

# Monnari Trade SA

2022-10-21 17:05

## Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	6,7
Wycena DCF [PLN]	5,3
Wycena porównawcza [PLN]	10,4
Cena rynkowa [PLN]	3,9
Pot.wzrostu/spadku [%]	74,1%
Kapitalizacja [mln PLN]	118,3
Free float [%]	63,7%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	MON
Bloomberg	MON PW

Raport aktualizujący

## Przychody odbudowane po pandemii, rekordowy zysk netto dzięki sprzedaży części Ogródów Geyera

**Półroczne wyniki oceniamy jako bardzo dobre zarówno na poziomie przychodów jak i zysków.** Sprzedaż osiągnęła rekordowy w historii Spółki poziom 128,8 mln zł, w czym istotny udział miał wynik za II kwartał (73,5 mln zł). Zysk netto wyniósł 45,6 mln zł, na co wpływ miało zdarzenie jednorazowe (zaksięgowanie zysku ze zbycia części Ogródów Geyera w wysokości 43,9 mln zł). Wyłączając wpływ zdarzenia jednorazowego Spółka może pochwalić się wciąż wysokim zyskiem brutto w wysokości 10,9 mln zł, który jest wyższy niż w poprzednich, niepandemicznych latach. **To oznacza, że na podstawowej działalności Spółka nie tylko odzyskała rentowność, ale także generuje zadowalający poziom marż, dzięki m. in. konsekwentnej dyscyplinie kosztowej.**

Zarząd Spółki deklaruje ekspansję i otwieranie nowych sklepów, **wielką niewiadomą dla dalszego rozwoju pozostaje jednak pełne wyzwania środowiska makroekonomiczne.** Do istotnych zagrożeń zaliczamy mniejsze wydatki konsumentów z uwagi na: wysoką inflację, słabą złotówkę, spadek realnej siły nabywczej gospodarstw domowych oraz wysokie stopy procentowe. Wprawdzie cykl podwyżek został w październiku wstrzymany, ale niewykluczony jest powrót do zacieśniania polityki monetarnej.

**Niemniej jednak sytuacja finansowa Spółki pozostaje bardzo dobra.** Dzięki sprzedaży części Ogródów Geyera Spółka dysponuje znaczącymi zasobami gotówkowymi (97,7 mln zł), a umorzenie 75% preferencyjnej pożyczki z PFR dodatkowo wzmocni już bardzo wysoką płynność.

**Finalnie podwyższamy naszą wycenę do 6,7 zł za 1 akcję na koniec 2022 r.,** co wynika z rewizji naszych prognoz w górę na poziomie zysków oraz znaczącego zasobu gotówki w Spółce.

## Analityk

**Łukasz Bryl**

Tel.: 785 500 874

## Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

## Główni Akcjonariusze

Misztal Mirosław	31,2
MONNARI TRADE S.A.	14,9
Fair Sp. z o.o.	8,3

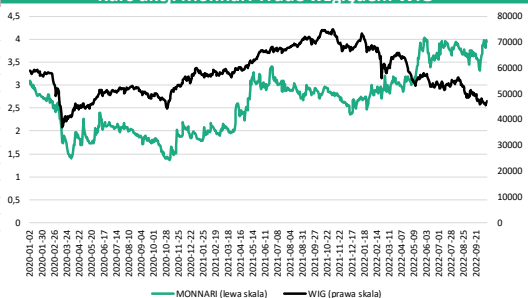
### Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej  
Konkurencyjna oferta  
Wysoki poziom gotówki

### Czynniki ryzyka

Niski kurs złotego  
Presja kosztowa  
Ryzyko recesji

Kurs akcji Monnari Trade względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	232 422	283 695	289 248	313 187	339 108	367 173
EBITDA	30 072	43 761	28 159	29 322	30 168	34 266
marża EBITDA	12,9%	15,4%	9,7%	9,4%	8,9%	9,3%
EBIT	19 337	36 685	17 776	18 193	18 298	21 621
Zysk netto	20 696	63 560	10 732	11 368	12 148	15 512
<b>Kapitał własny</b>	211 451	276 164	288 892	302 895	317 858	336 965
Dług netto	-34 983	-69 891	-67 659	-53 372	-48 450	-58 187
P/E	5,8	1,9	11,2	10,6	9,9	7,8
P/BV	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,9	1,2	1,9	2,3	2,4	1,8
EPS	0,7	2,1	0,4	0,4	0,4	0,5

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wybrane ostatnie wydarzenia

- **17.10.2022 (ESPI RB 17/2022) Skup Akcji Własnych.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (Emitent) informuje, że w dniu dzisiejszym otrzymał informację z Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. z siedzibą w Warszawie, iż wykonując postanowienia Umowy dot. obsługi skupu akcji własnych z dnia 18 stycznia 2018 r., nabył na Giełdzie Papierów Wartościowych w dniu 17 października 2022 r. na rachunek MONNARI TRADE S.A. 5 535 akcji Emitenta (Kod ISIN PLMNRTR00012), o wartości nominalnej 0,10 zł każda, stanowiących 0,018 % udziału w kapitale zakładowym Emitenta i dających 0,016 % głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Średnia jednostkowa cena nabycia akcji wynosiła 3,99 zł. Emitent posiada łącznie 4 543 726 akcji własnych, stanowiących 14,87 % kapitału zakładowego Emitenta i dających 12,91 % głosów na Walnym Zgromadzeniu. Skup akcji własnych jest realizowany na podstawie art. 362 § 1 pkt. 8 Kodeksu spółek handlowych oraz upoważnienia wynikającego z uchwały nr 1 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia z dnia 10 stycznia 2018 r. (...)
- **08.06.2022 (ESPI RB 8/2022) Informacja dotycząca nieskorzystania przez Prezydenta Miasta Łodzi z przysługującego mu prawa pierwokupu nieruchomości położonej w Łodzi.** W nawiązaniu do raportu bieżącego nr 22/2021 oraz 5/2022, Zarząd MONNARI TRADE S.A. (dalej Emitent) informuje, że Modern Profit S.A. (spółka zależna od Emitenta w 100%) powzięła w dniu dzisiejszym informację o piśmie skierowanym do Atal S.A., w którym Prezydent Miasta Łodzi postanowił nie skorzystać z przysługującego mu prawa pierwokupu, na podstawie art. 109 § 1 pkt 2, 4a i 4b ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami, nieruchomości położonej w Łodzi przy ul. Piotrkowskiej 293/305. W związku z powyższym, umowa przeniesienia przez Modern Profit S.A. 70% udziału w użytkowaniu wieczystym części ww. nieruchomości będzie zawarta w najbliższym czasie.
- **14.06.2022 (ESPI RB 10/2022) Umowa sprzedaży nieruchomości położonej w Łodzi.** W nawiązaniu do raportów bieżących nr 22/2021, 5/2022 oraz 8/2022, Zarząd MONNARI TRADE S.A. informuje, że w dniu 14 czerwca 2022 roku spółka zależna - Modern Profit S.A. (dalej Spółka) zawarła umowę sprzedaży 70 % udziału w użytkowaniu wieczystym części Nieruchomości położonej w Łodzi, przy ul. Piotrkowskiej 293/305, (dalej „Nieruchomość”), z Atal S.A. z siedzibą w Cieszynie. Cenę sprzedaży ww. udziału w Nieruchomości strony ustaliły na kwotę 59 500 000 zł netto plus VAT. W dniu dzisiejszym została zapłacona pozostała część ceny tj. 31 500 000 zł netto plus VAT. Do niniejszej umowy sprzedaży przystąpił drugi współużytkownik wieczysty Nieruchomości – KBM Inwest Sp. z o.o. (30 % udział w użytkowaniu wieczystym). Cena sprzedaży udziału KBM Inwest Sp. z o.o. została ustalona na kwotę 25 500 000 zł netto plus VAT, a sposób jej zapłaty został ustalony w analogiczny sposób. Jednocześnie KBM Inwest Sp. z o.o. zapłacił, w dniu dzisiejszym, na rzecz Modern Profit S.A. pozostałą kwotę, tytułem rozliczenia zobowiązań wobec Modern Profit S.A., z tytułu nakładów poniesionych na rewitalizację i rozwój nieruchomości przy ul. Piotrkowskiej 293/305.
- **29.09.2022 (ESPI RB 15/2022) Otrzymanie od Polskiego Funduszu Rozwoju Oświadczenia o częściowym zwolnieniu z długu oraz wysokości umorzenia pożyczki preferencyjnej.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (dalej Spółka) informuje, że w dniu 28 września 2022 roku, Spółka otrzymała z Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. (dalej PFR) oświadczenie (decyzję)

o częściowym zwolnieniu z długu oraz wysokości umorzenia pożyczki preferencyjnej, o której Spółka informowała w raporcie bieżącym nr 3/2022 w dniu 30.03.2022 r. W oparciu o umowę pożyczki preferencyjnej, w ramach Programu Rządowego "Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju Dla Dużych Firm", Spółka otrzymała kwotę pożyczki w wysokości 14.861.997,00 PLN. Emitent złożył do PFR zgodnie z warunkami ww. Programu Rządowego stosowny wniosek o umorzenie ww. pożyczki. PFR, na podstawie art. 508 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny oświadczył, że częściowo umarza przedmiotową pożyczkę w kwocie 11 146 497,75 PLN oraz przekazał, że umorzenie pożyczki następuje ze skutkiem od dnia 29.09.2022 r. Umorzenie pożyczki jest udzielane z zastrzeżeniem przyjęcia zwolnienia przez Spółkę w formie oświadczenia, w terminie do dnia 29.09.2022 r., co Emitent zrealizował.

### Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022 r.

- Zgodnie z naszymi prognozami przychody kontynuują tendencję wzrostową. W I półroczu całkowita sprzedaż osiągnęła rekordową w historii Spółki wartość (128,8 mln zł, wzrost o 40,3% r/r), tym samym przewyższając przychody z I półrocza 2019 r. o 4,7%. Wpływ na bardzo dobre półroczne wyniki miał w dużej mierze II kwartał, w którym przychody wyniosły 73,5 mln zł, co oznacza wzrost o 48,7 proc. r/r i 33,2 proc. k/k. Warto odnotować, że jest to także najlepszy wynik w historii Spółki za II kwartał.
- Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 74,8 mln zł, co oznacza wzrost o 52,8% r/r. Bardziej niż proporcjonalny wzrost zysku w porównaniu z przychodami wynika z relatywnie niskiej dynamiki wzrostu kosztów własnych sprzedaży (plus 26,1% r/r), co oceniamy pozytywnie. Pozytywnie postrzegamy także kształtowanie się marży brutto na sprzedaży, która w I półroczu wyniosła 58,1% (wzrost o 4,8 p.p. r/r), wyrównując tym samym poziom z 2018 r.
- Po stronie kosztów odnotowano wzrosty kosztów sprzedaży (plus 22,7% r/r) oraz koszty ogólnego zarządu (plus 37,6% r/r), co wynikało ze zwiększenia wynajmowanej powierzchni handlowej, a także ze wzrostu wynagrodzeń oraz liczby zatrudnionych pracowników. Co pozytywne i warte odnotowania, koszty rosły w wolniejszym tempie niż przychody.
- Zysk z działalności operacyjnej (EBIT) wyniósł 11,8 mln zł wobec straty operacyjnej minus 0,3 mln zł w I półroczu 2022 r. EBIT był także ponad 10-krotnie wyższy niż w 2019 r., nie wspominając o słabym I półroczu 2020 r. (strata operacyjna wyniosła wtedy minus 18,2 mln zł)
- Zysk netto wyniósł rekordowe 45,6 mln zł wobec zysku netto w I półroczu 2021 r. na poziomie minus 3,9 mln zł. Zysk netto był prawie 97 razy większy niż w I półroczu 2019 r. Wpływ na wysoką wartość zysku netto miało zdarzenie o charakterze jednorazowym:
  - Sprzedaż części Ogródów Geyera, co oznaczało zaksięgowanie wyniku na inwestycjach w wysokości 43,9 mln zł. Wartość ta wynika z różnicy między faktyczną ceną sprzedaży a wartością bilansową sprzedawanej nieruchomości.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1H 2018	1H 2019	1H 2020	1H 2021	1H 2022
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>109 484</b>	<b>122 945</b>	<b>93 167</b>	<b>91 743</b>	<b>128 754</b>
Koszty własny sprzedaży	- 45 903	- 53 826	- 42 892	- 42 816	- 53 978
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>63 581</b>	<b>69 119</b>	<b>50 275</b>	<b>48 927</b>	<b>74 776</b>
Koszty sprzedaży	- 53 844	- 64 030	- 57 534	- 44 808	- 54 981
Koszty zarządu	- 4 389	- 5 333	- 5 684	- 6 543	- 9 004
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>5 348</b>	<b>244</b>	<b>12 943</b>	<b>2 424</b>	<b>10 791</b>
Pozostałe przychody operacyjne	1 653	2 269	5 444	2 412	6 581
Pozostałe koszty operacyjne	- 369	- 1 011	- 10 646	- 327	- 5 619
Wynik na aktywach niefinansowych	-	-	-	-	-
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>6 632</b>	<b>1 014</b>	<b>18 145</b>	<b>339</b>	<b>11 753</b>
Przychody finansowe	883	496	109	323	659
Koszty finansowe	- 10	- 306	- 1 630	- 854	- 1 336
Różnice kursowe	-	-	-	-	-
Wynik na inwestycjach	-	-	-	4 573	43 907
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-	-	-	-	-
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć	-	175	150	41	190
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>7 505</b>	<b>1 029</b>	<b>19 816</b>	<b>3 744</b>	<b>54 793</b>
Podatek dochodowy	- 2 332	- 555	- 2 048	- 103	- 8 880
Pozostałe zdarzenia i odpisy z zysku	-	-	-	-	-
Udział w wyniku jednostek powiązanych	-	-	-	-	-
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>5 173</b>	<b>474</b>	<b>17 768</b>	<b>3 847</b>	<b>45 585</b>
zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	5 173	1 107	17 665	3 652	45 585

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

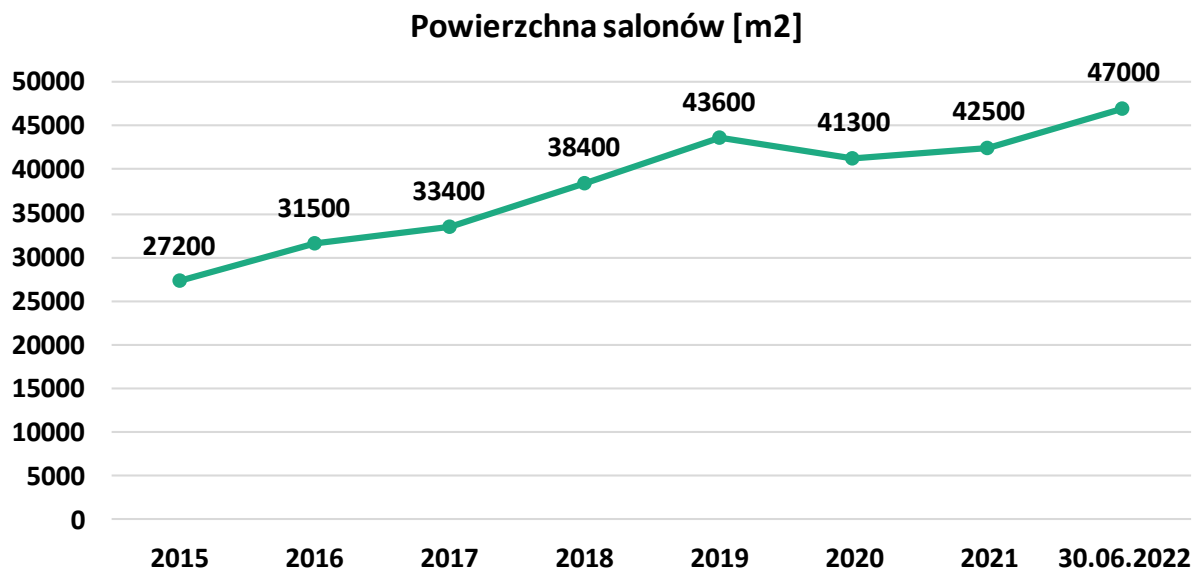
- Warto także zwrócić uwagę na zasoby gotówkowe w Spółce. Na dzień 30.06 Spółka dysponowała 97,7 mln zł gotówki, co realnie oznacza nadpłynność. Wskaźniki płynności przedstawiono w tabeli.

Wskaźnik	Wartość	Przedział referencyjny
<b>Płynność bieżąca</b>	2,3	1,2-2,0
<b>Płynność szybka</b>	1,7	1,0-1,2
<b>Płynność natychmiastowa</b>	1,1	0,1-0,12

Źródło: Spółka

Płynność Spółki znajduje się na wysokim i bezpiecznym poziomie. Pozytywnie oceniamy fakt, że nadwyżki gotówkowe lokowane są na krótkoterminowych lokatach oprocentowanych więcej niż 5%.

W I półroczu 2022 r. Spółka zauważalnie zwiększyła powierzchnię salonów do 47 tys. m<sup>2</sup>, co oznacza wzrost o 1,9% r/r w porównaniu do stanu z grudnia 2021. Powierzchnia salonów jest obecnie większa niż przed pandemią.



Źródło: Spółka

Dwie główne marki Spółki to Monnari i Femestage. Grupę docelową marki Monnari stanowią kobiety powyżej 30. roku życia, które „cenią jakość oraz klasyczną elegancję”. Stąd Spółka koncentruje się na tworzeniu własnych kompleksowych kolekcji odzieży i akcesoriów odzieżowych w segmencie ponad popularnym, charakteryzującym się wyższymi marżami oraz dużym potencjałem rozwoju w kraju. Salony dla marki Monnari mają powierzchnię od ok. 200 m<sup>2</sup> do 300 m<sup>2</sup>. Z kolei, marka Femestage jest skierowana do młodszej grupy docelowej, z cenami odzieży bardziej dostępnymi dla tego segmentu rynku. Produkty pod marką Femestage sprzedawane są w salonach o powierzchni o ok. 160 m<sup>2</sup>. Relatywnie nowym kanałem dystrybucji produktów Monnari jest sprzedaż poprzez sieć franczyzową, co wynika z faktu, iż franczyzobiorcy często są właścicielami bądź najemcami sklepów położonych przy ulicach handlowych w mniejszych miastach. Dzięki rozwojowi systemu franczyzowego Spółka zwiększa zasięg sprzedaży.

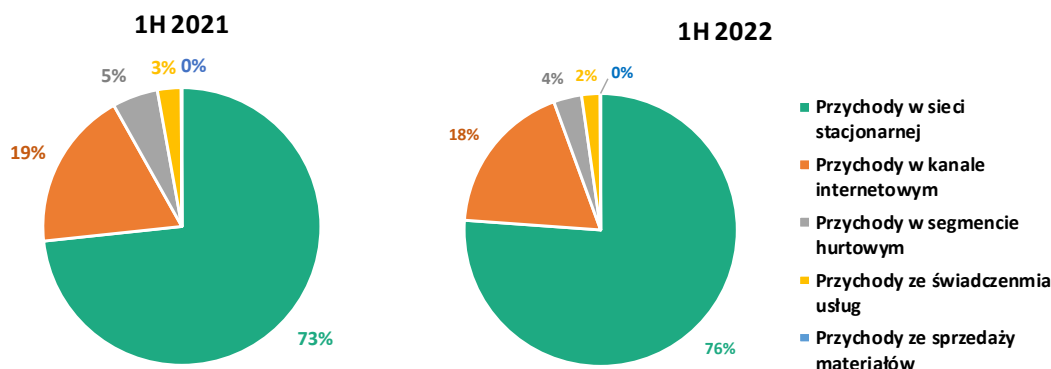
Marka	30.06.2022	31.12.2021	30.06.2021
<b>Monnari</b>	161 salonów o pow. 39,7 tys.	155 salonów o pow. 34,6 tys.	158 salonów o pow. 35,2 tys.
<b>Monnari franczyza</b>	19 salonów o pow. 3,5 tys. m2	15 salonów o pow. 2,8 tys. m2	13 salonów o pow. 2,2 tys. m2
<b>Femestage</b>	24 salony o pow. 3,8 tys. m2	31 salonów o pow. 5,0 tys. m2	31 salonów o pow. 5,1 tys. m2
<b>łącznie</b>	<b>204 salony o pow. 47,0 tys. m2</b>	<b>201 salonów o pow. 42,5 tys. m2</b>	<b>201 salonów o pow. 42,5 tys. m2</b>

Źródło: Spółka

W I półroczu 2022 r. Monnari Trade zwiększyła łączną liczbę salonów o 3 do 204 w porównaniu z końcem 2021 r. Przyrost netto miał miejsce wyłącznie dla marki Monnari (zarówno w przypadku sklepów własnych jak i franczyzowych). Liczba salonów na koniec I półrocza 2022 r. była równa liczbie salonów przed pandemią (na koniec 2019 r.). Dominujący udział w sprzedaży Spółki ma segment sprzedaży detalicznej odzieży i akcesoriów odzieżowych poprzez sieć

stacjonarną. W I półroczu 2022 r. odpowiadał on za 76% ogółu przychodów, generując 98 mln zł obrotu. Co istotne, segment ten odnotował wysoką dynamikę zmian (plus 45,7% r/r). Drugi najważniejszy segment to sprzedaż przez internet, którego udział w porównaniu z I półroczem 2021 spadł o niecały 1 p.p., ale w wartościach absolutnych sprzedaż internetowa wzrosła o 6,5 mln zł (38,4% r/r). To pokazuje, że sprzedaż online pozostaje ważnym kanałem dystrybucji również w okresie postpandemicznym.

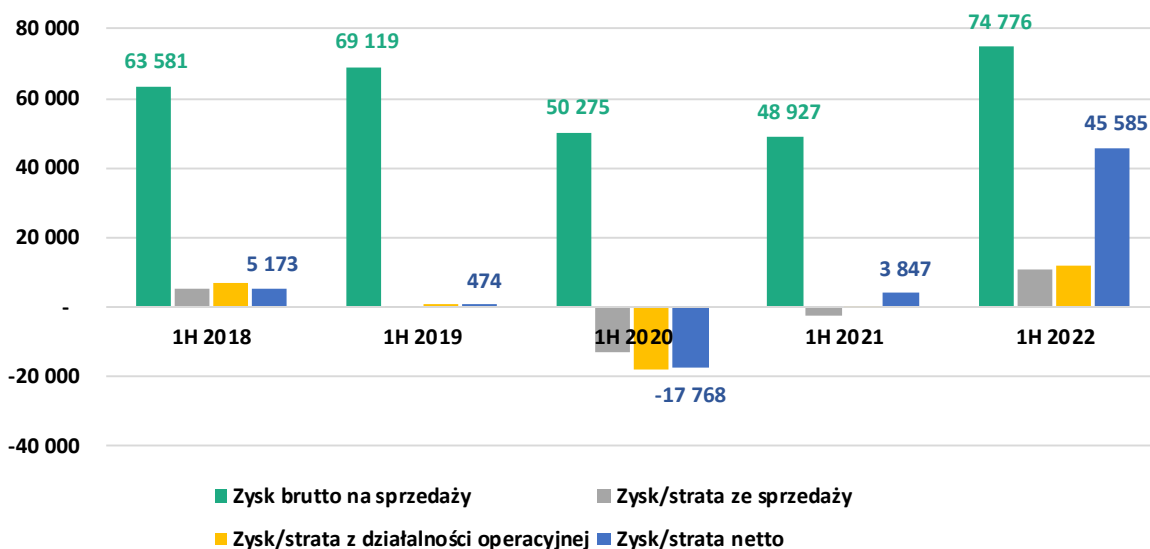
### Struktura przychodów



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Zwiększenie powierzchni sprzedażowej nie tylko przełożyło się na wzrost przychodów, ale także zysków. Zysk z działalności operacyjnej wyniósł 11,8 mln zł, a zysk netto 45,6 mln zł. Wartości te są zdecydowanie wyższe od wyników z przedpandemicznych lat 2018-2019, aczkolwiek istotny pozytywny wpływ na wysoki poziom zysku netto miało wydarzenie o charakterze jednorazowym w łącznej kwocie 43,9 mln zł (zaksięgowanie zysku ze sprzedaży części Ogródów Geyera – istotnie powyżej wartości bilansowej nieruchomości). Wyłączając zdarzenia jednorazowe zysk brutto wyniósłby połowę mniej (ok. 10,609 mln zł). Niemniej jednak, wyłączając zdarzenie jednorazowe, będące *de facto* niezwiązane bezpośrednio z podstawową działalnością Spółki, wyniki Spółki za I półrocze 2022 na poziomie zysków należy uznać za bardzo dobre. EBIT okazał się również wyższy niż w poprzednich latach.

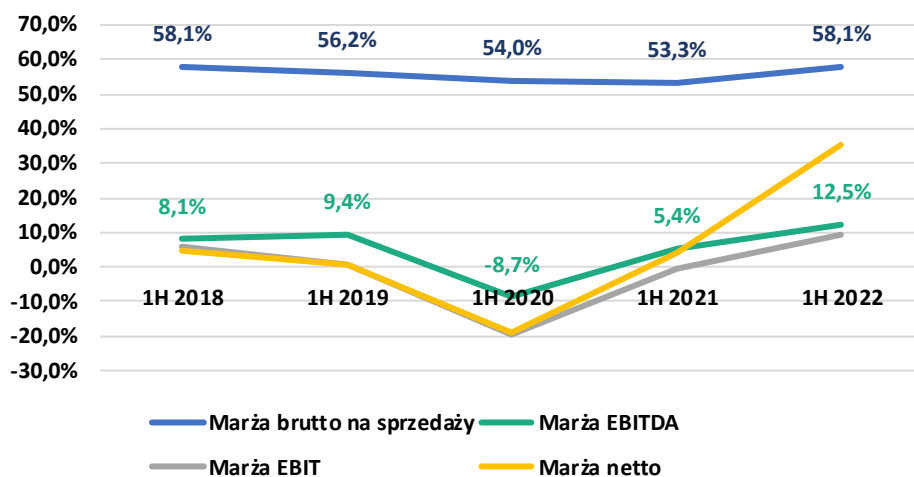
## Zysk z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

W 2022 r. Monnari Trade osiągnęła dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Spółka zauważalnie zwiększyła marżę brutto na sprzedaży w porównaniu do I półrocza 2021 r. (wzrost o 4,8 p.p. do 58,1%), osiągając tym samym poziom sprzed pandemii. Jednocześnie jest to wartość wyższa niż przeciętna u konkurencji. Na poziomie marży zysku netto spółka odnotowała istotny wzrost r/r i w porównaniu z analogicznym okresem 2021 r., co oceniamy pozytywnie, aczkolwiek jesteśmy świadomi, że wysokość zysku netto, a tym samym jego marża znajdowała się pod znaczącym, pozytywnym wpływem zdarzenia o charakterze jednorazowym.

## Rentowność



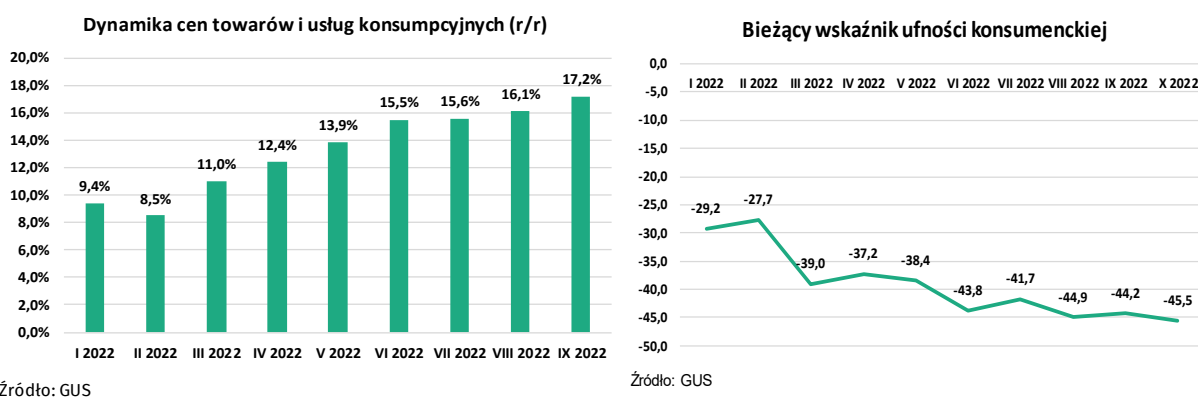
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki



## 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. Po 8 miesiącach 2022 r. gospodarka polska odczuwa skutki rosnącej inflacji, zacieśniania polityki monetarnej oraz wojny w Ukrainie. Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki postrzegamy wysoką inflację, której dynamika nie słabnie. Spodziewamy się, że inflacja we wrześniu (17,2%) nie jest niestety tegorocznym szczytem i należy oczekiwać dalszego wzrostu. Z punktu widzenia popytu na odzież, wysoka inflacja oznacza spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i tym samym przesunięcie części wydatków na dobra pierwszej potrzeby.



Rosnące ceny w gospodarce przekładają się na pesymizm wśród konsumentów. Od początku roku bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) spadł z minus 29,2 (styczeń) do minus 44,5 w październiku. Mimo zatrzymania spadków wartości wskaźnika oraz jego stabilizacji, wciąż pozostaje on ujemny, sugerując słabe nastroje konsumentów.

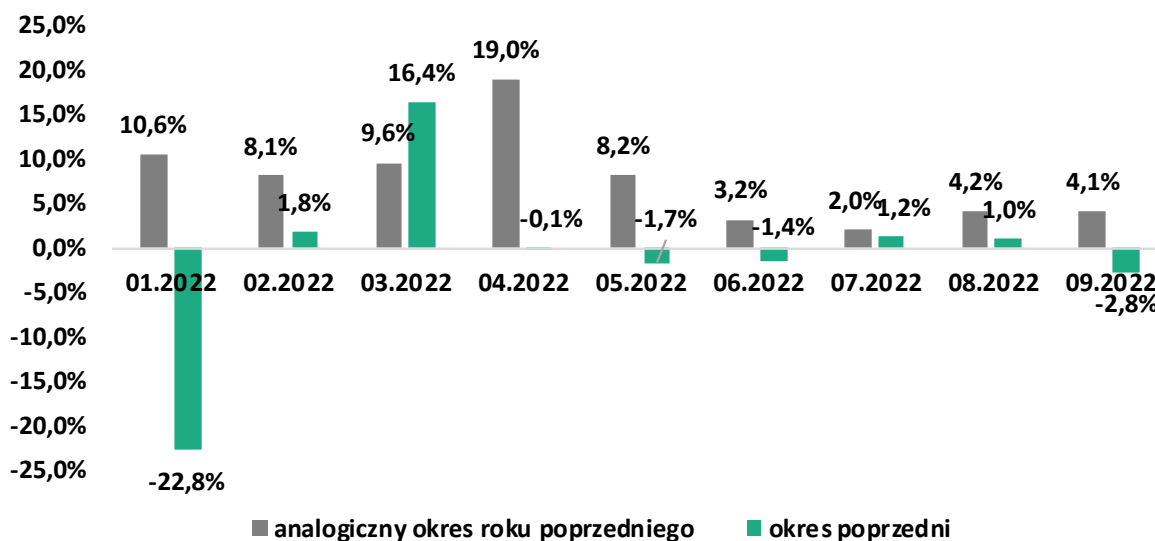
Biorąc pod uwagę popyt zagregowany<sup>1</sup>, w II kwartale 2022 zauważamy, że PKB wyrównany sezonowo<sup>2</sup> (w cenach stałych przy roku odniesienia 2015) zmniejszył się realnie o 2,3% w porównaniu z poprzednim kwartałem, ale był wyższy niż przed rokiem o 4,5%. To oznacza spowolnienie gospodarki, a także potencjalne ryzyko tzw. technicznej recesji w przypadku pojawienia się ujemnej dynamiki PKB drugi kwartał z rzędu. Wyhamowanie dynamiki wzrostu ma miejsce także w odniesieniu do sprzedaży detalicznej, która w kwietniu po raz pierwszy w 2022 r. odnotowała spadek w ujęciu miesięcznym w cenach stałych (minus 0,1%). W miesiącach następnych spadki zostały pogłębione do odpowiednio minus 1,7% i minus 1,4%. Od lipca ma jednak miejsce odbicie, dając nadzieję, że polska gospodarka, mimo wielu zagrożeń makroekonomicznych, może nie doświadczyć recesji gospodarczej, aczkolwiek najnowszy odczyt za wrzesień był ujemny w porównaniu do sierpnia (minus 2,8%).

<sup>1</sup> Popyt zagregowany - całkowita wielkość planowanych wydatków na zakup dóbr finalnych i usług wytworzonych w danym państwie, w danym okresie.

<sup>2</sup> Wyrównanie sezonowe polega na eliminacji efektu zmienności kalendarzowej i zmienności dni roboczych (różnice czasu pracy w kolejnych miesiącach) oraz efektu sezonowości (coroczne, regularne odchylenia od trendu obserwowane w cyklu rocznym).



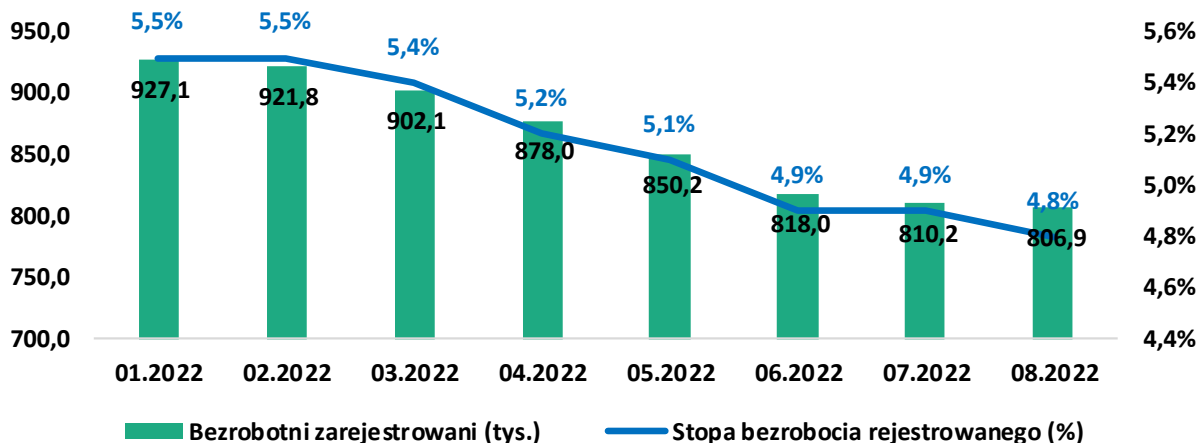
## Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Wydatki konsumentów na odzież zależą także w dużej mierze od poziomu bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty. Bezrobocie po pierwszych ośmiu miesiącach 2022 ma tendencję malejącą i utrzymuje się na niskim poziomie. W sierpniu 2022 doszło do spadku stopy bezrobocia o 0,7 pp. do 4,8% w porównaniu ze styczniem.

## Rynek pracy w Polsce

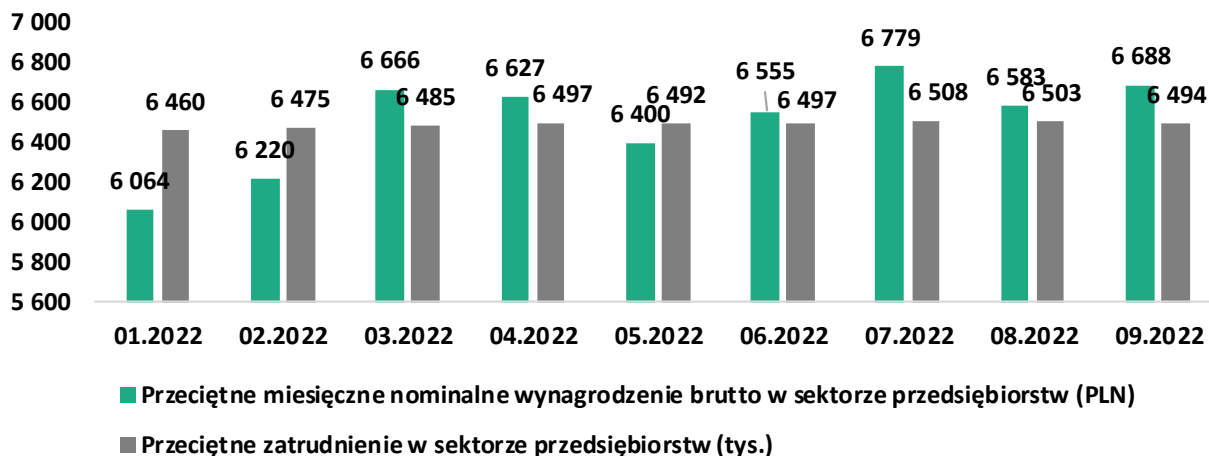


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Poziom bezrobocia skorelowany jest z poziomem zatrudnienia. Na koniec września 2022 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 34 tys. osób w porównaniu ze styczniem 2022 i wyniosło 6,494 mln osób. Należy jednak zauważyć, że pierwsze oznaki osłabienia rynku pracy miały już miejsce w sierpniu, w którym zatrudnienie spadło o 5 tys. osób

w ujęciu miesięcznym. Niemniej jednak uważamy, że rynek pracy w Polsce pozostaje wciąż silny, co skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.

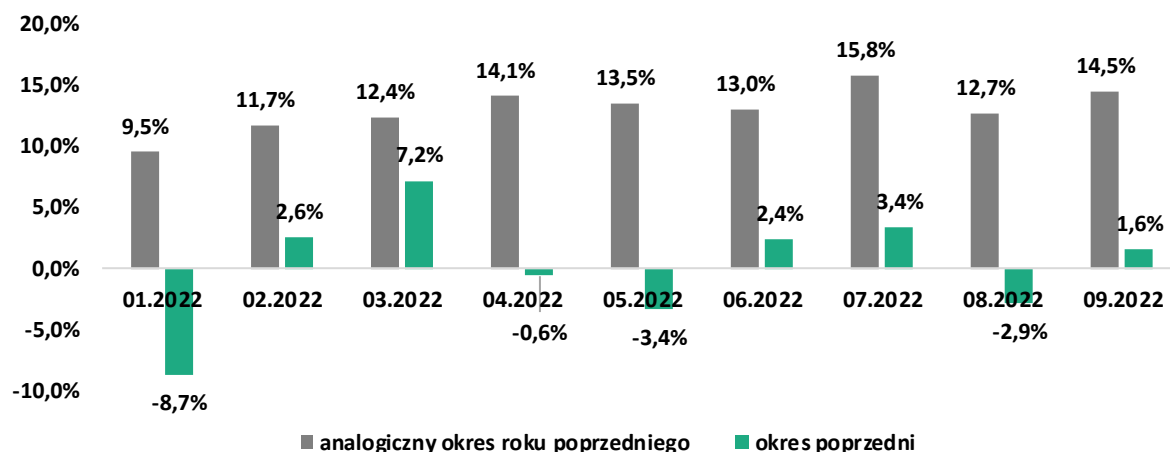
## Wynagrodzenia w Polsce



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu 2022 było wyższe niż w analogicznym okresie 2021 i wyniosło 6 688 zł brutto. Po spadku wynagrodzeń m/m w sierpniu, we wrześniu wynagrodzenia wzrosły o 1,6% m/m. Z kolei, w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost o 14,5%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (17,2% we wrześniu) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów zaczyna się powoli materializować.

## Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



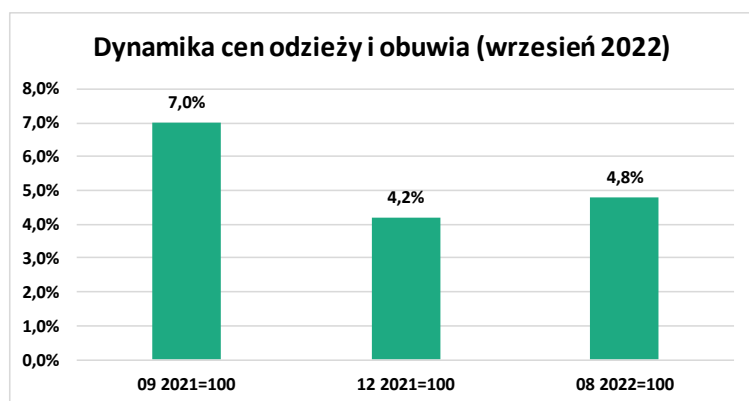
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na rekordowo niskim poziomie. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie jeszcze nie nastąpił, powoduje spadek realnej sprzedaży detalicznej, aczkolwiek wciąż w niewielkim stopniu. Wynika to z rosnących płac, choć pojawiają się pierwsze sygnały sugerujące zatrzymanie wzrostów.

**W naszej ocenie bieżące otoczenie makroekonomiczne jak i jego perspektywy na przyszłość sugerują podejście ostrożnościowe w prognozowaniu przyszłych wyników Spółki. Stąd, o ile w 2022 r. zakładamy utrzymanie tendencji wzrostowej sprzedaży, to od roku 2023 spodziewamy się spowolnienia na poziomie przychodów.**

## Przychody

Nie wykluczamy, że mimo pogorszenia nastrojów w gospodarce, postpandemiczna odbudowa rocznych przychodów Spółki nastąpi szybciej niż się spodziewaliśmy i nastąpi to już w 2022 r., a nie jak pierwotnie zakładaliśmy w 2023 r. Zakładamy jednak, że za wzrost odpowiadać będzie w większym stopniu inflacja aniżeli wyższy wolumen sprzedaży. Dane podane za wrzesień częściowo potwierdzają ten trend. Ceny odzieży i obuwia we wrześniu wzrosły o 7% r/r i 4,8% m/m.



Źródło: GUS

Z uwagi na profil działalności Monnari Trade, w naszych prognozach na rok 2022 bierzemy pod uwagę ewentualny rozwój pandemii w kraju, aczkolwiek nie zakładamy, że jej przebieg spowoduje zamykanie lub ograniczanie działalności galerii handlowych.

Finalnie zakładamy wzrost przychodów w roku 2022 na poziomie 22,1%, silnego spowolnienia przychodów w 2023 r. (szacowany wzrost 2%), a w latach następnych wzrost w wysokości 8,3%. Dodatkowo Spółka podała, że umorzona została pożyczka z PFR w wysokości 75% jej wartości. To oznacza zaksięgowanie w wynikach za III kwartał w grupie pozostałych przychodów operacyjnych kwoty 11,146 mln zł.

## Koszty

Na poziom kosztów negatywnie wpływać będzie utrzymujący się słaby kurs PLN względem USD, głównej waluty rozliczeniowej importowanych towarów. Jednocześnie jako zagrożenie dla deklarowanej przez Zarząd dyscypliny kosztowej postrzegamy inflację oraz presję na wzrost płac, która wspierana jest niskim poziomem bezrobocia. Stąd wraz ze wzrostem przychodów spodziewamy się wzrostu kosztów sprzedaży aczkolwiek w nieco wolniejszym tempie niż przychody, co ma swoje uzasadnienie w historycznych wynikach za I półrocze 2022.

## Pozostałe założenia

Podwyższamy nasze prognozy dotyczące zysków na wszystkich poziomach, co wynika z dobrych danych historycznych oraz z faktu odzyskania rentowności przez Spółkę na podstawowej działalności. Zakładamy jednak, że w okresie szczegółowej prognozy marża brutto na sprzedaży ulegnie zmniejszeniu z uwagi na słaby kurs PLN względem dolara oraz presję inflacyjną. Dodatkowo, z uwagi na brak jednoznacznych deklaracji ze strony Spółki w naszej prognozie nie zakładamy sprzedaży pozostałej części Ogrodów Geyera. Niemniej jednak w przypadku zaistnienia takiego zdarzenia nasze prognozy, z uwagi na potencjalny znaczący napływ gotówki do Spółki, nasze założenia poddamy weryfikacji.

## 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 przerwania łańcucha dostaw

Spółka narażona jest na ryzyko opóźnień w dostawach towarów, co wynika ze stosunkowo długiego procesu produkcji (od momentu zaprojektowania kolekcji do zaopatrzenia sklepów w towary mija od sześciu do nawet dziesięciu miesięcy) oraz z ryzyka przerwania łańcucha dostaw towarów z Azji mającego przyczynę w pandemii COVID-19 (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. m<sup>2</sup>, 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.

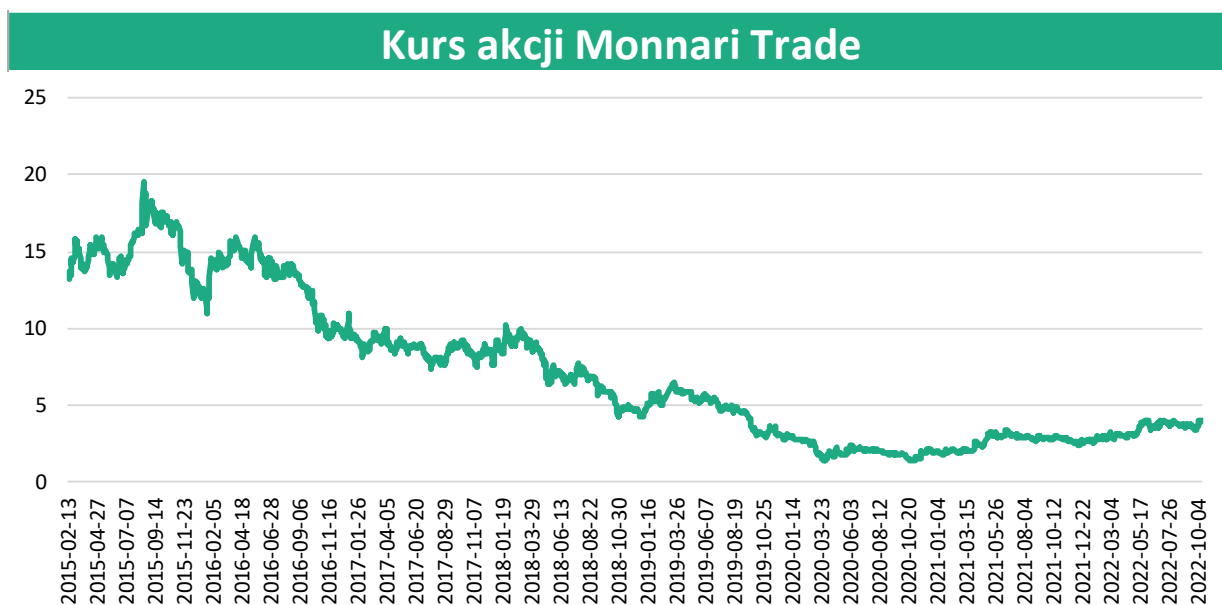
## Wycena

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 21.10 oszacowana została na poziomie 6,6 zł za akcję, a na koniec 2022 r. 6,7 zł za akcję. Stanowi to wzrost w stosunku do naszej wyceny z maja o 0,5 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Monnari Trade na 5,3 zł (wcześniej 5,0 zł), a na podstawie wyceny porównawczej na 10,4 zł (wcześniej 8,2 zł).

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,3
Wycena Porównawcza	0,25	10,4
<b>Cena wynikowa na dzień 21.10</b>		<b>6,6</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2022</b>		<b>6,7</b>

Źródło: DM Banku BPS SA

Nasza wycena oznacza premię w stosunku ceny akcji z dnia 21.10.2022 na poziomie 74,1% oraz sugeruje powrót notowań Spółki do przedpandemicznych wartości z lipca 2018 r.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA



## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Monnari Trade odnieśliśmy do czterech polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,25. Mimo spadku mnożników spółek porównawczych, wycena metodą porównawczą okazała się wyższa niż w naszym poprzednim raporcie. Wynika to z rekordowego roku 2022, którego wyniki znajdowały się pod silnym wpływem zdarzenia jednorazowego. Tym samym wyceny cząstkowe dla 2022 r. znacząco odbiegały od innych lat, stąd dla roku 2022 przypisaliśmy mniejszą wagę (0,2) zaś dla 2023 i 2024 wagi były równe (0,4). Zmianie (zmniejszeniu) uległ także skład spółek porównawczych, co wynika z braku dostępnych mnożników.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
LPP	10,9	14,3	10,9	4,3	3,9	3,2	5,9	6,7	5,4
CCC		158,6	11,3	12,5	2,3	2,5	7,9	6,7	5,1
VRG	10,2	9,9	8,1	0,8	0,8	0,7	5,1	4,9	4,1
Esotiq & Henderson	3,9	4,5	4,5		0,6	0,5			
Średnia	8,3	46,8	8,7	5,9	1,9	1,8	6,3	6,1	4,9
Mediana	10,2	12,1	9,5	4,3	1,5	1,6	5,9	6,7	5,1
Monnari Trade	1,9	11,2	10,6	2,2	2,1	2,0	3,0	1,7	3,0
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>645 772</b>	<b>129 590</b>	<b>108 342</b>	<b>1 192 837</b>	<b>434 906</b>	<b>488 835</b>	<b>186 242</b>	<b>120 345</b>	<b>97 556</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>10,44</b>								

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: 8,88% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), wzrost o 0,5 pp r/r w latach 2023-2024, a następnie proporcjonalny spadek (poprzednio: 6,82%)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy (7,57%), wzrost o 0,5 pp r/r w latach 2023-2024, a następnie proporcjonalny spadek (poprzednio 6,65%)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,82 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Monnari Trade i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - maj 2022) (poprzednio: 0,83)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,19% (Damodaran) (poprzednio: 5,08%)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25% (bez zmian)
- Brak wypłaty dywidendy
- Kontynuacja programu skupu akcji własnych i jego zakończenie do stycznia 2023
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	232 422	283 695	289 248	313 187	339 108	367 173	368 091
EBITDA	-327	43 761	28 159	29 322	30 168	34 266	21 729
EBIT	-327	36 685	17 776	18 193	18 298	21 621	21 675
CIT	3,7%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
NOPLAT		29 783	14 431	14 770	14 855	17 553	17 597
Amortyzacja		7 075	10 384	11 129	11 870	12 645	12 645
CAPEX		-3 764	-5 951	-6 444	-6 977	-7 555	-7 555
Inwestycje w kapitał obrotowy		30 324	10 327	17 231	14 076	3 504	3 504
FCFF		2 771	8 536	2 224	5 672	19 140	19 140
WACC		15,0%	15,4%	15,4%	14,9%	14,3%	14,3%
DCFF		2 410	6 407	1 447	3 257	9 796	
Suma DCF		23 317,1					
Wartość rezydualna (TV)		135 897,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		60 836,7					
Udział zdyskontowanej TV w EV		72,3%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		84 153,8					
Środki pieniężne na 21.10.2022		79 469,3					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 21.10.2022		37 409,1					
Dług netto na 21.10.2022	-	42 060,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		34 910					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		161 124,0					
Liczba akcji (tys.)		30 563					
Cena 1 akcji (PLN)		5,27					
Przychody zmiana r/r		22,1%	2,0%	8,3%	8,3%	8,3%	
EBIT zmiana r/r			-51,5%	2,3%	0,6%	18,2%	
FCF zmiana r/r			208,1%	-73,9%	155,0%	237,4%	
Marża EBITDA		15,4%	9,7%	9,4%	8,9%	9,3%	
Marża EBIT		12,9%	6,1%	5,8%	5,4%	5,9%	
Marża NOPLAT		10,5%	5,0%	4,7%	4,4%	4,8%	
CAPEX/Przychody		1,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
CAPEX/Amortyzacja		53,2%	57,3%	57,9%	58,8%	59,7%	

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
	12,3%	5,55	5,56	5,58	5,60	5,62	5,64	5,66
	12,8%	5,46	5,47	5,49	5,51	5,53	5,55	5,56
	13,3%	5,38	5,39	5,41	5,42	5,44	5,46	5,47
	13,8%	5,30	5,32	5,33	5,35	5,36	5,38	5,39
zmiana WACC dla TV	14,3%	5,23	5,24	5,26	5,27	5,29	5,30	5,32
	14,8%	5,17	5,18	5,19	5,20	5,22	5,23	5,24
	15,3%	5,10	5,12	5,13	5,14	5,15	5,17	5,18
	15,8%	5,05	5,06	5,07	5,08	5,09	5,10	5,12
	16,3%	4,99	5,00	5,01	5,02	5,04	5,05	5,06

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,57%	8,07%	8,07%	7,57%	7,07%	7,07%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,57%	12,07%	12,07%	11,57%	11,07%	11,07%
1-CIT (realny)	96,3%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>6,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	8,88%	9,38%	9,38%	8,88%	8,38%	8,38%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Zalewarowana beta	0,96	0,97	0,95	0,92	0,90	0,87	0,87
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>6,8%</b>	<b>15,9%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,6%</b>	<b>14,6%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	211 451	276 164	288 892	302 895	317 858	336 965	336 965
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	35 623	44 433	39 519	33 903	26 169	17 731	17 731
<b>Razem</b>	<b>247 074</b>	<b>320 597</b>	<b>328 411</b>	<b>336 797</b>	<b>344 027</b>	<b>354 696</b>	<b>354 696</b>
D/E	0,17	0,16	0,14	0,11	0,08	0,05	0,05
Udział Ke	0,86	0,86	0,88	0,90	0,92	0,95	0,95
Udział Kd	0,14	0,14	0,12	0,10	0,08	0,05	0,05
Ważony koszt kapitału własnego	5,8%	13,7%	14,3%	14,4%	14,2%	13,9%	13,9%
Ważony koszt kapitału obcego	0,9%	1,3%	1,2%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%
<b>WACC</b>	<b>6,7%</b>	<b>15,0%</b>	<b>15,4%</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,3%</b>

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>246 274</b>	<b>282 202</b>	<b>209 408</b>	<b>232 422</b>	<b>283 695</b>	<b>289 248</b>	<b>313 187</b>	<b>339 108</b>	<b>367 173</b>
Koszty własny sprzedaży	-101 891	-121 097	-96 225	-104 783	-120 874	-126 974	-139 654	-153 945	-166 488
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>144 383</b>	<b>161 104</b>	<b>113 183</b>	<b>127 639</b>	<b>162 821</b>	<b>162 274</b>	<b>173 533</b>	<b>185 163</b>	<b>200 685</b>
Koszty sprzedaży	- 112 653	- 132 356	- 107 823	- 97 552	-116 005	-125 392	-135 769	-145 459	-157 497
Koszty zarządu	- 9 114	- 13 353	- 11 682	- 15 997	-18 759	-19 954	-20 357	-22 042	-22 030
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>22 616</b>	<b>15 395</b>	<b>6 322</b>	<b>14 090</b>	<b>28 057</b>	<b>16 929</b>	<b>17 406</b>	<b>17 662</b>	<b>21 157</b>
Pozostałe przychody operacyjne	3 036	3 624	7 057	12 410	18 927	4 921	5 121	5 329	5 545
Pozostałe koszty operacyjne	- 4 828	- 5 768	- 28 864	- 7 163	-10 299	-4 075	-4 334	-4 693	-5 081
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>20 824</b>	<b>13 251</b>	<b>28 129</b>	<b>19 337</b>	<b>36 685</b>	<b>17 776</b>	<b>18 193</b>	<b>18 298</b>	<b>21 621</b>
Przychody finansowe	791	715	1 094	228	1 066	679	843	781	796
Koszty finansowe	- 421	- 962	- 3 228	- 1 512	-5 052	-5 463	-5 261	-4 344	-3 538
Wynik na inwestycjach	15 416	1 397	438	327	44 072	330	330	330	330
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć	-	200	96	3 775	-241	-103	-103	-103	-103
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>36 610</b>	<b>14 201</b>	<b>30 797</b>	<b>21 501</b>	<b>76 530</b>	<b>13 219</b>	<b>14 003</b>	<b>14 963</b>	<b>19 107</b>
Podatek dochodowy	- 19 245	- 2 440	358	805	-12 970	-2 487	-2 635	-2 815	-3 595
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>17 365</b>	<b>11 761</b>	<b>30 439</b>	<b>20 696</b>	<b>63 560</b>	<b>10 732</b>	<b>11 368</b>	<b>12 148</b>	<b>15 512</b>

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

### Prognoza bilansu

Bilans (tys. pln)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>AKTYWA</b>	<b>262 899</b>	<b>307 707</b>	<b>309 762</b>	<b>352 373</b>	<b>390 214</b>	<b>393 034</b>	<b>383 789</b>	<b>382 564</b>	<b>396 098</b>
Aktywa trwałe	126 764	178 817	193 247	185 680	149 399	154 031	159 061	164 493	170 336
Rzeczowe aktywa trwałe	38 076	48 138	43 555	39 521	42 720	44 808	46 998	49 295	51 704
Wartości niematerialne i prawne	876	425	323	210	198	198	198	198	198
Wartość firmy	5 778	5 256	129	129	129	129	129	129	129
Nieruchomości inwestycyjne	78 847	80 765	110 737	114 556	79 649	83 541	87 624	91 906	96 398
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	-	34 786	27 871	20 220	17 367	16 019	14 775	13 628	12 570
Inwestycje w jednostki powiązane	-	1 460	1 361	564	522	522	522	522	522
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 172	7 981	9 264	10 473	8 807	8 807	8 807	8 807	8 807
Pozostałe aktywa długoterminowe	15	6	7	7	7	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	136 135	128 890	116 515	166 693	240 815	239 002	224 729	218 071	225 762
Zapasy	69 551	82 858	56 262	62 133	54 519	56 733	59 037	61 434	63 928
Należności handlowe	25 014	28 958	33 778	33 168	37 062	40 182	43 507	47 108	51 007
Aktywa finansowe	510	2 510	102	607	34 910	34 910	34 910	34 910	34 910
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	40 270	13 643	26 213	70 606	114 324	107 178	87 275	74 619	75 917
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	101	368	160	179	-	-	-	-	-
Pozostałe aktywa	689	553	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASYWA</b>	<b>262 899</b>	<b>307 707</b>	<b>309 762</b>	<b>352 373</b>	<b>390 214</b>	<b>393 034</b>	<b>383 789</b>	<b>382 564</b>	<b>396 098</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	217 949	225 191	190 950	211 451	276 164	288 892	302 895	317 858	336 965
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	- 16 665	- 21 892	- 25 497	- 25 497	- 25 989	- 26 480	- 26 480	- 26 480	- 26 480
Kapitał zapasowy	130 574	138 128	138 329	126 475	126 475	126 475	126 475	126 475	126 475
Pozostałe kapitały	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653	33 653
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	67 331	72 246	41 409	73 763	138 969	152 188	166 191	181 154	200 261
Udziały niekontrolujące	- 1 882	- 2 265	- 2 069	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	2 811	28 657	50 694	40 494	33 157	39 036	30 358	24 205	16 435
Długoterminowe kredyty i pożyczki	-	-	6 000	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	-	20 779	36 881	32 716	25 713	31 592	28 943	23 167	15 420
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 811	7 878	7 813	7 778	6 431	6 431	402	25	2
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	-	-	-	-	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
Zobowiązania krótkoterminowe	44 021	56 124	70 187	100 428	80 893	65 106	50 536	40 501	42 698
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	182	49	14 009	864	9 691	4 229	3 444	2 805	2 285
Zobowiązania z tytułu leasingu	-	13 977	3 832	2 043	9 029	3 698	1 515	196	25
Zobowiązania handlowe	23 677	19 491	49 182	93 625	59 582	54 588	42 986	34 908	37 797
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	1 311	1 290	195	818	-	-	-	-	-
Rezerwy	2 286	2 609	2 969	3 078	2 591	2 591	2 591	2 591	2 591
Pozostałe zobowiązania	16 565	18 708	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

### Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

Bilans (tys. pln)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przepływy operacyjne	- 9 341	21 753	34 532	29 296	40 009	24 268	9 272	14 321	28 853
Przepływy inwestycyjne	-18 661	-25 760	- 8 556	32 824	- 1 347	- 5 951	- 6 444	- 6 977	- 7 555
Przepływy finansowe	- 2 695	-22 596	-13 452	-17 702	1 219	- 25 463	- 22 731	-20 000	-20 000
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-30 697</b>	<b>-26 603</b>	<b>12 523</b>	<b>44 418</b>	<b>39 881</b>	<b>- 7 146</b>	<b>- 19 903</b>	<b>-12 656</b>	<b>1 298</b>
Środki pieniężne na początek okresu	69 084	39 397	12 770	25 339	69 733	109 614	102 468	82 565	69 909
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>39 397</b>	<b>12 770</b>	<b>25 339</b>	<b>69 733</b>	<b>109 614</b>	<b>102 468</b>	<b>82 565</b>	<b>69 909</b>	<b>71 207</b>

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody (zmiana, r/r)</b>	-0,5%	14,6%	-25,8%	11,0%	22,1%	2,0%	8,3%	8,3%	8,3%
<b>EBITDA (zmiana, r/r)</b>	-2,9%	40,3%	-125,9%	-430,5%	45,5%	-35,7%	4,1%	2,9%	13,6%
<b>EBIT (zmiana, r/r)</b>	-1,7%	-36,4%	-312,3%	-168,7%	89,7%	-51,5%	2,3%	0,6%	18,2%
<b>Zysk netto (zmiana, r/r)</b>	-20,1%	-32,3%	-358,8%	-168,0%	207,1%	-83,1%	5,9%	6,9%	27,7%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	58,6%	57,1%	54,0%	54,9%	57,4%	56,1%	55,4%	54,6%	54,7%
<b>Marża EBITDA</b>	10,2%	12,4%	-4,3%	12,9%	15,4%	9,7%	9,4%	8,9%	9,3%
<b>Marża EBIT</b>	8,5%	4,7%	-13,4%	8,3%	12,9%	6,1%	5,8%	5,4%	5,9%
<b>Marża brutto</b>	14,9%	5,0%	-14,7%	9,3%	27,0%	4,6%	4,5%	4,4%	5,2%
<b>Marża netto</b>	7,1%	4,2%	-14,5%	8,9%	22,4%	3,7%	3,6%	3,6%	4,2%
<b>COGS / Przychody</b>	41,4%	42,9%	46,0%	45,1%	42,6%	43,9%	44,6%	45,4%	45,3%
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	46,5%	43,1%	69,6%	51,4%	40,0%	46,6%	46,4%	46,0%	45,6%
<b>SG&amp;A / COGS</b>	112,4%	100,6%	151,4%	114,0%	93,9%	106,1%	104,1%	101,4%	100,6%
<b>ROE</b>	8,0%	5,2%	-15,9%	9,8%	23,0%	3,7%	3,8%	3,8%	4,6%
<b>ROA</b>	6,6%	3,8%	-9,8%	5,9%	16,3%	2,7%	3,0%	3,2%	3,9%
<b>Dług (tys. PLN)</b>	182	34 805	60 722	35 623	44 433	39 519	33 903	26 169	17 731
<b>D/(D+E)</b>	0,00	0,13	0,24	0,14	0,14	0,12	0,10	0,08	0,05
<b>D/E</b>	0,00	0,15	0,32	0,17	0,16	0,14	0,11	0,08	0,05
<b>EV (tys. PLN)</b>	160 788	99 538	86 191	155 683	190 591	188 359	174 072	169 150	178 887
<b>Dług / EV</b>	0,00	0,35	0,70	0,23	0,23	0,21	0,19	0,15	0,10
<b>CAPEX / Przychody</b>	1,67%	3,08%	1,25%	1,23%	1,33%	2,06%	2,06%	2,06%	2,06%
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	98,4%	39,8%	13,8%	26,6%	53,2%	57,3%	57,9%	58,8%	59,7%
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	1,7%	7,7%	9,1%	4,6%	2,5%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	8,0%	7,6%	-24,6%	-16,9%	10,7%	3,6%	5,5%	4,2%	1,0%

Źródło: DM Banku BPS SA

## 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 i bazował na danych z 2021 r. Stąd na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze ESG z maja br.

### Environment

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

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

Najważniejszą emisją zanieczyszczeń dla transportu jest analiza CO<sub>2</sub>, która jest monitorowana.

### Social

Monnari Trade czuje się ważną częścią lokalnej społeczności, dlatego stara się odpowiadać na jej potrzeby – głównie poprzez zaangażowanie w inicjatywy lokalne. Spółka podejmowała także działania nakierowane na edukację zawodową młodzieży oraz rozwój kompetencji w tematach związanych z branżą włókienniczą i modą. Ma to miejsce poprzez współpracę ze szkołami i uczelniami. W odniesieniu do specyfiki działalności Spółki, szczególną uwagę poświęca się na kultywowanie tradycji przemysłu włókienniczego oraz pomoc dla kobiet i dzieci. Ponadto, Spółka wraz z Małgorzatą Sochą zorganizowała kampanię, w ramach której cały przychód ze sprzedaży koszulek „I’m my own hero” został przekazany Wojewódzkiemu Specjalistycznemu Szpitalowi im. dr. Władysława Biegańskiego w Łodzi na najpotrzebniejszy szpitalowi sprzęt. Akcja została oficjalnie zakończona we wrześniu ub.r. Monnari Trade przekazała szpitalowi 50 000 zł. Ponadto, w obliczu sytuacji epidemiologicznej, Spółka przekazała belki materiałów na rzecz lokalnej akcji „Łódź szyje dla medyków”, w ramach której darczyńcy przekazują materiały, z których wolontariusze szyją maseczki dla szpitali. Procesy rekrutacyjne są prowadzone według jasno określonych oraz obiektywnych reguł z zachowaniem zasady równości szans. Przy zatrudnianiu nowego pracownika pod uwagę brane są odpowiednie umiejętności i doświadczenie. Dużą wagę, zwłaszcza wśród pracowników sklepowych, Grupa przywiązuje do

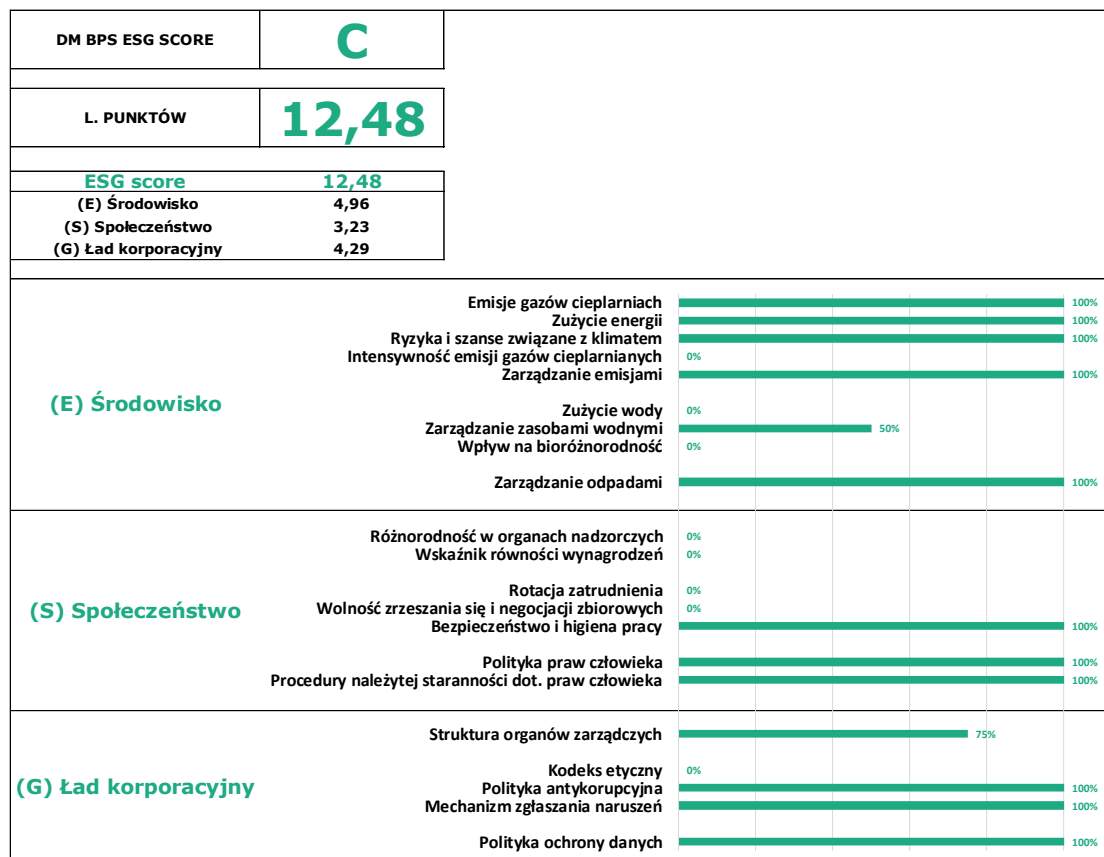
zdolności interpersonalnych kandydatów, a także do ich kultury osobistej. Nie podlegające ocenie są natomiast cechy takie jak: pochodzenie kandydata, narodowość, religia, rasa, płeć, niepełnosprawność, orientacja seksualna lub wiek. Siła różnorodności Monnari Trade w 2021 r. nie uległa zmianie, nadal ponad 75% stanowisk managerskich zajmują kobiety (12 kobiet i 4 mężczyzn), w tym 2 osoby poniżej 30 roku życia, 6 osób od 30 do 50 roku życia i 8 powyżej 50 lat. Z kolei średni wiek zatrudnionych dla całej Spółki wynosił w 2020 r. 37 lat. W 2021 roku podobnie jak w roku ubiegłym duża grupa pracowników firmy skorzystała z urlopu macierzyńskiego a tendencja do wydłużania okresu sprawowania opieki nad dzieckiem nadal jest widoczna. Spółka jest zainteresowana powrotem do pracy młodych mam, niestety kobiet, które chcą powrócić do pracy jest coraz mniej. Obecna sytuacja na rynku, daje rodzinom poczucie większego bezpieczeństwa finansowego.

### Governance

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



Monnari Trade sporządza dedykowany raport poświęcony informacjom niefinansowym (w tym ESG), co oceniamy bardzo pozytywnie. Stąd informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych poszukujemy głównie w tym dokumencie, ale także w raportach rocznych, sprawozdaniach Zarządu z działalności oraz na stronach internetowych Spółki. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Monnari Trade oceniamy jako dostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 12,48 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C.**



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

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Raport okresowy za 2021
Sprawozdanie Zarządu z działalności za rok 2021
Oświadczenie Grupy Kapitałowej MONNARI TRADE - Informacje niefinansowe za rok 2021

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: <a href="http://www.dmbps.pl/wsparcieanalizy">www.dmbps.pl/wsparcieanalizy</a>

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).

## Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

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

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

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

## Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 21 października 2022 roku, 17:05

Pierwsze udostępnienie opracowania: 21 października 2022 roku, 17:15

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 zleciennodawców.

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 Gieldzie 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
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	2022-04-21	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	2022-05-04	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	2022-05-10	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	2022-05-17	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	2022-05-18	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	2022-05-26	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	2022-05-31	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	2022-06-01	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	2022-09-12	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	2022-09-20	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	2022-09-29	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	2022-09-29	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	2022-10-04	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	2022-10-05	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	2022-10-12	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	2022-10-21	Łukasz Bryl

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