

Monnari Trade SA

Raport aktualizujący

Rekordowy przychód kwartalny, inflacja sprzyja, ale i szkodzi

13.06.2023 08:30

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	7,3
Wycena DCF [PLN]	5,4
Wycena porównawcza [PLN]	11,3
Cena rynkowa [PLN]	5,1
Pot.wzrostu/spadku [%]	42,7%
Kapitalizacja [mln PLN]	155,9
Free float [%]	61,3%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	MON
Bloomberg	MON PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

[%]

Misztal Mirosław	34,1
MONNARI TRADE S.A.	15,1
Fair Sp. z o.o.	8,3

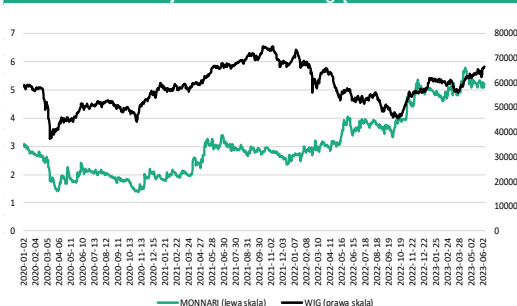
Czynniki wzrostu

Silna złotówka
Konkurencyjna oferta
Wysoki poziom gotówki

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa

Kurs akcji Monnari Trade względem WIG



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 Monnari Trade. Mimo, że I kwartał jest zazwyczaj najgorszy dla spółek odzieżowych oraz faktu, że Monnari Trade zmniejszyła liczbę sklepów oraz powierzchnię sprzedażową, Spółka wypracowała rekordowe w historii kwartalne przychody w wysokości 67,5 mln zł, co wynika częściowo z wyższych cen oferowanych produktów. Spółce udało się także utrzymać względnie wysoką marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 55,4%. Niemniej jednak środowisko wysokiej inflacji w Polsce generuje także silną presję na kosztową stronę Spółki. Koszty sprzedaży wzrosły o 21,2% r/r, aczkolwiek postrzegamy to raczej jako zjawisko będące konsekwencją wyższych przychodów z uwagi na powiązanie kosztów wynajmu powierzchni w galeriach handlowych z utargiem. Natomiast wzrost kosztów ogólnego zarządu aż o 57,4% ma swoje podłoże w rosnących wymaganiach płacowych oraz ogólnym wzroście cen w kraju, co oceniamy negatywnie. Pozytywnie oceniamy z kolei fakt, że, mimo straty na działalności operacyjnej, Spółce udało się wypracować dodatni wynik netto na koniec I kwartału, co częściowo wynika z wysokich przychodów finansowych (Monnari Trade po sprzedaży części Ogrodów Geyera zainwestowała nadwyżki gotówkowe).

Finalnie obniżamy naszą wycenę do 7,3 zł (z 7,8 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		287 730	315 107	327 612	333 233	348 715	375 169
EBITDA		33 527	28 184	30 279	32 055	34 739	40 557
marża EBITDA		11,7%	8,9%	9,2%	9,6%	10,0%	10,8%
EBIT		28 134	20 218	22 426	24 123	26 687	32 378
Zysk netto		57 443	16 298	17 681	19 588	21 769	26 766
Kapitał własny		266 521	287 932	311 738	337 276	365 500	399 444
Dług netto		-47 849	-17 054	-49 949	-58 967	-77 997	-87 601
P/E		2,6	9,0	8,3	7,5	6,8	5,5
P/BV		0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA		3,0	4,6	3,2	2,7	2,0	1,5
EPS		1,9	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

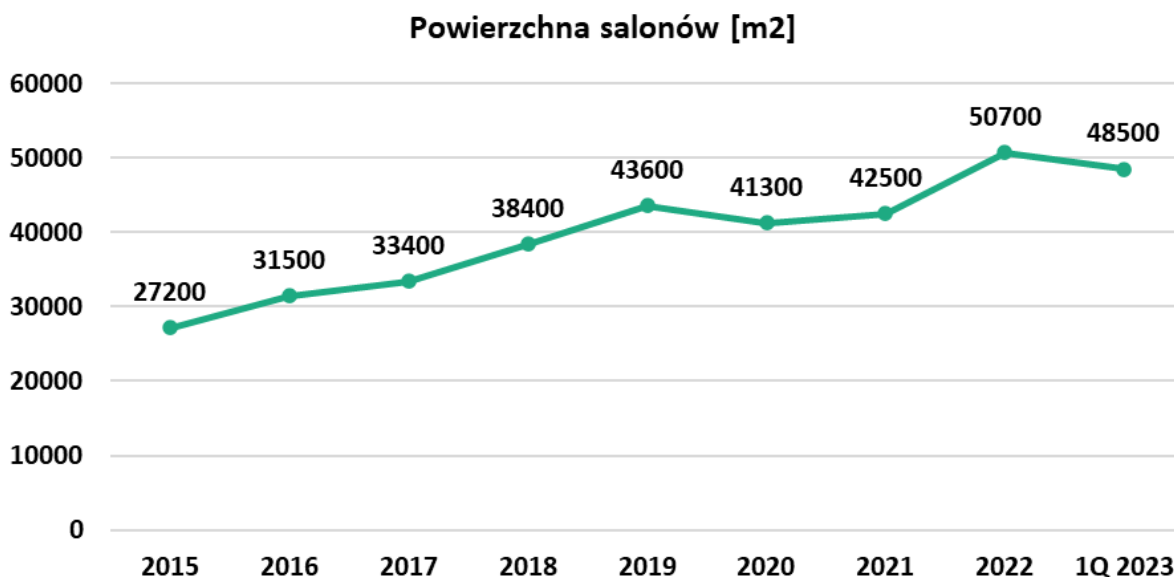
Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I kwartale 2023 r.

- Wyniki za I kwartał 2023 są dobre, a na poziomie zysków powyżej naszych oczekiwań. Spółka osiągnęła rekordową w historii sprzedaż w wysokości 67,5 mln zł, co oznacza wzrost o 21,5% r/r i spadek o 27,7% k/k. Zmniejszenie przychodów w I kwartale w porównaniu do IV kwartału jest typowe dla spółek odzieżowych (w tym Monnari Trade), 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 2020	2Q2020	3Q 2020	4Q 2020	1Q 2021	2Q2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023
Przychody ze sprzedaży	53 776	39 391	56 198	60 043	42 284	49 459	56 131	84 548	55 223	73 531	66 162	92 814	67 506
Koszty własny sprzedaży	- 26 091	- 16 801	- 27 558	- 25 776	- 23 470	- 19 346	- 27 111	- 34 855	- 25 295	- 28 683	- 30 417	- 38 627	- 30 137
Zysk brutto na sprzedaży	27 685	22 590	28 640	34 267	18 814	30 113	29 020	49 693	29 928	44 848	35 745	54 187	37 368
Koszty sprzedaży	- 31 974	- 25 560	- 27 955	- 22 334	- 23 289	- 21 519	- 25 949	- 26 795	- 26 898	- 28 083	- 32 156	- 38 692	- 32 612
Koszty zarządu	- 2 537	- 3 147	- 2 896	- 3 102	- 3 030	- 3 513	- 3 505	- 5 949	- 3 321	- 5 683	- 4 561	- 4 802	- 5 226
Zysk/strata ze sprzedaży	- 6 826	- 6 117	- 2 211	8 831	- 7 505	5 081	- 434	16 949	- 291	11 082	- 972	10 693	- 470
Pozostałe przychody operacyjne	601	4 843	- 12	1 624	2 376	36	5 681	4 317	364	6 217	11 400	5 651	736
Pozostałe koszty operacyjne	- 218	- 10 428	- 6 703	- 11 513	- 212	- 115	- 6 375	- 462	- 3	- 5 616	- 317	- 10 074	- 485
Wynik na aktywach niefinansowych													
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 6 443	- 11 702	- 8 926	- 1 058	- 5 341	5 002	- 1 128	20 804	70	11 683	10 111	6 270	- 219
Przychody finansowe	81	28	722	264	78	245	10	- 106	16	643	1 000	- 814	1 186
Koszty finansowe	- 1 967	337	- 398	- 1 200	- 790	64	- 273	- 385	- 559	- 777	244	- 1 907	- 161
Różnice kursowe													
Wynik na inwestycjach				438		4 573		- 4 899		43 907		298	
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych													
Udział w wyniku jedn.stowarzyszonych	- 57	- 93	- 25	78	29	12		3 734	- 16	- 174	- 192	- 2 628	19
Zysk/strata brutto	- 8 386	- 11 430	- 8 627	- 2 354	- 6 024	9 768	- 1 391	19 148	- 489	55 282	11 163	1 219	825
Podatek dochodowy	787	1 261	1 012	- 2 702	- 250	353	2 083	- 2 991	- 164	- 9 044	- 250	- 274	- 540
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku													
Udział w wyniku jednostek powiązanych													
Zysk/strata netto	- 7 599	- 10 169	- 7 615	- 5 056	- 6 274	10 121	692	16 157	- 653	46 238	10 913	945	285

Źródło: Spółka

- Monnari Trade zwiększyło przychody, mimo, że całkowita powierzchnia salonów uległa zmniejszeniu o 4,3% w porównaniu do stanu na koniec 2022 r. Spadek powierzchni wynika ze zmniejszenia liczby sklepów, co miało miejsce w przypadku zarówno marki Monnari jak i Femestage.



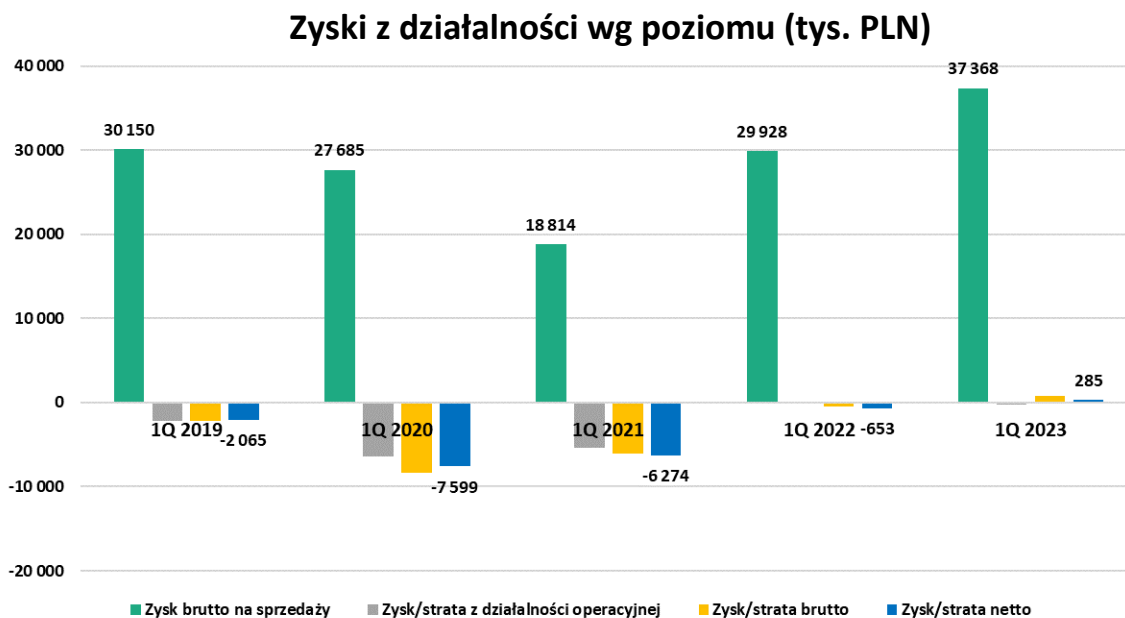
Źródło: Spółka

- Liczba salonów marki Monnari spadła o 5 (łącznie, w tym w modelu franczyzowym), zaś salonów Femestage o 6. Tym samym na koniec I kwartału Spółka dysponowała 233 salonami (spadek o 11 w porównaniu z końcem 2022).

Marka	31.03.2023	31.12.2022	31.12.2021
Monnari	185 salonów o pow. 44,7 tys.m2	189 salonów o pow. 41,3 tys.m2	155 salonów o pow. 34,6 tys.m2
Monnari franczyza	24 salony o pow. 4,4 tys.m2	25 salonów o pow. 4,5 tys.m2	15 salonów o pow. 2,8 tys.m2
Femestage	24 salony o pow. 3,8 tys.m2	30 salonów o pow. 4,9 tys.m2	31 salonów o pow. 5,0 tys.m2
łącznie	233 salony o pow. 50,7 tys.m2	244 salony o pow. 50,7 tys.m2	201 salonów o pow. 42,5 tys.m2

Źródło: Spółka

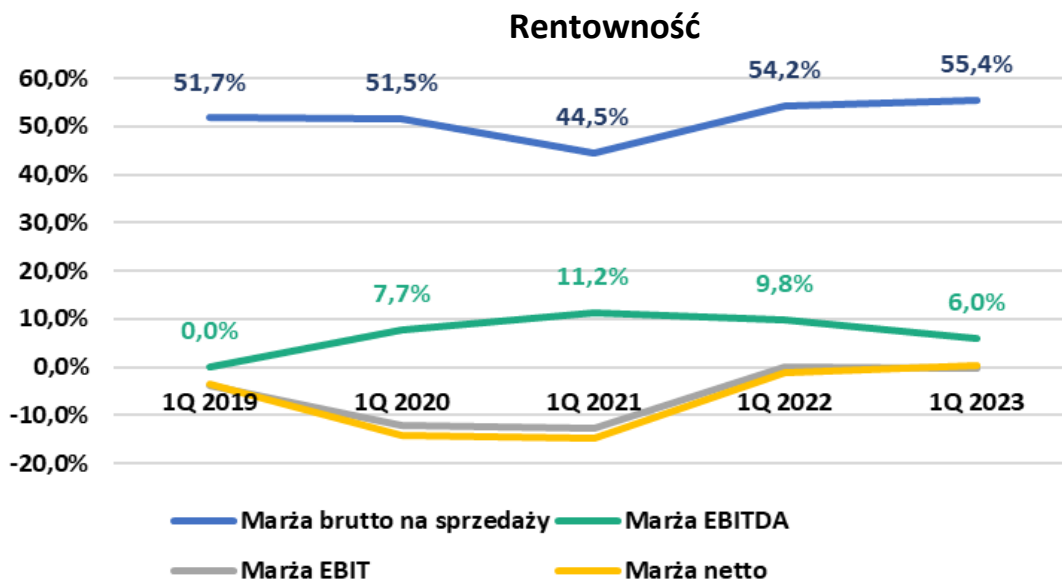
- Największym wyzwaniem dla Spółki pozostaje kształtowanie się kosztów. Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu uległy zwiększeniu w ujęciu rocznym, przy czym wzrost kosztów sprzedaży wyniósł 21,2% r/r, zaś kosztów ogólnego zarządu aż o 57,4%. O ile zwiększenie kosztów sprzedaży jest związane z wyższymi przychodami, o tyle silny wzrost kosztów ogólnego zarządu jest niepokojący.
- Na poziomie zysków Spółka wypracowała lepsze wyniki niż w analogicznych kwartałach lat poprzednich oraz lekko powyżej naszych szacunków. Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 37,4 mln zł, co oznacza wzrost o 22,2% r/r. Wynik operacyjny był ujemny i ukształtował się na poziomie minus 219 tys. zł wobec 70 tys. zł zysku operacyjnego rok wcześniej, zaś zysk netto wyniósł 285 tys. zł, podczas gdy rok temu strata netto wyniosła minus 653 tys. zł.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- Z wyłączeniem wyniku operacyjnego, w I kwartale 2022 r. Monnari Trade osiągnęła dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 1,2 p. p. r/r do 55,4%, co jest wartością wyższą niż, nie tylko w latach pandemicznych,

ale także w odniesieniu do ostatniego roku przed pandemią. W stosunku do IV kwartału marża pozostała bez zmian. Na poziomie marży zysku netto widać pozytywną kontrybucję księgowanych odsetek od pożyczki udzielonej Rank Progress (księgowanie ma miejsce wg zasady memoriałowej). Tym samym marża netto była wyższa niż rok temu o 1,6 p. p. i wyniosła 0,4%



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Wyniki wobec naszych szacunków

Wyniki Monnari Trade za I kwartał są na poziomie przychodów i marży brutto na sprzedaży zgodne z naszymi szacunkami. Na poziomie wyniku netto okazały się jednak lepsze. Szacowana przez nas strata netto, typowa dla Spółki w pierwszych kwartałach lat poprzednich, tym razem nie wystąpiła. Monnari Trade wygenerowała zysk netto w wysokości plus 285 tys. zł. Tym samym, pozytywne zaskoczenie miało miejsce na poziomie rentowności netto, która finalnie okazała się dodatnia i wyniosła 0,4%

Wyniki finansowe za I kwartał 2023 wobec prognoz DM Banku BPS

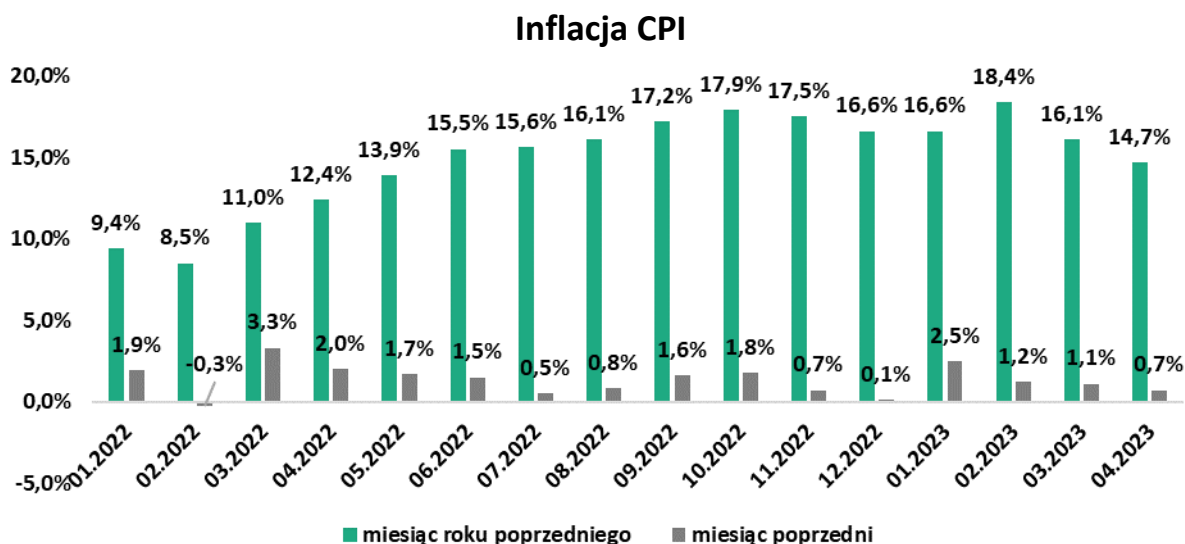
tys. PLN	1Q 2023	szacunki DM BPS	W porównaniu do szacunków DM BPS	1Q 2021	1Q 2022	Zmiana k/k	
Przychody	67 506	68 622	-1,6%	42 284	55 223	30,6%	
Zysk brutto na sprzedaży	37 368	37 056	0,8%	18 814	29 928	59,1%	
Marża brutto	55,4%	54,0%	+1,4 p. p.	44,5%	54,2%	+9,7 p. p.	
EBITDA	2 048	1 806	13,4%	-2 637	2 608	-	
marża EBITDA	3,0%	2,6%	+0,4 p. p.	-6,2%	4,7%	+11,0 p. p.	
EBIT	-	219	-197	-	-5 341	70	-
Marża EBIT	-0,3%	-0,3%	-	-12,6%	0,1%	+12,8 p. p.	
Zysk brutto	825	-384	-	-6 024	-489	-	
Marża zysku brutto	1,2%	-0,6%	+1,8 p. p.	-14,2%	-0,9%	+13,4 p. p.	
Zysk netto	285	-456	-	-6 274	-653	-89,6%	
Marża zysku netto	0,4%	-0,7%	+1,1 p. p.	-14,8%	-1,2%	+13,7 p. p.	

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie makroekonomiczne

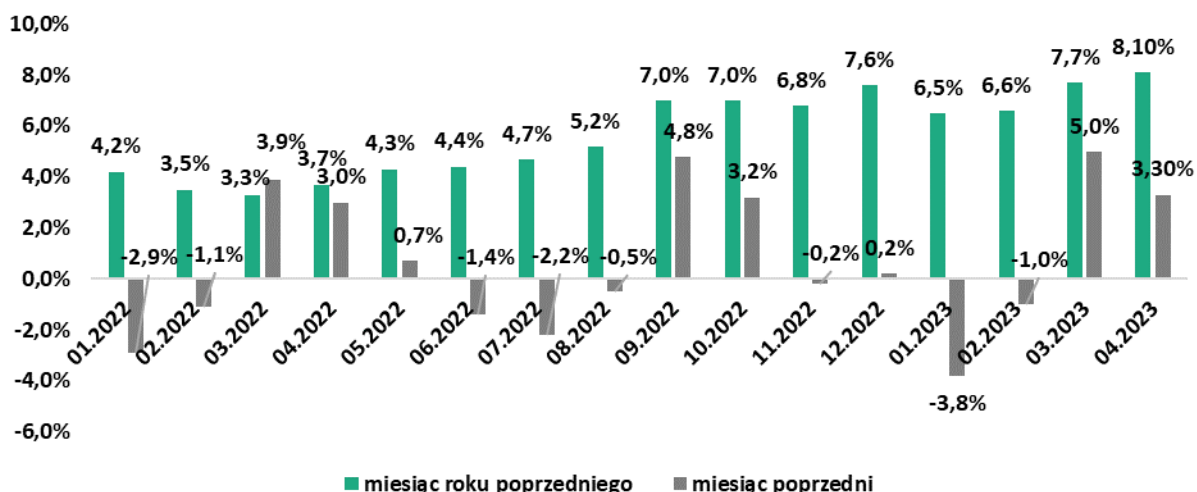
Popyt na odzież zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Zarówno w 2022 r., jako i po pierwszych czterech miesiącach 2023 r. gospodarka polska odczuwa skutki rosnącej inflacji, zacieśniania polityki monetarnej oraz wojny w Ukrainie. Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki 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. Inflacja w maju wyniosła 13%, 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, przyberze 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 kwietniu ceny odzieży i obuwia wzrosły o 8,1% r/r i 3,3% k/k, co oznacza, że w porównaniu do poprzedniego roku odzież i obuwia drożeje w mniejszym tempie niż dobra w reprezentatywnym koszyku dóbr, ale szybciej w ujęciu miesiąc do miesiąca.

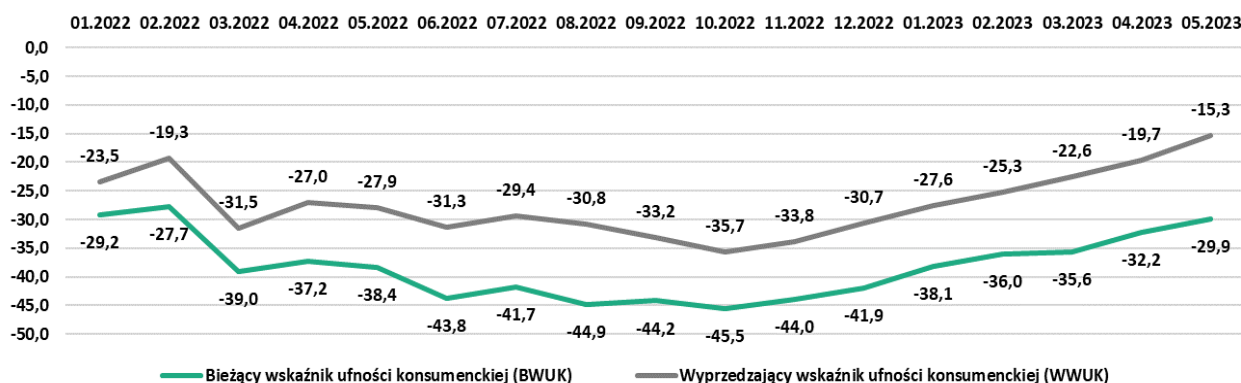
Wskaźnik cen odzieży i obuwia



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Na tle wysokiej inflacji oraz niepokoju związanego z wojną w Ukrainie zaskakująco pozytywnie kształtują się 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 pozostają aktualne.

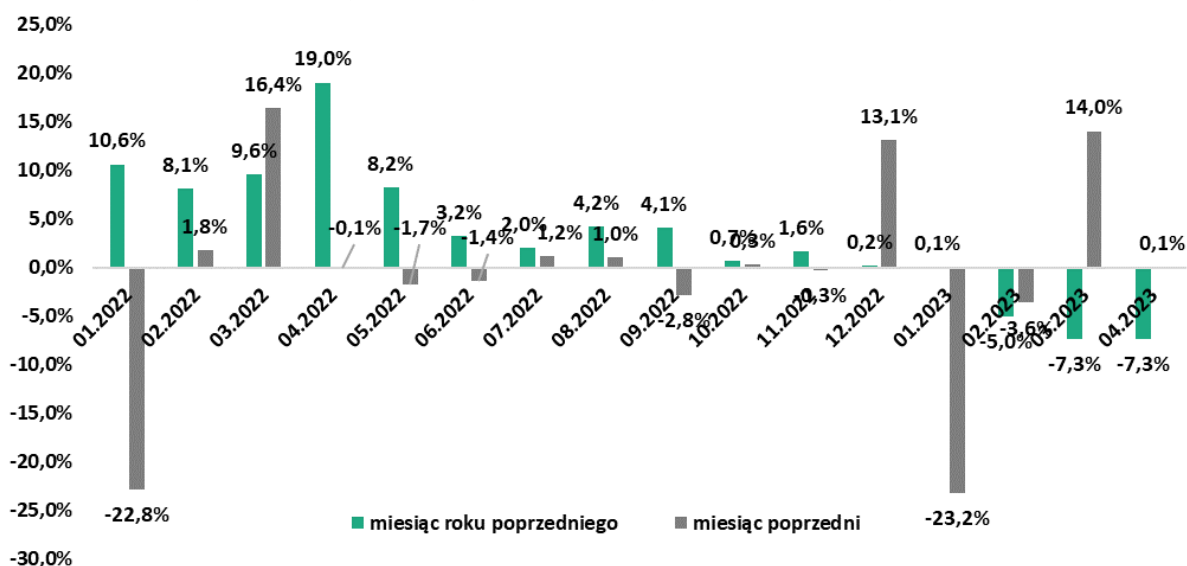
Wskaźniki ufności konsumenckiej



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 czterech miesiącach 2023 r. wyraźnie spada w ujęciu rocznym, co wynika jednak częściowo z efektu wysokiej bazy (okres luty-kwiecień 2022 to czas zwiększonych zakupów na rzecz Ukrainy walczącej z agresją rosyjską).

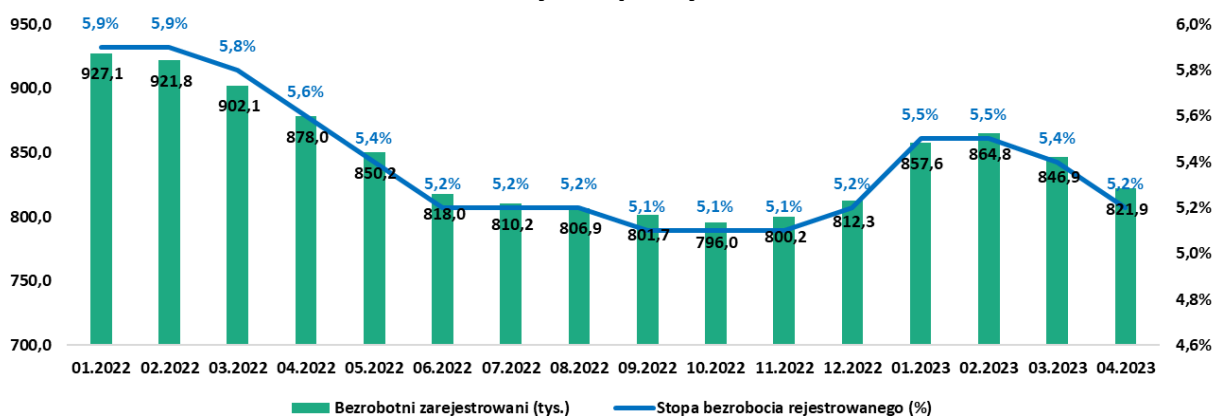
Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



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 spadkowej bezrobocia, które wyniosło 5,2%. 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.

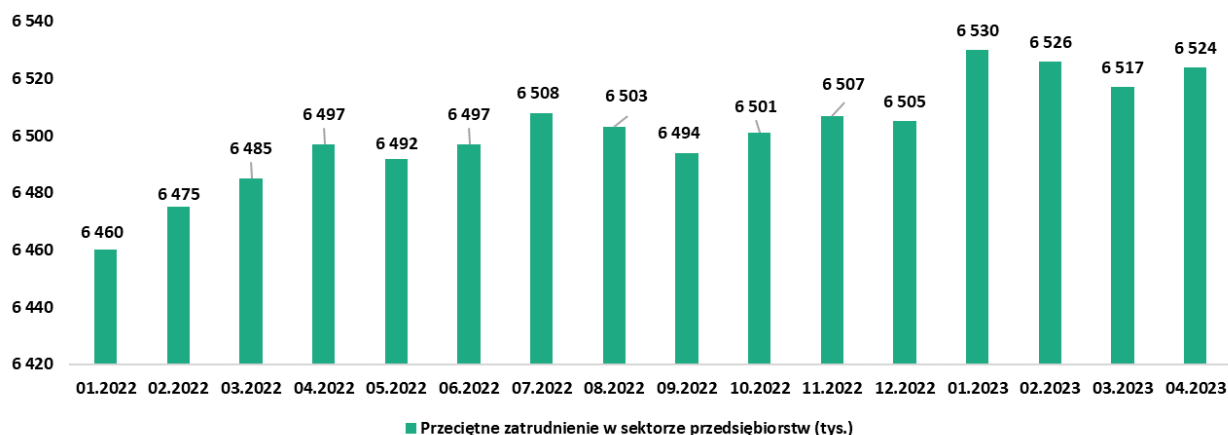
Rynek pracy



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Poziom bezrobocia jest ujemnie skorelowany z poziomem zatrudnienia - ostatnie spadki bezrobocia przełożyły się na wzrosty zatrudnienia. Na koniec kwietnia 2023 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 7 tys. osób w porównaniu z marcem 2023 i wyniosło ponad 6,524 mln osób.

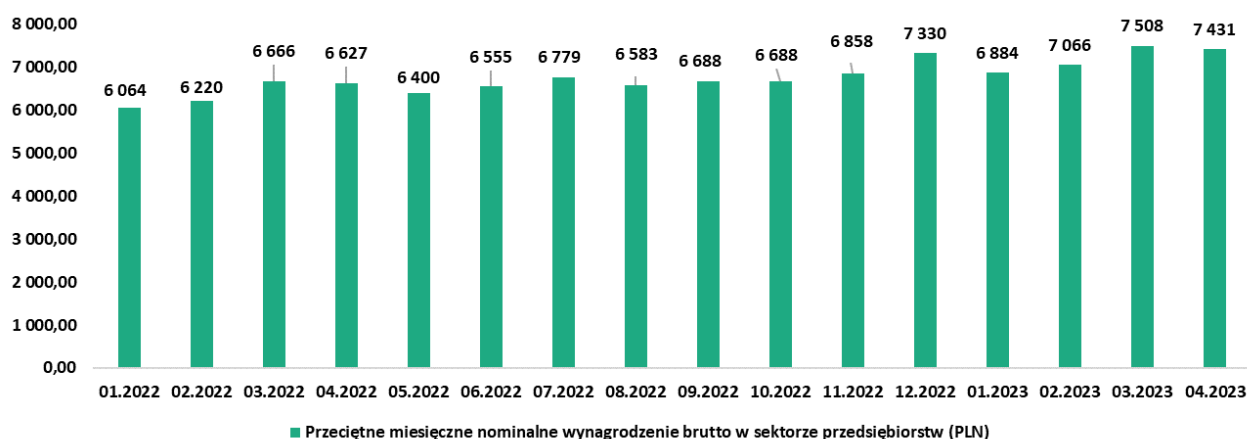
Zatrudnienie



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.

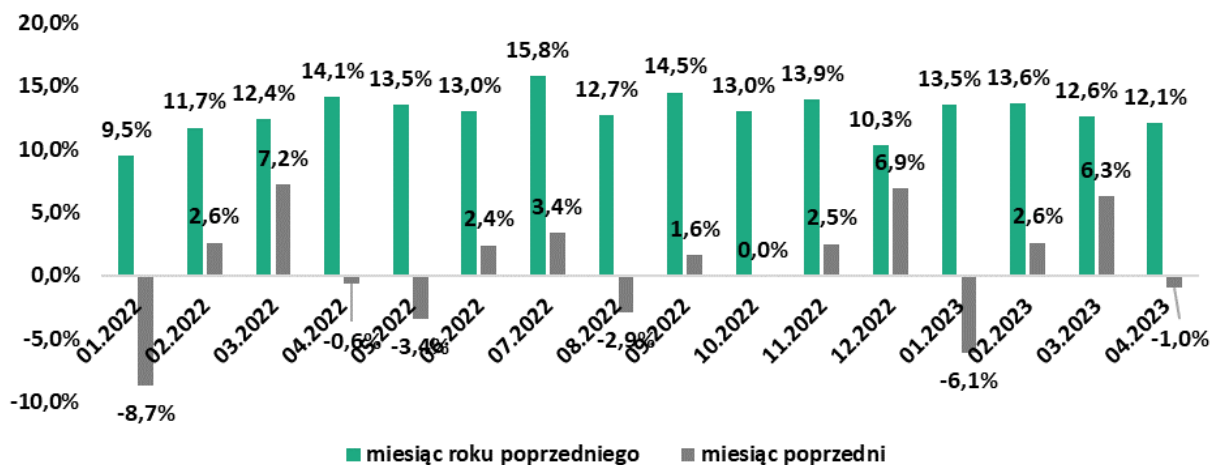
Wynagrodzenia



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec kwietnia 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 431 zł brutto. W kwietniu wynagrodzenia jednak spadły w ujęciu miesięcznym (minus 1%), z kolei w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost na poziomie 12%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (13% w maju) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów jest kontynuowany, a jego skutki widoczne są we wcześniej prezentowanych danych dotyczących sprzedaży detalicznej.

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 Monnari Trade.

W naszej ocenie bieżące otoczenie makroekonomiczne jak i jego perspektywy na przyszłość sugerują podejście ostrożnościowe w prognozowaniu przyszłych wyników Spółki, szczególnie na poziomie kosztów.

Prognozy

Na poziomie przychodów nasze prognozy były zgodne z wynikami, stąd utrzymujemy zakładane wcześniej poziomy sprzedaży. Spodziewamy się kontynuacji rozwoju sieci sprzedażowej zarówno stacjonarnej jak i internetowej. Widząc pozytywne tendencje na rynku walutowym oraz kosztów transportu, delikatnie zwiększamy zakładany wcześniej wciąż poziom marży brutto ze sprzedaży. Na poziomie zysków dokonujemy niewielkiej korekty w górę, wciąż jednak z uwagą obserwujemy kształtowanie się kosztów, które w aktualnym inflacyjnym środowisku stanowią obecnie największe wyzwanie dla rentowności Spółki. Jednocześnie, bazując na wyższych niż spodziewaliśmy się wydatkach inwestycyjnych w I kwartale, zwiększamy szacunek dotyczący CAPEX-ów. Zgodnie z deklaracją Zarządu nie prognozujemy wypłaty dywidendy w najbliższych latach. Ponadto, do czasu zatwierdzenia programu skupu akcji własnych (Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy będzie miało miejsce 16 czerwca), nie szacujemy jego wpływu na wycenę. Podobnie, jak w poprzednim raporcie, zachowawczo podchodzimy do transakcji zakupu Orbis S.A. (RB 7/2023), w sprawie której podpisano na razie list intencyjny, a sama transakcja znajduje się w fazie *due diligence*. Nie znając celu transakcji, ostatecznej ceny nabycia oraz etapu zaawansowania projektu, do czasu podania szczegółowych informacji, transakcja ta nie znajduje odzwierciedlenia w naszej wycenie.

Zmiana prognoz

Największe zmiany w stosunku do poprzedniego raportu mają miejsce dla roku 2023 w odniesieniu do zysku netto, którego wartość rewidujemy w górę o 10,2%. Wynika to z lepszych niż się spodziewaliśmy wyników kwartalnych oraz sposobu uwzględnienia odsetek od pożyczki Rank Progress wg zasady memoriałowej. Tym samym obniżeniu ulega nasz szacunek dot. zysku netto za rok 2024.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 12.05.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	315 107	315 107	0,0%	327 612	327 612	0,0%	330 221	333 233	0,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	172 912	178 900	3,5%	181 379	184 984	2,0%	187 602	191 427	2,0%
EBITDA	27 722	28 184	1,7%	29 888	30 279	1,3%	31 610	32 055	1,4%
EBIT	19 755	20 218	2,3%	22 035	22 426	1,8%	23 678	24 123	1,9%
Zysk (strata) netto	14 789	16 298	10,2%	18 457	17 681	-4,2%	19 268	19 588	1,7%
Marża ze sprzedaży	54,9%	56,8%		55,4%	56,5%		56,8%	57,4%	
Marża EBITDA	8,8%	8,9%		9,1%	9,2%		9,6%	9,6%	
Marża EBIT	6,3%	6,4%		6,7%	6,8%		7,2%	7,2%	
Marża netto	4,7%	5,2%		5,6%	5,4%		5,8%	5,9%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Czynniki ryzyka

Ryzyko makroekonomiczne

Z uwagi na fakt, iż Spółka realizuje przychody w przeważającej części na terytorium Polski, istotne znaczenie mają czynniki makroekonomiczne bezpośrednio wpływające na wartość zakupów konsumentów. Spółka za szczególnie istotne identyfikuje tempo wzrostu gospodarczego, stopę bezrobocia, wzrost płac, kształtowanie się cen, siłę nabywczą konsumentów oraz nowe obciążenia fiskalne. Na Spółkę silnie negatywny wpływ miała pandemia COVID-19, która doprowadziła w Polsce w 2020 r. do recesji. Odradzająca się gospodarka skutkuje zwiększonym popytem konsumpcyjnym, czynnikiem hamującym jest jednak wysoka i rosnąca inflacja zmniejszająca siłę nabywczą konsumentów. Aby przynajmniej częściowo zmniejszyć jej negatywny wpływ i zapewnić bezpieczeństwo finansowe, Monnari Trade może być zmuszone podnosić ceny oferowanych produktów.

Ryzyko kursu walutowego

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

Ryzyko opóźnień w dostawach towarów oraz przzerwania łańcucha dostaw

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

Ryzyko związane z cyberzagrożeniami

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

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

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

Ryzyko związane ze zmianami w trendach mody

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

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

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

Ryzyko utraty wykwalifikowanego personelu

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

Wycena

Do wyceny Monnari Trade 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 13.06 oszacowana została na poziomie 6,9 zł za akcję, a na koniec 2023 r. 7,3 zł za akcję. Stanowi to spadek w stosunku do naszej wyceny z maja o 0,6 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Monnari Trade na 5,4 zł (bez zmian). Z kolei, wycena metodą porównawczą spadła do 11,3 zł (wcześniej 13,2 zł).

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,4
Wycena Porównawcza	0,25	11,3
Cena wynikowa na dzień 13.06		6,9
Cena docelowa na koniec 2023		7,3

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Monnari Trade 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 majowym.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	23,3	18,9	14,6	7,0	5,8	4,9	12,6	9,6	7,7
CCC	-	-	20,9	3,1	3,5	3,1	11,2	8,4	6,5
VRG	7,9	6,9	6,1	0,8	0,7	0,7	4,4	4,0	3,9
Esotiq & Henderson	9,9	5,5	4,8	0,9	0,9	0,8	4,3	3,4	3,0
Średnia	13,7	10,4	11,6	3,0	2,7	2,4	8,1	6,4	5,2
Mediana	9,9	6,9	10,4	2,0	2,2	1,9	7,8	6,2	5,2
Monnari Trade	9,0	8,3	7,5	0,5	0,5	0,4	4,6	3,2	2,7
Implikowana wycena (tys. PLN)	161 347	121 963	203 390	582 629	684 990	656 488	236 030	239 433	224 777
Wycena 1 akcji (PLN)	11,3								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 5,93% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), następnie spadek o 0,5 p. p. r/r w latach 2025-2027, (poprzednio: 5,81%)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy (6,95%), następnie spadek o 0,5 p. p. r/r w latach 2025-2027 (bez zmian)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,67 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Monnari Trade i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - maj 2023) (poprzednio: 0,68)

- 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)
- Brak wypłaty dywidendy
- 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	287 730	315 107	327 612	333 233	348 715	375 169	376 107
EBITDA	33 527	28 184	30 279	32 055	34 739	40 557	40 659
EBIT	28 134	20 218	22 426	24 123	26 687	32 378	32 459
CIT	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	19%
NOPLAT		16 414	18 207	19 584	21 666	26 286	26 352
Amortyzacja		7 967	7 853	7 932	8 051	8 179	8 200
CAPEX		-6 645	-5 550	-5 294	-4 978	-4 920	-4 933
Inwestycje w kapitał obrotowy		17 512	16 288	11 586	3 930	18 606	18 652
FCFF		223	4 222	10 637	20 810	10 939	10 967
WACC		11,2%	11,3%	10,7%	10,1%	9,7%	9,7%
DCFF		200	3 408	7 843	14 139	6 871	
Suma DCF	32 460,9						
Wartość rezydualna (TV)	115 458,5						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	66 074,8						
Udział zdyskontowanej TV w EV	67,1%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	98 535,7						
Środki pieniężne na 12.05.2023	48 505,7						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 12.05.2023	20 399,4						
Dług netto na 12.05.2023	- 28 106,4						
Inne aktywa nieoperacyjne	37 748						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	164 390,1						
Liczba akcji (tys.)	30 563						
Cena 1 akcji (PLN)	5,38						
Przychody zmiana r/r	23,8%	9,5%	4,0%	1,7%	4,6%	7,6%	
EBIT zmiana r/r		-28,1%	10,9%	7,6%	10,6%	21,3%	
FCF zmiana r/r			1796,6%	151,9%	95,6%	-47,4%	
Marża EBITDA	11,7%	8,9%	9,2%	9,6%	10,0%	10,8%	
Marża EBIT	9,8%	6,4%	6,8%	7,2%	7,7%	8,6%	
Marża NOPLAT	0,0%	5,2%	5,6%	5,9%	6,2%	7,0%	

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%
zmiana WACC dla TV	7,8%	5,84	5,88	5,92	5,95	5,99	6,04	6,08
	8,3%	5,68	5,72	5,75	5,78	5,82	5,85	5,89
	8,8%	5,54	5,57	5,60	5,63	5,66	5,70	5,73
	9,3%	5,42	5,44	5,47	5,50	5,53	5,55	5,58
	9,8%	5,31	5,33	5,35	5,38	5,40	5,43	5,46
	10,3%	5,20	5,23	5,25	5,27	5,29	5,32	5,34
	10,8%	5,11	5,13	5,15	5,17	5,19	5,21	5,24
	11,3%	5,03	5,05	5,06	5,08	5,10	5,12	5,14
	11,8%	4,95	4,97	4,99	5,00	5,02	5,04	5,06

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%	5,45%	5,45%
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%	9,45%	9,45%
1-CIT (realny)	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,19%
Efektywny koszt kapitału obcego	9,3%	8,9%	8,9%	8,5%	8,1%	7,7%	7,67%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,58%	5,93%	5,93%	5,43%	4,93%	4,43%	4,43%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Zalewarowana beta	0,72	0,74	0,76	0,73	0,72	0,74	0,74
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,4%	11,6%	10,9%	10,3%	9,9%	9,93%
Kapitał własny (tys. PLN)	266 521	287 932	311 738	337 276	365 500	399 444	399 444
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	15 034	23 403	33 236	24 494	21 200	34 013	34 013
Razem	281 555	311 335	344 974	361 770	386 701	433 458	433 458
D/E	0,06	0,08	0,11	0,07	0,06	0,09	0,09
Udział Ke	0,95	0,92	0,90	0,93	0,95	0,92	0,92
Udział Kd	0,05	0,08	0,10	0,07	0,05	0,08	0,08
Ważony koszt kapitału własnego	11,3%	10,5%	10,4%	10,1%	9,7%	9,1%	9,1%
Ważony koszt kapitału obcego	0,5%	0,7%	0,9%	0,6%	0,4%	0,6%	0,6%
WACC	11,8%	11,2%	11,3%	10,7%	10,1%	9,7%	9,7%

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	287 730	315 107	327 612	333 233	348 715	375 169
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	271 201	298 173	309 993	315 155	329 824	346 225
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	10 221	10 592	11 012	11 195	11 716	21 462
Sprzedaż usług najmu	4 969	5 217	5 478	5 752	6 040	6 342
Sprzedaż pozostałych usług	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025	1 025
Sprzedaż materiałów	314	99	103	105	110	115
Koszty własny sprzedaży	-123 022	-136 207	-142 628	-141 806	-148 244	-157 694
Zysk brutto na sprzedaży	164 708	178 900	184 984	191 427	200 471	217 475
Koszty sprzedaży	-125 829	-138 142	-143 670	-146 341	-152 702	-161 559
Koszty zarządu	-18 367	-20 567	-20 069	-20 431	-21 103	-22 225
Zysk/strata ze sprzedaży	20 512	20 192	21 244	24 654	26 667	33 691
Pozostałe przychody operacyjne	23 632	12 343	13 724	14 274	14 308	15 464
Pozostałe koszty operacyjne	-16 010	-12 317	-12 542	-14 805	-14 287	-16 777
Zysk/strata z działalności operacyjnej	28 134	20 218	22 426	24 123	26 687	32 378
Przychody finansowe	845	2 876	1 822	1 348	1 348	1 348
Koszty finansowe	-2 999	-1 295	-670	-161	-39	-9
Wynik na inwestycjach	44 205	248	330	330	330	330
Udział w wyniku jedn. stow. i wspólnych przedsięwzięć	-3 010	-58	-103	-103	-103	-103
Zysk/strata brutto	67 175	21 988	23 806	25 538	28 224	33 944
Podatek dochodowy	-9 732	-5 691	-6 125	-5 950	-6 455	-7 178
Zysk/strata netto	57 443	16 298	17 681	19 588	21 769	26 766

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza bilansu

AKTYWA	354 967	374 220	395 215	402 264	429 579	476 414
Aktywa trwałe	149 676	151 311	155 808	160 710	166 021	171 750
Rzeczowe aktywa trwałe	42 710	43 865	46 009	48 257	50 616	53 089
Wartości niematerialne i prawne	548	569	569	569	569	569
Wartość firmy	129	129	129	129	129	129
Nieruchomości inwestycyjne	74 709	78 014	81 827	85 826	90 020	94 420
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	21 211	18 799	17 340	15 994	14 752	13 607
Inwestycje w jednostki powiązane	111	130	130	130	130	130
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	10 251	9 797	9 797	9 797	9 797	9 797
Pozostałe aktywa długoterminowe	7	7	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	205 291	222 909	239 406	241 554	263 558	304 664
Zapasy	87 202	73 766	76 721	76 904	83 116	98 315
Należności handlowe	19 357	40 686	41 373	43 031	43 133	46 617
Aktywa finansowe	35 769	67 681	37 748	37 748	37 748	37 748
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	62 883	40 457	83 185	83 461	99 197	121 615
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	80	320	379	411	364	370
PASYWA	354 967	374 220	395 215	402 264	429 579	476 414
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	266 521	287 932	311 738	337 276	365 500	399 444
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	-	25 773	-	25 811	-	25 811
Kapitał zapasowy	120 564	120 564	120 564	120 564	120 564	120 564
Pozostałe kapitały	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	135 021	156 470	180 276	205 814	234 038	267 982
Zobowiązania długoterminowe	20 867	30 237	39 237	29 276	27 305	40 986
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	12 238	21 608	30 608	20 647	18 676	32 357
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 616	7 616	7 616	7 616	7 616	7 616
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
Zobowiązania krótkoterminowe	67 579	56 051	44 239	35 712	36 774	35 983
Zobowiązania z tytułu leasingu	2 477	1 795	2 628	3 847	2 524	1 656
Zobowiązania handlowe	61 530	51 910	39 265	29 519	31 904	31 981
Rezerwy	2 626	2 346	2 346	2 346	2 346	2 346

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	- 18 610	18 749	21 500	11 137	26 282	32 906
Przepływy inwestycyjne	559 -	39 392	22 869 -	6 825 -	6 510 -	6 453
Przepływy finansowe	6 193 -	1 813 -	1 641 -	4 036 -	4 036 -	4 036
Przepływy pieniężne netto	- 11 858 -	22 456	42 728	276	15 736	22 418
Różnice kursowe	- 707	30	-	-	-	-
Bilansowa zmiana stanu środków pieniężnych	- 12 565 -	22 456	42 728	276	15 736	9 272
Środki pieniężne na początek okresu	74 741	62 883	40 427	83 155	83 431	99 167
Środki pieniężne na koniec okresu	62 883	40 427	83 155	83 431	99 167	121 585

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	23,8%	9,5%	4,0%	1,7%	4,6%	7,6%
EBITDA (zmiana, r/r)	11,5%	-15,9%	7,4%	5,9%	8,4%	16,7%
EBIT (zmiana, r/r)	45,5%	-28,1%	10,9%	7,6%	10,6%	21,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	177,6%	-71,6%	8,5%	10,8%	11,1%	23,0%
Marża brutto na sprzedaży	57,2%	56,8%	56,5%	57,4%	57,5%	58,0%
Marża EBITDA	11,7%	8,9%	9,2%	9,6%	10,0%	10,8%
Marża EBIT	9,8%	6,4%	6,8%	7,2%	7,7%	8,6%
Marża brutto	23,3%	7,0%	7,3%	7,7%	8,1%	9,0%
Marża netto	20,0%	5,2%	5,4%	5,9%	6,2%	7,1%
COGS / Przychody	42,8%	43,2%	43,5%	42,6%	42,5%	42,0%
SG&A / Przychody	39,5%	45,8%	48,4%	49,1%	47,8%	46,3%
SG&A / COGS	92,3%	105,9%	111,3%	115,5%	112,5%	110,2%
ROE	21,6%	5,7%	5,7%	5,8%	6,0%	6,7%
ROA	16,2%	4,4%	4,5%	4,9%	5,1%	5,6%
Dług (tys. PLN)	15 034	23 403	33 236	24 494	21 200	34 013
D/(D+E)	0,05	0,08	0,10	0,07	0,05	0,08
D/E	0,06	0,08	0,11	0,07	0,06	0,09
EV (tys. PLN)	194 949	164 154	197 049	206 067	225 097	234 701
Dług / EV	0,08	0,14	0,17	0,12	0,09	0,14
CAPEX / Przychody	0,63%	2,11%	1,69%	1,59%	1,43%	1,31%
CAPEX / Amortyzacja	33,5%	83,4%	70,7%	66,7%	61,8%	60,2%
Amortyzacja / Przychody	1,9%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	15,1%	5,6%	5,0%	3,5%	1,1%	5,0%

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 Monnari Trade 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. Poprzedni scoring dokonany został w maju 2023 r. i bazował na danych za 2022 r.. **DM BPS ESG Score wyniósł 12,90 pkt (poprzednio 12,48 na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C. W naszej ocenie Spółka posiada duży potencjał, aby poprawić komunikację z rynkiem głównie w obszarach związanych z pracownikami (równość wynagrodzeń, rotacja zatrudnienia, wolność zrzeszania się).**

DM BPS ESG SCORE	C
L. PUNKTÓW	12,90
ESG score	12,90
(E) Środowisko	5,38
(S) Społeczeństwo	3,23
(G) Ład korporacyjny	4,29

(E) Środowisko	Emisje gazów cieplarnianych	100%
	Zużycie energii	100%
	Ryzyka i szanse związane z klimatem	100%
	Intensywność emisji gazów cieplarnianych	50%
	Zarządzanie emisjami	100%
	Zużycie wody	100%
(S) Społeczeństwo	Zarządzanie zasobami wodnymi	50%
	Wpływ na bioróżnorodność	0%
	Zarządzanie odpadami	100%
(G) Ład korporacyjny	Różnorodność w organach nadzorczych	0%
	Wskaźnik równości wynagrodzeń	0%
	Rotacja zatrudnienia	0%
	Wolność zrzeszania się i negocjacji zbiorowych	0%
	Bezpieczeństwo i higiena pracy	100%
	Polityka praw człowieka	100%
(G) Ład korporacyjny	Procedury należytej staranności dot. praw człowieka	100%
	Struktura organów zarządczych	75%
	Kodeks etyczny	0%
	Polityka antykorupcyjna	100%
	Mechanizm zgłaszania naruszeń	100%
Polityka ochrony danych	100%	

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
Oświadczenie Grupy Kapitałowej MONNARI TRADE - Informacje niefinansowe za rok 2022

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/wsparcieanalityczne

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: 13 czerwca 2023 roku, 8:30

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

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w 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 ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BPS świadczył usługi na rzecz Monnari Trade i otrzymywał wynagrodzenie z tytułu podpisanej umowy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
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

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>	