

Wittchen SA

Raport aktualizujący

Rewizja oczekiwań w obliczu presji kosztowej i słabnącego popytu

06.10.2023 08:30

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	30,4
Wycena DCF [PLN]	30,0
Wycena porównawcza [PLN]	28,7
Cena rynkowa [PLN]	23,8
Pot. wzrostu/spadku [%]	27,7%
Kapitalizacja [mln PLN]	437,0
Free float [%]	40,0%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	WTN
Bloomberg	WTN PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

Jędrzej i Monika Wittchen 60,0%

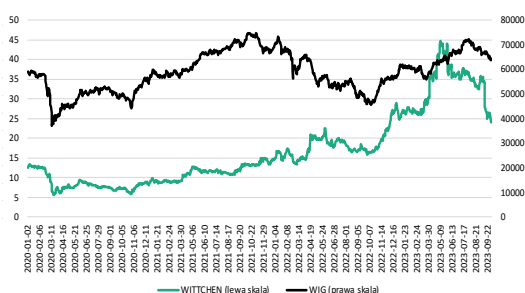
Czynniki wzrostu

Atrakcyjna oferta
Ekspansja zagraniczna
Sprzedaż e-commerce

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa

Kurs akcji Wittchen względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Słabnąca dynamika sprzedaży, ponad proporcjonalny wzrost kosztów sprzedaży, zbycie znaczącego pakietu akcji przez głównego akcjonariusza oraz **ogólne pogorszenie sentymentu do Spółki sprowadziły notowania Wittchena do najniższych poziomów w tym roku**. Na poziomie przychodów widać znaczące osłabienie ich dynamiki. Najnowsze szacunki za III kwartał sugerują pogłębienie negatywnych tendencji. O ile w II kwartale przychody wzrosły o 27,2%, to w III kwartale wzrost ten spowolnił do 9% w ujęciu rocznym. Ponadto, całociowe wyniki za II kwartał, mimo, że wciąż relatywnie dobre, rozczarowały inwestorów, głównie za sprawą niższego niż rok temu zysku operacyjnego, który spadł o 9,6% (przy wzroście przychodów o 27,2%) do 15,8 mln zł. W konsekwencji rentowność operacyjna uległa obniżeniu o 6,4 p. p. do 14,3%. Wittchen wyraźnie odczuwa presję inflacyjną w gospodarce krajowej (przychody w Polsce stanowią 80%), co przekłada się na wyższe stawki czynszów w galeriach handlowych oraz większe wymagania płacowe. **Wśród pozytywów** należy wymienić utrzymanie marży brutto na sprzedaży na niezmienionym, wysokim poziomie (63%) oraz poprawę r/r zysku netto, co jednak wynikało z korzystnych różnic kursowych. **Przed Wittchenem jednak wysokie (i niezbędne) wydatki inwestycyjne** związane z zakupem gruntu i budową nowego centrum logistycznego, które w krótkim okresie będą ciężać na wartości Spółki.

Finalnie obniżamy naszą wycenę do 30,4 zł (z 39,5 zł) za 1 akcję na koniec 2023 r., co wynika z rewizji w górę CAPEX-ów oraz obniżenia prognozowanej rentowności operacyjnej.

	tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody		405 919	477 156	509 290	538 646	559 085	580 480
EBITDA		113 080	84 315	104 265	108 889	112 416	115 949
marża EBITDA		27,9%	17,7%	20,5%	20,2%	20,1%	20,0%
EBIT		87 728	58 709	78 403	82 769	86 035	89 303
Zysk netto		62 886	40 968	58 766	63 800	67 448	70 917
Kapitał własny		214 364	222 558	234 311	267 487	291 768	328 645
Dług netto		37 257	14 677	65 000	37 637	27 045	3 307
P/E		10,6	16,3	11,3	10,4	9,9	9,4
P/BV		3,1	3,0	2,8	2,5	2,3	2,0
EV/EBITDA		6,2	8,1	7,0	6,5	6,2	5,8
EPS		3,4	2,2	3,2	3,5	3,7	3,9

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

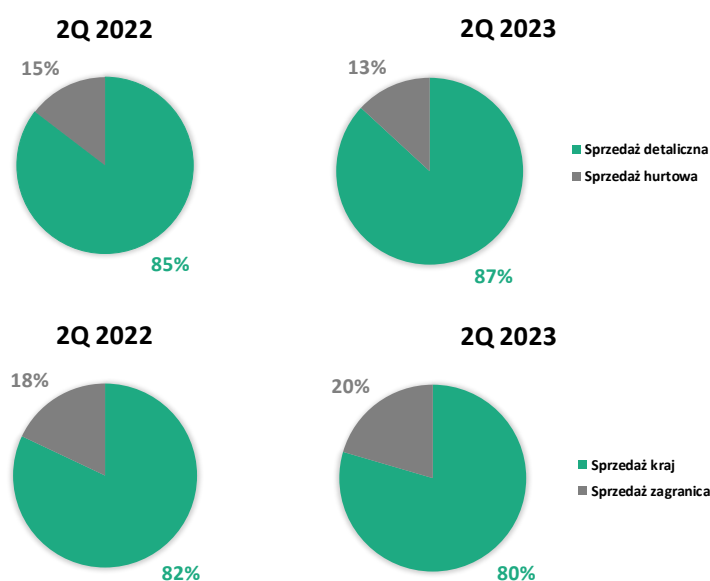
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w II kwartale 2023 r.

- Wyniki za II kwartał 2023 są wciąż dobre, choć poniżej oczekiwań. Spółka osiągnęła sprzedaż w wysokości 110,4 mln zł, co stanowi wzrost o odpowiednio 27,2% r/r i 14,6% k/k. Wzrosty miały miejsce zarówno w segmencie hurtowym jak i detalicznym, w kraju oraz zagranicą, choć dynamika sprzedaży zagranicą znacząco przewyższyła dynamikę krajową (44,9% wobec 23,4%).

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1Q 2021	2Q2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023	2Q2023
Przychody ze sprzedaży	38 294	53 607	79 924	106 025	64 292	86 764	118 151	136 712	96 340	110 401
Sprzedaż detaliczna	34 572	49 854	74 512	90 345	56 695	74 081	100 550	113 631	85 127	95 894
Sprzedaż hurtowa	3 722	3 753	5 412	15 267	7 597	12 683	17 601	23 081	11 213	14 507
Sprzedaż kraj	32 164	44 589	68 579	87 895	50 380	71 165	91 262	111 068	76 421	87 799
Sprzedaż zagranica	6 130	8 909	11 345	18 130	13 912	15 599	26 525	26 008	19 919	22 602
Koszty własny sprzedaży	-14 635	-19 744	-30 273	-39 190	-24 214	-31 389	-43 546	-51 177	-35 656	-40 209
Zysk brutto na sprzedaży	23 659	33 863	49 651	66 835	40 078	55 375	74 605	85 535	60 684	70 192
Koszty sprzedaży	-21 796	-24 497	-29 811	-34 834	-29 769	-33 151	-41 468	-46 311	-41 935	-49 702
Koszty zarządu	-2 525	-2 474	-2 489	-3 231	-3 064	-3 763	-4 027	-4 753	-5 803	-4 014
Zysk/strata ze sprzedaży	-662	6 892	17 351	28 770	7 245	18 461	29 110	34 471	12 946	16 476
Pozostałe przychody operacyjne	2 913	920	1 789	707	425	84	250	490	163	767
Pozostałe koszty operacyjne	-208	-789	-706	-651	-1 295	94	-25	-512	-765	-1 350
Wynik na aktywach niefinansowych	-1 583	67		-1 053		-1 181		111	110	-110
Zysk/strata z działalności operacyjnej	460	7 090	18 434	27 773	6 375	17 458	29 335	34 560	12 454	15 783
Przychody finansowe		0	-1 399	-639		2	-2	182	7	1 511
Koszty finansowe	-493	-482	-443	-475	-517	-560	-6 915	-883	-507	-573
Różnice kursowe	-537	2 678		317	563	-3 358		2 178	1 092	1 057
Zysk/strata brutto	-570	9 286	16 592	26 976	6 421	13 542	22 418	36 037	13 046	17 778
Podatek dochodowy	110	-1 826	-3 042	-5 179	-1 472	-2 424	-4 559	-7 077	-2 984	-4 597
Zysk/strata netto	-460	7 460	13 550	21 797	4 949	11 118	17 859	28 960	10 062	13 181

Źródło: Spółka

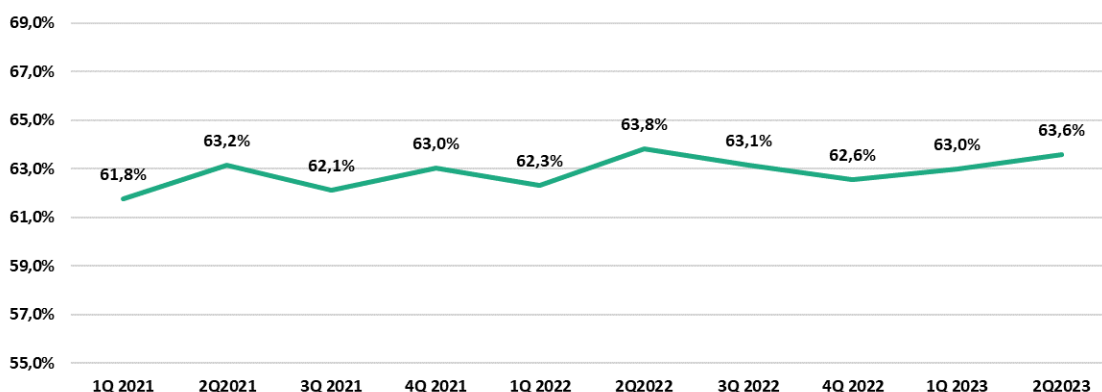
- Struktura rzeczowa jak i geograficzna sprzedaży pozostaje relatywnie niezmienna. Wciąż dominującym segmentem pozostaje segment detaliczny oraz sprzedaż krajowa. Zauważamy jednak, że udział sprzedaży zagranicznej w II kwartale 2023 zwiększył się o 2 p. p. w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- Wittchen utrzymuje założony poziom marży brutto na sprzedaży, która w II kwartale 2023 wyniosła 63,6%. Jest to, jak na standardy branży, wysoka wartość, stąd, tym bardziej pozytywnie należy ocenić fakt utrzymywania jej na tym poziomie. W rzeczywistości marża brutto na sprzedaży stanowi punkt wyjścia dla przychodów Spółki, ponieważ Wittchen chcąc utrzymać rentowność jest w stanie przenosić koszt własny sprzedaży na klienta końcowego.

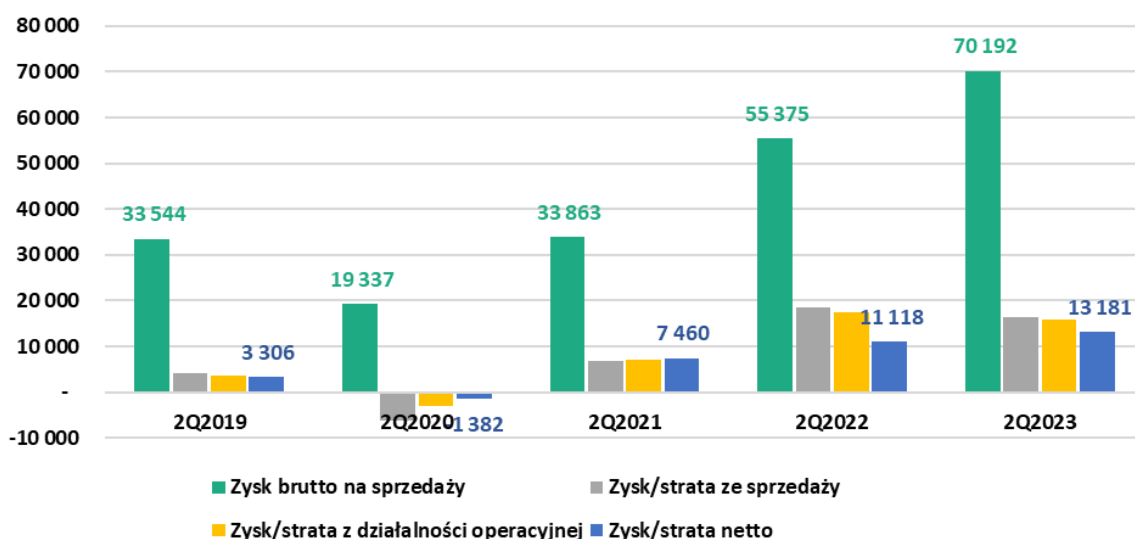
Marża brutto na sprzedaży



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- O ile wyniki sprzedażowe należy ocenić pozytywnie, to negatywnym zaskoczeniem jest kształtowanie się kosztów podstawowej działalności.
- Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu uległy zwiększeniu w ujęciu rocznym, przy czym wzrost kosztów sprzedaży wyniósł 49,9% r/r, zaś kosztów ogólnego zarządu 6,7%. W ujęciu rodzajowym Spółka nie podaje wartości kosztów w ujęciu kwartalnym, tylko półrocznym, niemniej jednak z ich analizy wynika, że największe wzrosty r/r miały miejsce w przypadku kosztów usług obcych (wzrost o 61,7 proc. r/r) oraz wynagrodzeń (wzrost o 26,5% r/r), co jest pochodną wzrostu czynszów w galeriach handlowych (sieć sklepów stacjonarnych należy do kosztochłonnych form sprzedaży), wzrostu płacy minimalnej oraz ogólnego środowiska wysokiej inflacji w kraju i zagranicą. Spółka korzysta także z zewnętrznych źródeł magazynowania z uwagi na brak miejsca w obecnie posiadanych lokalizacjach.
- W konsekwencji, na poziomie zysków Spółka wypracowała wyniki, których tylko część była wyższa niż rok wcześniej. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 70,2 mln zł, co oznacza wzrost o 26,8% r/r. Zysk operacyjny wyniósł 15,8 mln zł, co oznacza spadek o 9,6% r/r, zaś zysk netto ukształtował się na poziomie 13,2 mln zł, podczas gdy rok temu wyniósł 11,1 mln zł (wzrost o 18,6% r/r). Dobry wynik na poziomie zysku netto wynikał z dodatnich różnic kursowych.

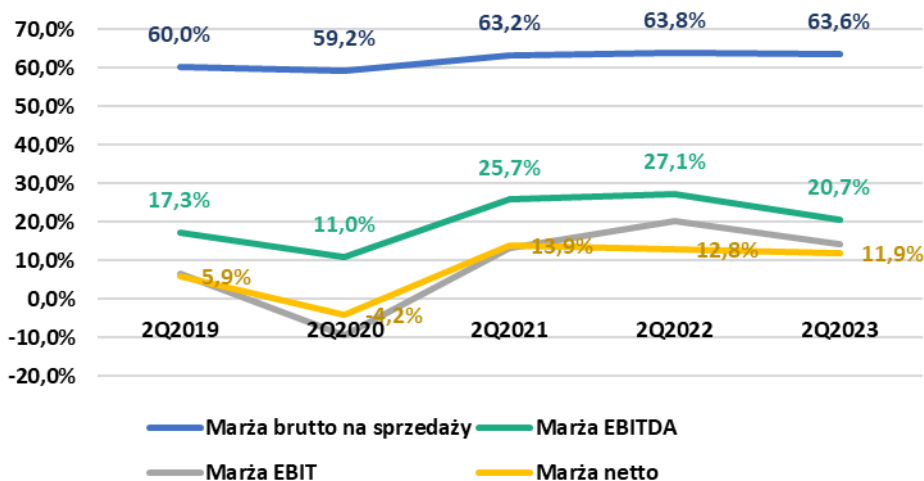
Zyski z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- W II kwartale 2023 r. Wittchen osiągnął dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Spółka utrzymała wysoką marżę brutto na sprzedaży (63,6%), ale na pozostałych poziomach doszło do zmniejszenia marży. Marża operacyjna spadła aż o 6,4 p. p. do 14,3%. Marża zysku netto spadła z kolei o 0,9 p. p. do 11,9%

Rentowność

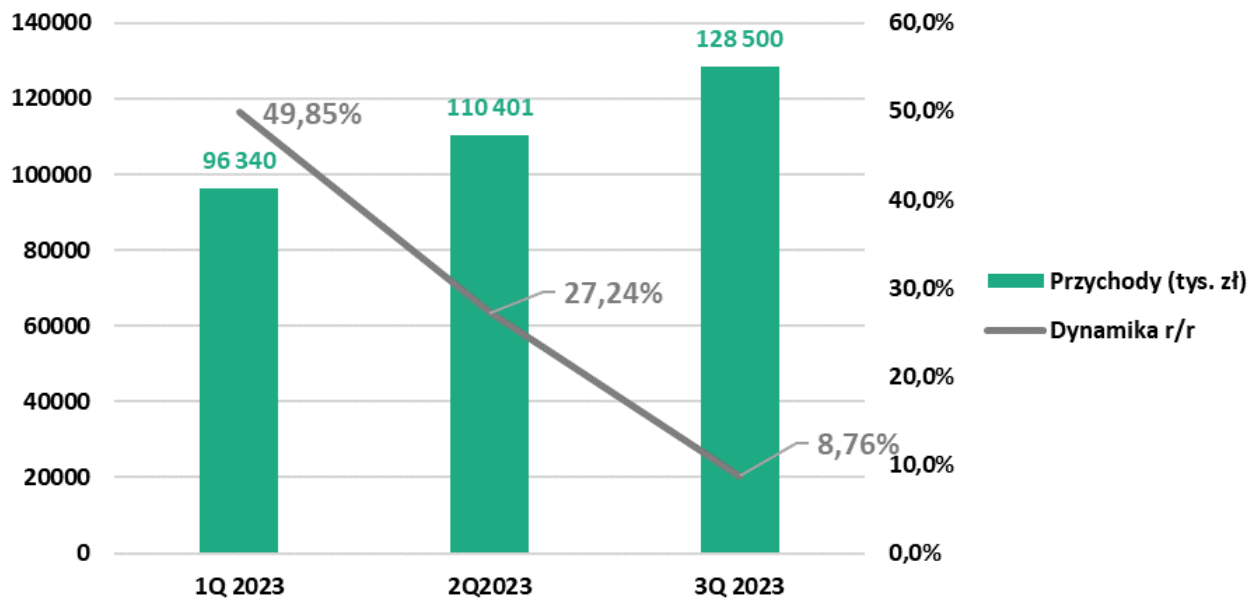


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Podsumowując wyniki za II kwartał należy zauważyć, że Wittchen wciąż generuje dodatnią dynamikę przychodów, aczkolwiek jej tempo uległo spowolnieniu w stosunku do I kwartału, w którym sprzedaż wzrosła o 49,8%. Najnowsze szacunki przychodów za III kwartał potwierdzają wcześniejsze obawy dotyczące słabnącego popytu wynikającego ze spadku siły nabywczej konsumentów. Sprzedaż w okresie lipiec-wrzesień wzrosła o 9%, z czego w segmencie

detalicznym o 10%, a w segmencie hurtowym o 2%. W konsekwencji narastająco od początku roku przychody wzrosły o 24%.

Przychody i ich dynamika r/r



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

O ile marża brutto na sprzedaży wciąż jest utrzymywana, to Spółka zanotowała silne spadki marży operacyjnej, będące konsekwencją wysokich kosztów sprzedaży.

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Prognozy

Z biznesowego punktu widzenia wciąż pozytywnie postrzegamy bieżącą działalność Spółki jak i długoterminowy model biznesowy zakładający trójstopniową internacjonalizację, utrzymanie marży brutto na sprzedaży na wyznaczonym poziomie oraz ścisłą kontrolę kosztów. Pozytywnie postrzegamy fakt, że Wittchen stał się członkiem Grupy Kluczowych Klientów Amazona, co stwarza nowe możliwości marketingowe, wyższą pozycję przy wyszukiwaniu i finalnie przyczynia się do zwiększenia potencjału sprzedażowego przez tę platformę. Na obecnym etapie zdarzenie to traktujemy jednak wciąż jako bez istotnego wpływu na stronę przychodową. W obliczu słabszego popytu (zauważamy, że postpandemiczny boom popytowy na walizki i torby podróżne powoli wygasa) oraz braku wyraźnych podwyżek cen produktów przez Spółkę, obniżamy nasze wcześniejsze prognozy dotyczące wysokiej dynamiki przychodów dla roku 2023 i lat następnych, szczególnie dla kanału hurtowego (B2B), którego sprzedaż w II i III kwartale była poniżej naszych oczekiwań. Podtrzymujemy nasze założenie dotyczące zakładanej marży brutto na sprzedaży na poziomie 63% w całym okresie szczegółowej prognozy. Rentowność Spółki jest obecnie w największym stopniu zależna od kształtowania się kosztów sprzedaży. Nasze szacunki dotyczące kształtowania się tej kategorii kosztowej rewidujemy w górę z uwagi na fakt, że ich wielkość w I półroczu, w szczególności w II kwartale negatywnie nas zaskoczyła. Tym samym, obawiamy się, że nasza prognoza zysku operacyjnego na rok 2023 w wysokości 89,8 mln zł będzie niemożliwa do osiągnięcia. Nasz zaktualizowany szacunek zakłada zysk operacyjny za 2023 r. na poziomie 75,1 mln zł. Konserwatywnie podchodzimy także do prognozy kształtowania się zysku operacyjnego w latach 2024-2027. Obniżenie prognozy na poziomie EBIT-u skutkuje także obniżeniem szacunku zysku netto. Zgodnie z zapowiedziami Spółki, dotyczącymi inwestycji w nowe centrum logistyczne, istotnie rewidujemy w górę prognozy dot. CAPEX-ów na rok 2024 i 2025, podwyższając łączne nakłady inwestycyjne do 76,7 mln zł. Na lata 2026-2027 utrzymujemy nasze wcześniejsze szacunki. Z uwagi na znaczące nakłady inwestycyjne obniżamy również prognozy dotyczące wypłaty dywidendy.

Zmiana prognoz

Nasze prognozy rewidujemy w dół zarówno na poziomie przychodów jak i (przede wszystkim) na poziomie zysków: EBITDA, EBIT i netto.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 3.07.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	490 151	477 156	-2,7%	521 750	509 290	-2,4%	552 019	538 646	-2,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	308 795	300 608	-2,7%	328 702	320 853	-2,4%	347 772	339 347	-2,4%
EBITDA	115 413	98 629	-14,5%	121 875	104 265	-14,4%	127 563	108 889	-14,6%
EBIT	89 808	73 024	-18,7%	96 013	78 403	-18,3%	101 443	82 769	-18,4%
Zysk (strata) netto	66 540	52 739	-20,7%	71 775	58 766	-18,1%	77 964	63 800	-18,2%
Marża ze sprzedaży	63,0%	63,0%		63,0%	63,0%		63,0%	63,0%	
Marża EBITDA	23,5%	20,7%		23,4%	20,5%		23,1%	20,2%	
Marża EBIT	18,3%	15,3%		18,4%	15,4%		18,4%	15,4%	
Marża netto	13,6%	11,1%		13,8%	11,5%		14,1%	11,8%	

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 pogorszyłoby 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 podszejkowe, 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 6.10 oszacowana została na poziomie 29,7 zł za akcję, a na koniec 2023 r. 30,4 zł za akcję. Stanowi to spadek w stosunku do naszej wyceny z marca o 9,1 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Wittchen na 30 zł (wcześniej 39,2 zł). Spadek wyceny metodą DCF wynika z wyższych prognozowanych nakładów inwestycyjnych oraz niższych prognoz na poziomie zysków. Z kolei, wycena metodą porównawczą spadła do 28,7 zł (wcześniej 33,1 zł) z uwagi na spadek prognozowanych poziomów zysku oraz mnożników spółek porównywalnych.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	30,0
Wycena Porównawcza	0,25	28,7
Cena wynikowa na dzień 6.10		29,7
Cena docelowa na koniec 2023		30,4

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 w lipcu.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	19,3	14,0	11,2	5,8	4,8	3,8	10,4	7,5	6,1
CCC	-	-	20,0	2,6	3,0	2,8	9,9	7,3	5,3
VRG	8,3	7,9	7,3	0,7	0,7	0,7	6,7	6,2	5,9
Esotiq & Henderson	10,7	5,5	5,1	0,9	0,9	0,8	4,4	3,3	3,1
Średnia	12,8	9,1	10,9	2,5	2,3	2,0	7,8	6,1	5,1
Mediana	10,7	7,9	9,3	1,8	1,9	1,8	8,3	6,8	5,6
Wittchen	16,3	11,3	10,4	3,0	2,8	2,5	8,1	7,0	6,5
Implikowana wycena (tys. PLN)	439 173	461 315	590 719	393 347	455 026	484 832	684 238	639 137	568 081
Wycena 1 akcji (PLN)	28,7								

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

- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,54 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Wittchen i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - wrzesień 2023) (poprzednio: 0,55)
- 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	477 156	509 290	538 646	559 085	580 480	581 931
EBITDA	113 080	84 315	104 265	108 889	112 416	115 949	126 011
EBIT	87 728	58 709	78 403	82 769	86 035	89 303	89 303
CIT	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%
NOPLAT	72 139	48 277	64 471	68 061	70 746	73 434	73 434
Amortyzacja		25 606	25 862	26 120	26 381	26 645	26 645
CAPEX		-15 600	-51 480	-25 199	-31 877	-40 325	-40 325
Inwestycje w kapitał obrotowy		-17 232	39 427	4 150	9 259	5 950	5 950
FCFF		75 515	-575	64 832	55 991	53 805	53 805
WACC		10,2%	9,8%	9,2%	8,7%	8,7%	8,7%
DCFF		68 494	-477	49 763	40 137	35 490	
Suma DCF	193 406,6						
Wartość rezydualna (TV)	638 354,8						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	387 432,4						
Udział zdyskontowanej TV w EV	66,7%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	580 839,0						
Środki pieniężne na 06.10.2023	26 054,5						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 06.10.2023	57 805,6						
Dług netto na 06.10.2023	31 751,1						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	549 087,8						
Liczba akcji (tys.)	18 290						
Cena 1 akcji (PLN)	30,0						
Przychody zmiana r/r	46,1%	17,5%	6,7%	5,8%	3,8%	3,8%	
EBIT zmiana r/r		-33,1%	33,5%	5,6%	3,9%	3,8%	
FCF zmiana r/r			-100,8%	-11384,1%	-13,6%	-3,9%	
Marża EBITDA	27,9%	17,7%	20,5%	20,2%	20,1%	20,0%	
Marża EBIT	21,6%	12,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	
Marża NOPLAT	17,8%	10,1%	12,7%	12,6%	12,7%	12,7%	

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%	
6,7%	35,4	35,8	36,2	36,6	37,0	37,5	38,0	
7,2%	33,5	33,9	34,2	34,6	35,0	35,4	35,8	
7,7%	31,9	32,2	32,5	32,9	33,2	33,5	33,9	
8,2%	30,5	30,8	31,1	31,3	31,6	31,9	32,2	
zmiana WACC dla TV	8,7%	29,3	29,5	29,8	30,0	30,3	30,5	30,8
	9,2%	28,2	28,4	28,6	28,8	29,1	29,3	29,5
	9,7%	27,2	27,4	27,6	27,8	28,0	28,2	28,4
	10,2%	26,3	26,5	26,6	26,8	27,0	27,2	27,4
	10,7%	25,5	25,6	25,8	26,0	26,1	26,3	26,5

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,49%	5,60%	5,10%	4,60%	4,10%	3,60%	4,10%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	11,49%	9,60%	9,10%	8,60%	8,10%	7,60%	8,10%
1-CIT (realny)	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%	82,2%
Efektywny koszt kapitału obcego	9,4%	7,9%	7,5%	7,1%	6,7%	6,2%	6,7%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,58%	5,95%	5,45%	4,95%	4,45%	3,95%	4,45%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
Zalewarowana beta	0,66	0,67	0,67	0,64	0,62	0,60	0,62
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	11,5%	10,9%	10,4%	9,7%	9,0%	8,4%	9,0%
Kapitał własny (tys. PLN)	214 364	222 558	234 311	267 487	291 768	328 645	291 768
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	55 446	65 123	65 996	56 832	46 953	38 040	46 953
Razem	269 810	287 680	300 307	324 319	338 721	366 685	338 721
D/E	0,26	0,29	0,28	0,21	0,16	0,12	0,16
Udział Ke	0,79	0,77	0,78	0,82	0,86	0,90	0,86
Udział Kd	0,21	0,23	0,22	0,18	0,14	0,10	0,14
Ważony koszt kapitału własnego	9,1%	8,5%	8,1%	8,0%	7,8%	7,5%	7,8%
Ważony koszt kapitału obcego	1,9%	1,8%	1,6%	1,2%	0,9%	0,6%	0,9%
WACC	11,0%	10,2%	9,8%	9,2%	8,7%	8,1%	8,7%

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	477 156	509 290	538 646	559 085	580 480
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	344 957	407 049	431 472	453 046	466 637	480 636
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	60 962	70 106	77 818	85 600	92 448	99 844
Koszty własny sprzedaży	- 150 326	-176 548	-188 437	-199 299	-206 861	-214 778
Zysk brutto na sprzedaży	255 593	300 608	320 853	339 347	352 224	365 702
Koszty sprzedaży	- 150 699	-219 492	-218 995	-231 618	-240 407	-249 606
Koszty zarządu	- 15 607	-19 086	-20 372	-21 546	-22 363	-23 219
Zysk/strata ze sprzedaży	89 287	62 030	81 486	86 183	89 454	92 877
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	58 709	78 403	82 769	86 035	89 303
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	49 821	71 466	77 587	82 023	86 243
Podatek dochodowy	- 15 532	-8 853	-12 699	-13 787	-14 575	-15 325
Zysk/strata netto	62 886	40 968	58 766	63 800	67 448	70 917

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	330 051	352 339	366 048	392 187	408 063	437 805
Aktywa trwałe	143 439	146 590	169 087	170 827	175 217	182 426
Rzeczowe aktywa trwałe	72 586	77 657	100 955	101 964	102 984	110 193
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	205 749	196 962	221 360	232 845	255 379
Zapasy	130 400	113 887	152 331	157 191	166 738	173 354
Należności handlowe	21 369	25 734	27 467	29 050	30 152	31 306
Pożyczki i pozostałe należności	2 076	1 409	1 743	1 576	1 659	1 617
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	18 189	50 446	997	19 195	19 908	34 733
Rozliczenia międzyokresowe	14 578	14 273	14 425	14 349	14 387	14 368
PASYWA	330 051	352 339	366 048	392 187	408 063	437 805
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	214 364	222 558	234 311	267 487	291 768	328 645
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	161 042	172 795	205 971	230 252	267 129
Zobowiązania długoterminowe	36 429	40 314	43 046	35 833	25 785	18 293
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	31 148	35 033	37 765	30 552	20 504	13 012
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	89 468	88 692	88 867	90 510	90 867
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	5 605	11 210	8 408	5 465	3 552	2 131
Zobowiązania z tytułu leasingu	18 693	18 880	19 824	20 815	22 897	22 897
Zobowiązania handlowe	29 534	33 952	35 034	37 161	38 635	40 413
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

UNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	77 072	86 369	48 051	87 584	86 233	92 850
Przepływy inwestycyjne	-7 770	-14 114	-49 994	-23 713	-30 391	-38 839
Przepływy finansowe	-104 077	-39 997	-47 506	-45 673	-55 128	-39 187
Przepływy pieniężne netto	-34 775	32 257	-49 450	18 198	714	14 825
Środki pieniężne na koniec okresu	18 189	50 446	997	19 195	19 908	34 733

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

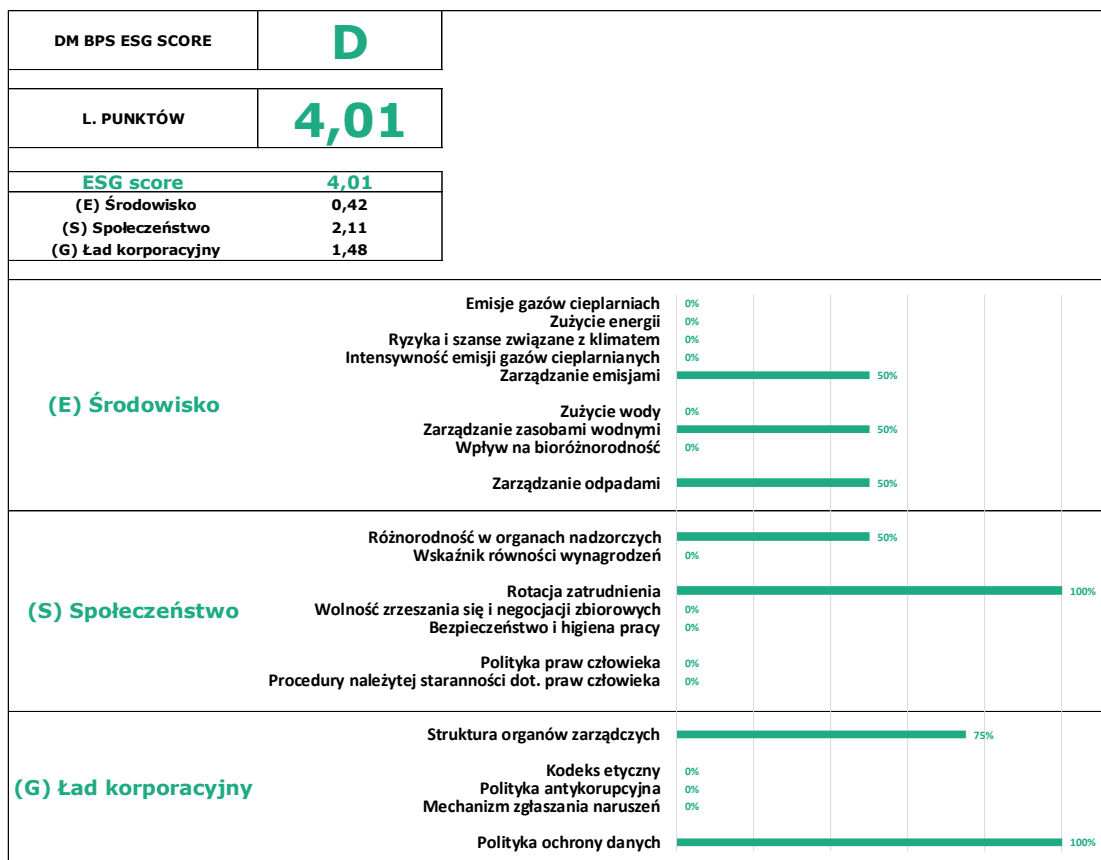
Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	46,1%	17,5%	6,7%	5,8%	3,8%	3,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	43,5%	-25,4%	23,7%	4,4%	3,2%	3,1%
EBIT (zmiana, r/r)	63,5%	-33,1%	33,5%	5,6%	3,9%	3,8%
Zysk netto (zmiana, r/r)	48,9%	-34,9%	43,4%	8,6%	5,7%	5,1%
Marża brutto na sprzedaży	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Marża EBITDA	27,9%	17,7%	20,5%	20,2%	20,1%	20,0%
Marża EBIT	21,6%	12,3%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Marża brutto	19,3%	10,4%	14,0%	14,4%	14,7%	14,9%
Marża netto	15,5%	8,6%	11,5%	11,8%	12,1%	12,2%
COGS / Przychody	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
SG&A / Przychody	30,0%	34,9%	46,8%	44,4%	45,3%	45,3%
SG&A / COGS	80,9%	94,2%	126,6%	120,1%	122,4%	122,3%
ROE	29,3%	18,4%	25,1%	23,9%	23,1%	21,6%
ROA	19,1%	11,6%	16,1%	16,3%	16,5%	16,2%
Dług (tys. PLN)	55 446	65 123	65 996	56 832	46 953	38 040
D/(D+E)	0,21	0,23	0,22	0,18	0,14	0,10
D/E	0,26	0,29	0,28	0,21	0,16	0,12
EV (tys. PLN)	629 143	651 723	601 400	628 763	639 355	663 093
Dług / EV	0,09	0,10	0,11	0,09	0,07	0,06
CAPEX / Przychody	2,28%	3,27%	10,11%	4,68%	5,70%	6,95%
CAPEX / Amortyzacja	36,5%	60,9%	199,1%	96,5%	120,8%	151,3%
Amortyzacja / Przychody	6,2%	5,4%	5,1%	4,8%	4,7%	4,6%
Zmiana KO / Przychody	6,3%	-3,6%	7,7%	0,8%	1,7%	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 badan 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: 6 października 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 6 października 2023 roku, 8:40

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 o 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/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:

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
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
CCC	TRZYMAJ	42,70	42,70	Raport Aktualizujący	11.07.2023	Artur Wizner
WITTCHEN	KUPUJ	30,40	23,80	Raport Aktualizujący	06.10.2023	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>