptyczni co do możliwości wypłaty tak sowej dywidendy w latach następnych.

Zmiana prognoz

Nasze prognozy rewidujemy nieznacznie w górę, głównie na poziomie zysku netto, co wynika z poprawy szacunków dotyczących różnic kursowych.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 13.03.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	488 662	490 151	0,3%	521 750	523 370	0,3%	552 019	553 768	0,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	307 857	308 795	0,3%	328 702	329 723	0,3%	347 772	348 874	0,3%
EBITDA	115 128	115 413	0,2%	121 875	122 218	0,3%	127 563	127 921	0,3%
EBIT	89 522	89 808	0,3%	96 013	96 357	0,4%	101 443	101 801	0,4%
Zysk (strata) netto	65 042	66 540	2,3%	71 775	73 530	2,4%	77 964	79 450	1,9%
Marża ze sprzedaży	63,0%	63,0%		63,0%	63,0%		63,0%	63,0%	
Marża EBITDA	23,6%	23,5%		23,4%	23,4%		23,1%	23,1%	
Marża EBIT	18,3%	18,3%		18,4%	18,4%		18,4%	18,4%	
Marża netto	13,3%	13,6%		13,8%	14,0%		14,1%	14,3%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Czynniki ryzyka

Ryzyko makroekonomiczne

Z uwagi na to, że większość przychodów Spółki uzyskiwana jest z tytułu prowadzenia działalności na rynku krajowym, do tych czynników zaliczyć można: stopień stabilizacji sytuacji politycznej, inflację, ogólną kondycję polskiej gospodarki, zmiany sytuacji gospodarczej, wysokość produktu krajowego brutto, politykę podatkową, zmiany stóp procentowych oraz politykę państwa w zakresie rynku nieruchomości. Ponadto, sytuacja gospodarcza w Polsce oraz na rynkach eksportowych Spółki jest powiązana z sytuacją polityczno-gospodarczą w regionie. Zmiany wskaźników makroekonomicznych mogą wpłynąć na zmniejszenie planowanych przychodów bądź na zwiększenie kosztów działalności. Działalność Spółki jest przede wszystkim ściśle uzależniona od koniunktury w sektorze odzieży i dodatków, w tym od poziomu wydatków konsumenckich.

Ryzyko wzrostu kosztów wynagrodzeń

W związku ze zmianami występującymi w systemie podatkowym, systemie wsparcia socjalnego oraz w otoczeniu politycznym i makroekonomicznym, może dojść do nasilenia presji płacowej, co może prowadzić do wzrostu kosztów wynagrodzeń oraz trudności w pozyskaniu pracowników. Dodatkowo zmiany w systemie ubezpieczeń społecznych oraz programów emerytalnych prawdopodobnie będą prowadzić do podwyższenia kosztów wynagrodzeń. Powyższe okoliczności mogą mieć negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki. Należy przy tym zauważyć, iż wzrost kosztów sprzedaży powinien jednakowo dotyczyć wszystkich producentów, w tym konkurentów Spółki, co zwiększa prawdopodobieństwo przeniesienia tych kosztów na odbiorców.

Ryzyko związane z regulacjami celnymi

Grupa uczestniczy w wymianie handlowej z dostawcami i odbiorcami, zlokalizowanymi za granicą. Z tego powodu zmiany regulacji celnych (importowych lub eksportowych) mogą mieć istotny wpływ na jej działalność. Nie można wykluczyć, że w celu ochrony swojego rynku Polska lub Unia Europejska wprowadzi cła zaporowe, opłaty o podobnym charakterze jak cła lub inne ograniczenia importu (np. kontyngenty), które znacząco pogorszyłyby rentowność prowadzonej działalności. Miałyby to wpływ nie tylko na Emitenta, ale także na jego konkurentów. Nie można także wykluczyć, że w celu ochrony swoich przedsiębiorców inne państwa wprowadzą cła zaporowe, co pogorszyłyby rentowność prowadzonej działalności. Istnieje ryzyko związane z regulacjami celnymi (importowymi lub eksportowymi). Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Ryzyko związane ze zmianami kursów walut

Większość transakcji w Spółce i Grupie przeprowadzanych jest w PLN. Ekspozycja Spółki na ryzyko walutowe wynika z zagranicznych transakcji sprzedaży oraz zakupu, które zawierane są przede wszystkim w USD i EUR oraz kosztów najmu lokali, których cena zależna jest od kursu EUR. Znaczne wahania kursów wymiany USD i EUR w stosunku do PLN mogą, w szczególności, zmniejszać wartość należności Spółki lub zwiększać wartość jej zobowiązań, powodując powstanie różnic kursowych obciążających wynik finansowy Spółki. Zmiany kursów wymiany

walut obcych mogą mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

Działalność Grupy podlega zjawisku sezonowości sprzedaży. W 2022 r. 34% sprzedaży zostało wygenerowane w IV kwartale roku kalendarzowego (w 2021 r. odpowiednio 38%). Ma to związek ze zwiększonymi wydatkami klientów na produkty, stanowiące prezenty świąteczne. Dotyczy to zarówno klientów indywidualnych, jak i biznesowych. Zjawisko to ma istotny wpływ na okresowe zwiększenie zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz rodzi potrzebę dokładnej optymalizacji procesów logistycznych, aby zapewnić klientom dostępność produktów w poszczególnych kanałach dystrybucyjnych. Mając na uwadze powyższe zjawisko Spółka i Grupa poszerzają asortyment o produkty o innej strukturze sezonowości, które generują zróżnicowaną sprzedaż w kwartałach, uzależnioną od wyżej wspomnianej sezonowości. Przykładem takich produktów są torebki, buty i konfekcja, których szczyt sprzedaży przypada na wiosnę i jesień oraz bagaż, którego szczyt przypada na lato. Istnieje ryzyko związane z odpowiednim zarządzaniem kapitałem obrotowym, procesami i powierzchnią logistyczną, wynikające z występowania sezonowości sprzedaży. Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Ryzyko związane ze wzrostem kosztów produkcji

surowców, w tym przede wszystkim skóry i tworzyw sztucznych. Pozostałe materiały, używane do wyrobu produktów, w tym dodatków skórzanych (akcesoria metalowe, tkaniny podszewkowe, kleje) nie stanowią istotnego udziału w koszcie wytworzenia gotowego produktu skózanego. Wzrost cen surowców może spowodować zwiększenie kosztu własnego sprzedaży Spółki. Istnieje znaczące ryzyko, że w przyszłości ceny strategicznych surowców przez nią wykorzystywanych wzrosną tak, że pociągnie to za sobą wzrost cen produktów Spółki i w rezultacie ograniczenie ich sprzedaży.

Spółka i Grupa zaopatruje się głównie u zagranicznych dostawców. Większość z tych dostawców działa w Chinach, a więc kraju o niższych kosztach wytworzenia produktu gotowego niż w Polsce. Długoterminowo należy liczyć się z presją na podwyższanie cen sprzedaży gotowych produktów przez wytwórców z Chin, co będzie spowodowane przede wszystkim rosnącymi oczekiwaniami co do wynagrodzeń ze strony pracowników w tym kraju. Spółka i Grupa podejmują i będą podejmować działania mające na celu możliwość zastąpienia dotychczasowych dostawców. W tym celu stale monitorują rynki z państw azjatyckich, w których mogłaby zaopatrywać się na atrakcyjnych warunkach. Powyższe okoliczności mogą mieć negatywny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki w szczególności wpływając na popyt i wartość sprzedaży, a tym samym na marżę uzyskiwaną przez Spółkę i Grupę ze sprzedaży produktów. Należy przy tym zauważyć, iż wzrost kosztów produkcji powinien jednakowo dotyczyć wszystkich producentów, w tym konkurentów Spółki, co zwiększa prawdopodobieństwo przeniesienia tych kosztów na odbiorców.

Ryzyko uzależnienia od najważniejszych odbiorców

Segment B2B jest drugim segmentem pod względem przychodów ze sprzedaży. W ramach kanału B2B Spółka i Grupa wyróżniają sprzedaż krajową oraz sprzedaż eksportową. Krajowymi odbiorcami produktów Spółki są klienci korporacyjni, sieci handlowe lub odbiorcy hurtowi prowadzący sklepy multibrandowe. W 2022 i 2021 roku przychody z transakcji z żadnym klientem nie przekroczyły 10% przychodów ze sprzedaży. W przypadku wzrostu znaczenia kluczowych odbiorców w strukturze przychodów Grupy, istnieje ryzyko uzyskania silniejszej pozycji negocjacyjnej i presji na ceny produktów Spółki. Istnieje także ryzyko utraty znaczącej części przychodów ze sprzedaży w przypadku rezygnacji z dalszej współpracy przez któregoś z kluczowych odbiorców. Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Ryzyko związane z ciągłością działania systemów IT oraz centrum logistycznego

Spółka i Grupa realizuje sprzedaż w kanale e-commerce, który dla utrzymania konkurencyjności wymaga stałego dostępu do strony internetowej oraz krótkich terminów realizacji dostaw. Rosnąca skala działalności jak i postęp techniczny sprawiają, że konieczne jest ciągłe poprawianie funkcjonalności i wydajności systemów IT, a także systemów wydawania towarów zarówno dla kanału on-line jak i sprzedaży tradycyjnej. W przypadku problemów technicznych wynikających zarówno z czynników zewnętrznych, takich jak działanie siły wyższej, awarie łącza, serwerowni zewnętrznych, ataków na stronę internetową, jak i czynników wewnętrznych, takich jak błąd ludzki, uszkodzenie mechaniczne lub nieudane wdrożenie może dojść zarówno do czasowego zatrzymania możliwości zakupu towarów przez Internet, obniżenia efektywności sprzedaży jak i możliwości wydawania towarów przez centrum logistyczne. Emitent nie może także wykluczyć zdarzeń prowadzących do fizycznego uszkodzenia magazynu i towarów tam się znajdujących. Spółka i Grupa aby przeciwdziałać tym ryzykom umiejscawia strategiczne dla działania stron internetowych systemy w serwerowniach zewnętrznych, korzysta ze sprzętu od renomowanych dostawców, dokonuje cyklicznych archiwizacji systemów i danych, posiada dodatkowe łącza i zabezpieczenia dopływu prądu elektrycznego dla strategicznych systemów. Ponadto Emitent posiada polisy w ramach których ubezpieczane jest zarówno mienie jak i utracone korzyści w niektórych przypadkach dłuższego wstrzymania działalności operacyjnej. Brak możliwości sprzedaży internetowej albo istotne obniżenie jej parametrów będzie miało wpływ na wysokość przychodów części on-line w momencie wystąpienia problemu, ale także może wpłynąć na ich wysokość w przyszłości w związku z możliwym pogorszeniem się reputacji sklepu internetowego. Sklepy detaliczne są mniej narażone na ryzyko związane z ciągłością działania systemów, gdyż posiadają niezależne systemy pozwalające na pracę także w sytuacji braku połączenia z Internetem i z systemami centralnymi Spółki, jednakże w sytuacji dłuższego braku zaopatrzenia wynikającego z fizycznego zniszczenia zapasów także przychody przez nie generowane mogą ulec zmniejszeniu. Powyższe może mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność, sytuację finansową i wyniki działalności Spółki.

Wycena

Do wyceny Wittchen 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 odzieżowej. Średnia wycena na dzień 3.07 oszacowana została na poziomie 37,6 zł za akcję, a na koniec 2023 r. 39,5 zł za akcję. Stanowi to spadek w stosunku do naszej wyceny z marca o 1,3 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Wittchen na 39,2 zł (wcześniej 37,2 zł). Wzrost wyceny metodą DCF wynika ze spadku stóp dyskonta oraz nieznacznie lepszych prognoz na poziomie wyniku netto. Z kolei, wycena metodą porównawczą spadła do 33,1 zł (wcześniej 37,6 zł) z uwagi na spadek mnożników spółek porównywalnych.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	39,2
Wycena Porównawcza	0,25	33,1
Cena wynikowa na dzień 3.07		37,6
Cena docelowa na koniec 2023		39,5

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Wittchen odnieśliśmy do czterech polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,25. Z uwagi na niższe mnożniki spółek porównywalnych, metoda porównawcza dała niższą wycenę niż w naszym raporcie marcowym.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	22,5	17,2	13,3	6,8	5,4	4,5	11,9	8,6	7,1
CCC	-	-	22,5	2,9	3,7	3,3	10,4	8,5	5,9
VRG	7,1	6,5	6,3	0,8	0,8	0,7	4,4	3,9	3,7
Esotiq & Henderson	9,2	5,1	4,5	0,9	0,8	0,7	4,1	3,2	2,9
Średnia	13,0	9,6	11,7	2,8	2,7	2,3	7,7	6,1	4,9
Mediana	9,2	6,5	9,8	1,9	2,3	2,0	7,4	6,2	4,8
Wittchen	10,0	9,1	8,4	3,0	3,0	2,5	5,9	5,9	5,4
Implikowana wycena (tys. PLN)	610 837	477 275	777 547	414 948	512 870	525 095	829 957	707 343	585 265
Wycena 1 akcji (PLN)	33,1								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszych dwóch latach prognozy: 5,76% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), następnie w latach 2025-2027 spadek o 0,5 p. p. r/r, (poprzednio: 6,11%)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszych dwóch latach prognozy (6,95%), następnie w latach 2025-2027 spadek o 0,5 p. p. r/r, (bez zmian)

- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,55 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Wittchen i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - maj 2023) (poprzednio: 0,54)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (Damodaran) (bez zmian)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25% (bez zmian)
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości z tendencją malejącą
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	405 919	490 151	523 370	553 768	575 033	597 308	598 802
EBITDA	113 080	115 413	122 218	127 921	132 219	136 560	149 224
EBIT	87 728	89 808	96 357	101 801	105 837	109 915	109 915
CIT	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
NOPLAT	72 139	73 849	79 234	83 711	87 030	90 383	90 383
Amortyzacja		25 606	25 862	26 120	26 381	26 645	26 645
CAPEX		-15 600	-19 812	-25 161	-31 955	-40 583	-40 583
Inwestycje w kapitał obrotowy		-14 954	31 161	9 778	9 285	6 015	6 015
FCFF		98 808	54 123	74 893	72 172	70 431	70 431
WACC		10,4%	10,4%	9,8%	9,3%	9,3%	9,3%
DCFF		89 503	44 420	56 554	50 619	45 206	
Suma DCF	286 301,6						
Wartość rezydualna (TV)	780 542,4						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	458 469,5						
Udział zdyskontowanej TV w EV	61,6%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	744 771,1						
Środki pieniężne na 03.07.2023	31 772,3						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 03.07.2023	60 271,2						
Dług netto na 03.07.2023	28 498,9						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	716 272,1						
Liczba akcji (tys.)	18 290						
Cena 1 akcji (PLN)	39,2						
Przychody zmiana r/r	46,1%	20,8%	6,8%	5,8%	3,8%	3,9%	
EBIT zmiana r/r		2,4%	7,3%	5,7%	4,0%	3,9%	
FCF zmiana r/r			-45,2%	38,4%	-3,6%	-2,4%	
Marża EBITDA	27,9%	23,5%	23,4%	23,1%	23,0%	22,9%	
Marża EBIT	21,6%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	
Marża NOPLAT	17,8%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Wrażliwość modelu DCF

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
7,3%	45,0	45,4	45,9	46,3	46,8	47,3	47,8	
7,8%	43,0	43,4	43,8	44,2	44,6	45,0	45,4	
8,3%	41,3	41,6	42,0	42,3	42,7	43,0	43,4	
8,8%	39,7	40,0	40,3	40,6	41,0	41,3	41,6	
zmiana WACC dla TV	9,3%	38,4	38,6	38,9	39,2	39,5	39,7	40,0
	9,8%	37,1	37,4	37,6	37,9	38,1	38,4	38,6
	10,3%	36,0	36,2	36,4	36,7	36,9	37,1	37,4
	10,8%	35,0	35,2	35,4	35,6	35,8	36,0	36,2
	11,3%	34,1	34,3	34,4	34,6	34,8	35,0	35,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,49%	6,95%	6,95%	6,45%	5,95%	5,95%	5,95%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	11,49%	10,95%	10,95%	10,45%	9,95%	9,95%	9,95%
1-CIT (realny)	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
Efektywny koszt kapitału obcego	9,4%	9,0%	9,0%	8,6%	8,2%	8,2%	8,2%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,58%	5,76%	5,76%	5,26%	4,76%	4,76%	4,76%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Zalewarowana beta	0,67	0,68	0,68	0,65	0,64	0,61	0,64
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	11,5%	10,8%	10,8%	10,1%	9,5%	9,3%	9,5%
Kapitał własny (tys. PLN)	214 364	219 820	225 850	261 539	283 778	323 247	283 778
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	55 446	65 123	64 793	61 051	57 241	41 857	57 241
Razem	269 810	284 943	290 642	322 589	341 019	365 104	341 019
D/E	0,26	0,30	0,29	0,23	0,20	0,13	0,20
Udział Ke	0,79	0,77	0,78	0,81	0,83	0,89	0,83
Udział Kd	0,21	0,23	0,22	0,19	0,17	0,11	0,17
Ważony koszt kapitału własnego	9,1%	8,3%	8,4%	8,2%	7,9%	8,2%	7,9%
Ważony koszt kapitału obcego	1,9%	2,1%	2,0%	1,6%	1,4%	0,9%	1,4%
WACC	11,1%	10,4%	10,4%	9,8%	9,3%	9,1%	9,3%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Prognozy finansowe

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	405 919	490 151	523 370	553 768	575 033	597 308
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	344 957	413 948	438 785	460 725	474 546	488 783
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	60 962	76 203	84 585	93 043	100 487	108 526
Koszty własny sprzedaży	- 150 326	-181 356	-193 647	-204 894	-212 762	-221 004
Zysk brutto na sprzedaży	255 593	308 795	329 723	348 874	362 271	376 304
Koszty sprzedaży	- 150 699	-196 060	-209 348	-221 507	-230 013	-238 923
Koszty zarządu	- 15 607	-19 606	-20 935	-22 151	-23 001	-23 892
Zysk/strata ze sprzedaży	89 287	93 129	99 440	105 216	109 256	113 489
Pozostałe przychody operacyjne	1 249	625	656	689	723	759
Pozostałe koszty operacyjne	- 1 738	-2 105	-2 284	-2 455	-2 590	-2 733
Wynik na aktywach niefinansowych	- 1 070	-1 841	-1 455	-1 648	-1 552	-1 600
Zysk/strata z działalności operacyjnej	87 728	89 808	96 357	101 801	105 837	109 915
Przychody finansowe	182	137	102	77	58	43
Koszty finansowe	- 8 875	-8 875	-6 656	-4 992	-3 744	-2 808
Różnice kursowe	- 617	-150	-384	-267	-325	-296
Zysk/strata brutto	78 418	80 919	89 419	96 619	101 826	106 854
Podatek dochodowy	- 15 532	-14 379	-15 890	-17 169	-18 094	-18 988
Zysk/strata netto	62 886	66 540	73 530	79 450	83 731	87 867

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	330 051	348 024	356 046	390 117	410 025	435 892
Aktywa trwałe	143 439	146 590	151 215	157 750	167 332	167 332
Rzeczowe aktywa trwałe	72 586	77 657	83 083	88 888	95 098	95 098
Wartości niematerialne i prawne	10 303	9 797	9 316	8 858	8 423	8 423
Wartość firmy	17 113	17 113	17 113	17 113	17 113	17 113
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	42 011	39 823	37 748	35 782	33 918	33 918
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 224	2 200	3 955	7 109	12 780	12 780
Aktywa obrotowe	186 612	201 434	204 831	232 366	242 693	268 560
Zapasy	130 400	113 887	145 246	155 675	165 208	171 845
Należności handlowe	21 369	26 435	28 226	29 866	31 012	32 214
Pożyczki i pozostałe należności	2 076	1 409	1 743	1 576	1 659	1 617
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	18 189	45 430	15 191	30 901	30 426	48 515
Rozliczenia międzyokresowe	14 578	14 273	14 425	14 349	14 387	14 368
PASYWA	330 051	348 024	356 046	390 117	410 025	435 892
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	214 364	219 820	225 850	261 539	283 778	323 247
Kapitał podstawowy	3 658	3 658	3 658	3 658	3 658	3 658
Kapitał zapasowy	51 911	51 911	51 911	51 911	51 911	51 911
Pozostałe kapitały	5 947	5 947	5 947	5 947	5 947	5 947
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	152 848	158 304	164 334	200 023	222 262	261 731
Udziały niekontrolujące	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	36 429	40 314	41 842	40 052	35 033	19 694
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	31 148	35 033	36 561	34 771	29 752	14 413
Długoterminowe rezerwy	81	81	81	81	81	81
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	5 200	5 200	5 200	5 200	5 200	5 200
Zobowiązania krótkoterminowe	79 258	87 890	88 354	88 526	91 214	92 950
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	5 605	11 210	8 408	5 465	3 552	2 309
Zobowiązania z tytułu leasingu	18 693	18 880	19 824	20 815	23 937	25 134
Zobowiązania handlowe	29 534	32 374	34 697	36 820	38 299	40 081
Świadczenia pracownicze	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	20 283	20 283	20 283	20 283	20 283	20 283
Rezerwy	1 389	1 389	1 389	1 389	1 389	1 389
Pozostałe zobowiązania	267	267	267	267	267	267
Rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	987	987	987	987	987	987

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	77 072	109 662	71 080	97 607	102 491	109 734
Przepływy inwestycyjne	-7 770	-14 114	-18 326	-23 675	-30 469	-39 097
Przepływy finansowe	-104 077	-68 307	-82 994	-58 222	-72 498	-52 549
Przepływy pieniężne netto	-34 775	27 241	-30 239	15 711	-475	18 089
Środki pieniężne na koniec okresu	18 189	45 430	15 191	30 901	30 426	48 515

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

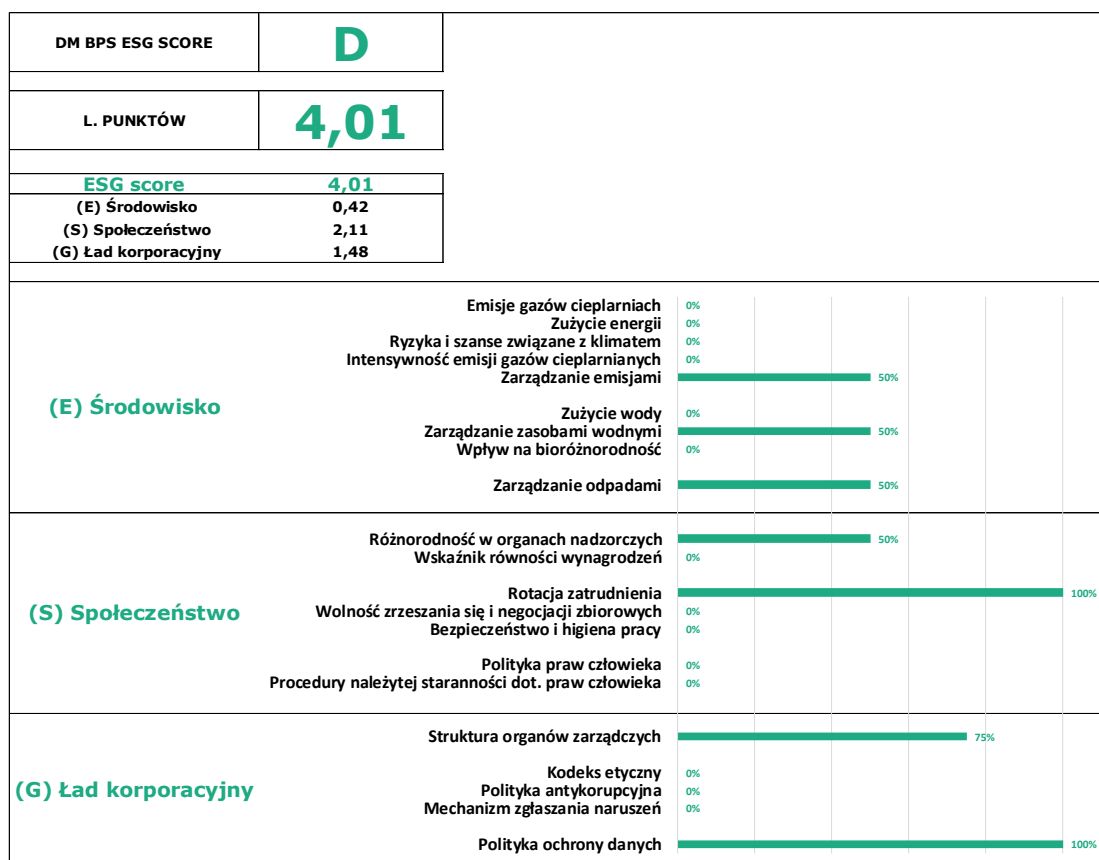
Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	46,1%	20,8%	6,8%	5,8%	3,8%	3,9%
EBITDA (zmiana, r/r)	43,5%	2,1%	5,9%	4,7%	3,4%	3,3%
EBIT (zmiana, r/r)	63,5%	2,4%	7,3%	5,7%	4,0%	3,9%
Zysk netto (zmiana, r/r)	48,9%	5,8%	10,5%	8,1%	5,4%	4,9%
Marża brutto na sprzedaży	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Marża EBITDA	27,9%	23,5%	23,4%	23,1%	23,0%	22,9%
Marża EBIT	21,6%	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%
Marża brutto	19,3%	16,5%	17,1%	17,4%	17,7%	17,9%
Marża netto	15,5%	13,6%	14,0%	14,3%	14,6%	14,7%
COGS / Przychody	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
SG&A / Przychody	30,0%	33,9%	41,2%	41,6%	42,4%	42,4%
SG&A / COGS	80,9%	91,7%	111,4%	112,4%	114,5%	114,5%
ROE	29,3%	30,3%	32,6%	30,4%	29,5%	27,2%
ROA	19,1%	19,1%	20,7%	20,4%	20,4%	20,2%
Dług (tys. PLN)	55 446	65 123	64 793	61 051	57 241	41 857
D/(D+E)	0,21	0,23	0,22	0,19	0,17	0,11
D/E	0,26	0,30	0,29	0,23	0,20	0,13
EV (tys. PLN)	629 143	646 707	616 798	636 251	639 585	673 059
Dług / EV	0,09	0,10	0,11	0,10	0,09	0,06
CAPEX / Przychody	2,28%	3,18%	3,79%	4,54%	5,56%	6,79%
CAPEX / Amortyzacja	36,5%	60,9%	76,6%	96,3%	121,1%	152,3%
Amortyzacja / Przychody	6,2%	5,2%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%
Zmiana KO / Przychody	6,3%	-3,1%	6,0%	1,8%	1,6%	1,0%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Wittchen w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Analizę przeprowadzamy raz w roku. **DM BPS ESG Score wyniósł 4,01 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę D. W naszej ocenie Spółka posiada duży potencjał, aby poprawić komunikację z rynkiem głównie w obszarach związanych ze środowiskiem oraz z prawami człowieka.**



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Raport okresowy za 2022
Sprawozdanie Zarządu z działalności za rok 2022
Strona www

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

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.

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. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 3 lipca 2023 roku, 8:20

Pierwsze udostępnienie opracowania: 3 lipca 2023 roku, 8:30

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

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 zlecciodawców.

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.

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/spótek, 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/wittchen-sa>

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.

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

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
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
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	8,62	4,89	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	32,70	31,20	Raport Aktualizujący	06.06.2023	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,80	2,27	Raport Aktualizujący	09.06.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,28	5,10	Raport Aktualizujący	13.06.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,50	Raport Aktualizujący	14.06.2023	Artur Wizner
WITTCHEN	AKUMULUJ	39,50	36,60	Raport Aktualizujący	03.07.2023	Łukasz Bryl

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Dr Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>