

Monnari Trade SA

13.03.2023 08:30

Raport aktualizujący

Dane podstawowe

REKOMENDACJA	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	8,6
Wycena DCF [PLN]	5,8
Wycena porównawcza [PLN]	14,1
Cena rynkowa [PLN]	4,8
Pot.wzrostu/spadku [%]	79,0%
Kapitalizacja [mln PLN]	147,1
Free float [%]	61,3%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	MON
Bloomberg	MON PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

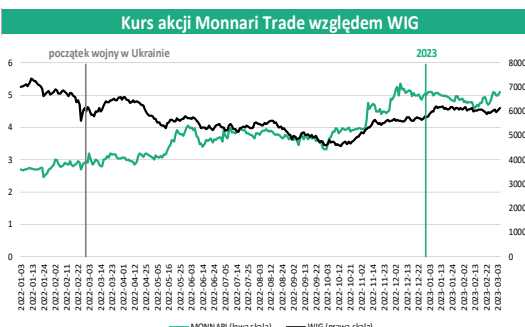
Spółka skupia się na tworzeniu własnych kolekcji, skierowanych głównie do kobiet powyżej 30. roku życia. Ich produkcja jest zlecania na zewnątrz, po czym spółka prowadzi sprzedaż kolekcji poprzez sieć własnych salonów firmowych oraz sklep internetowy.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
Misztal Mirosław	33,1
MONNARI TRADE S.A.	15,0
Fair Sp. z o.o.	8,3

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Rozwój sieci sprzedażowej	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa
Wysoki poziom gotówki	



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Wyniki Monnari Trade za 2022 r. są bardzo dobre. Po trzech kwartałach Spółka wypracowała przychody na poziomie 194,9 mln zł, co oznacza wzrost o 31,8% r/r. **Wstępne szacunki za IV kwartał sugerują, że łącznie w 2022 r. Spółka zwiększyła sprzedaż o 24,5%** (288,4 mln zł wobec 231,6 mln zł w 2021). **Na poziomie marży brutto ze sprzedaży również widać poprawę – marża wzrosła o 2,6 p.p. r/r do 57,3%.** Największe wzrosty miały jednak miejsce na poziomie zysków. Zysk operacyjny po trzech kwartałach wyniósł 21,9 mln zł wobec minus 1,5 mln zł straty operacyjnej w 2021 r. Zysk netto zanotował ponad 13-krotny wzrost i wyniósł 56,5 mln zł. **Wynik netto był jednak naznaczony wydarzeniami jednorazowymi** (zysk ze sprzedaży części Ogródów Geyera w wysokości 43,9 mln zł oraz umorzenie pożyczki z PFR w wysokości 11,4 mln zł) i miał w znacznej mierze charakter księgowy.

Fundamenty Spółki oceniamy jako solidne głównie dzięki niskiemu zadłużeniu oprocentowanemu oraz wysokim nadwyżkom środków pieniężnych. Stopa zadłużenia ukształtowała się na niskim i bezpiecznym poziomie (0,21). Na koniec 3. kwartału Spółka dysponowała 51 mln zł gotówki, (płynność bieżącą na wysokim poziomie 3,9). Zakładamy, że udzielona w styczniu pożyczka w wysokości 6 382,4 mln euro spółce Rank Progress zmniejszy zasób gotówki, ale będzie także pozytywnie kontrybuowała do wyniku netto poprzez wypracowane odsetki.

Finalnie podwyższamy naszą wycenę do 8,6 zł za 1 akcję na koniec 2023 r., co wynika z rewizji naszych prognoz w górę na poziomie zarówno przychodów (spodziewamy się, że nasze wcześniejsze obawy dotyczące spowolnienie gospodarcze nie ulegną materializacji) jak i zysków.

tys. PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592
EBITDA	44 699	31 660	33 782	34 697	36 686
marża EBITDA	15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%
EBIT	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639
Zysk netto	69 542	18 633	21 401	20 649	21 651
Kapitał własny	281 495	307 940	335 070	357 954	382 143
Dług netto	-52 343	-27 897	-33 845	-66 390	-75 353
P/E	2,1	7,9	6,9	7,1	6,8
P/BV	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	2,1	3,8	3,4	2,3	2,0
EPS	2,3	0,6	0,7	0,7	0,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wycena

Założenia do wyceny

Rok 2022 był bardzo udany dla Spółki, głównie dzięki zasileniu środkami pieniężnymi z tytułu sprzedaży części Ogrodów Geyera. Nie spodziewamy się powtórzenia tak dobrych wyników na poziomie zysków w okresie szczegółowej prognozy. Zakładamy, że największe wzrosty przychodów będą miały miejsce w 2023 r., co napędzane będzie wciąż wysoką inflacją oraz wsparciem gospodarstw domowych poprzez transfery socjalne wynikające z roku wyborczego. W latach następnych prognozujemy osłabienie dynamiki przychodów. Zakładamy kształtowanie się marży brutto na sprzedaży w wysokości 55% oraz pozytywną kontrybucję odsetek od udzielonej pożyczki Spółce Rank Progress do wyniku netto w latach 2023-2024. Konserwatywnie podchodzimy do utrzymania dyscypliny kosztowej i tym samym kształtowania się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu z uwagi na presję inflacyjną w gospodarce krajowej. Prognozowany przez nas CAPEX wynika z wydatków związanych z rozbudową sieci salonów sprzedaży marki Monnari oraz Femestage, a także kosztów inwestycji w pozostałą część Ogrodów Geyera. W naszych prognozach zakładamy brak wypłaty dywidend.

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03. oszacowana została na poziomie 7,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 5,8 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 14,1 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	5,8
Wycena Porównawcza	0,25	14,1
Cena wynikowa na dzień 13.03		7,9
Cena docelowa na koniec 2023		8,6

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do trzech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2023-25 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Monnari Trade metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Esotiq & Henderson	6,0	5,4	-	1,0	0,9	-	3,4	3,2	-
Średnia	10,5	9,5	31,1	2,2	2,3	2,3	6,6	5,5	5,2
Mediana	9,7	8,6	11,3	1,7	2,3	2,9	6,9	5,9	5,6
Monnari Trade	6,9	6,7	7,9	0,5	0,4	0,4	3,8	3,4	2,3
Implikowana wycena (tys. PLN)	180 851	184 399	233 840	559 976	831 888	1 121 918	251 156	236 343	266 445
Wycena 1 akcji (PLN)	14,1								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Beta na poziomie: 0,69 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 11.2015-02.2023 na podstawie dziennych szeregów czasowych).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy brak wypłaty dywidendy w całym okresie prognozy

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	232 422	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592	346 456
EBITDA	19 337	44 699	31 660	33 782	34 697	36 686	23 758
EBIT	19 337	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639	23 698
CIT	3,7%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%
NOPLAT		30 345	17 011	18 104	18 226	19 192	19 239
Amortyzacja		7 321	10 707	11 482	12 247	13 047	13 079
CAPEX		-1 763	-2 710	-3 296	-3 994	-4 840	-4 852
Inwestycje w kapitał obrotowy		56 234	16 370	16 204	14 953	9 471	9 495
FCFF		-20 331	8 637	10 086	11 526	17 927	17 927
WACC		12,1%	11,6%	11,8%	11,1%	10,6%	10,6%
DCFF		-18 132	6 941	7 218	7 575	10 820	
Suma DCF		14 422,7					
Wartość rezydualna (TV)		172 793,8					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		94 278,7					
Udział zdyskontowanej TV w EV		86,7%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		108 701,4					
Środki pieniężne na 13.03.2023		66 215,4					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		33 496,2					
Dług netto na 13.03.2023	-	32 719,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		35 700					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		177 120,6					
Liczba akcji (tys.)		30 563					
Cena 1 akcji (PLN)		5,80					
Przychody zmiana r/r		24,1%	8,3%	4,0%	1,7%	4,7%	
EBIT zmiana r/r			-43,9%	6,4%	0,7%	5,3%	
FCF zmiana r/r			-142,5%	16,8%	14,3%	55,5%	
Marża EBITDA		15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%	
Marża EBIT		13,0%	6,7%	6,9%	6,8%	6,8%	
Marża NOPLAT		10,5%	5,4%	5,6%	5,5%	5,6%	

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%
zmiana WACC dla TV	8,6%	6,40	6,44	6,49	6,53	6,58	6,63	6,68
	9,1%	6,20	6,24	6,28	6,32	6,36	6,40	6,44
	9,6%	6,02	6,05	6,09	6,13	6,16	6,20	6,24
	10,1%	5,86	5,89	5,92	5,95	5,99	6,02	6,05
	10,6%	5,71	5,74	5,77	5,80	5,83	5,86	5,89
	11,1%	5,58	5,60	5,63	5,65	5,68	5,71	5,74
	11,6%	5,45	5,48	5,50	5,53	5,55	5,58	5,60
	12,1%	5,34	5,36	5,38	5,41	5,43	5,45	5,48
	12,6%	5,24	5,26	5,28	5,30	5,32	5,34	5,36

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,49%	7,00%	7,00%	6,50%	6,00%	6,00%
Premia kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Koszt kapitału obcego	6,63%	11,49%	11,00%	11,00%	10,50%	10,00%	10,00%
1-CIT (realny)	96,3%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%	81,2%
Efektywny koszt kapitału obcego	6,4%	9,3%	8,9%	8,9%	8,5%	8,1%	8,1%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	6,58%	6,11%	6,11%	5,61%	5,11%	5,11%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Zalewarowana beta	0,81	0,80	0,77	0,84	0,77	0,79	0,79
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	6,0%	12,5%	11,8%	12,3%	11,3%	10,9%	10,9%
Kapitał własny (tys. PLN)	211 451	281 495	307 940	335 070	357 954	382 143	382 143
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	35 623	39 722	31 966	63 219	37 181	45 889	45 889
Razem	247 074	321 217	339 906	398 289	395 135	428 032	428 032
D/E	0,17	0,14	0,10	0,19	0,10	0,12	0,12
Udział Ke	0,86	0,88	0,91	0,84	0,91	0,89	0,89
Udział Kd	0,14	0,12	0,09	0,16	0,09	0,11	0,11
Ważony koszt kapitału własnego	5,1%	11,0%	10,7%	10,4%	10,3%	9,8%	9,8%
Ważony koszt kapitału obcego	0,9%	1,2%	0,8%	1,4%	0,8%	0,9%	0,9%
WACC	6,0%	12,1%	11,6%	11,8%	11,1%	10,6%	10,6%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Prognozy finansowe

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	209 408	232 422	288 416	312 427	324 812	330 221	345 592
Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych	196 271	216 645	248 117	290 181	301 684	306 708	320 984
Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych	9 429	10 827	13 340	15 601	16 220	16 490	17 257
Sprzedaż usług najmu	2 591	3 760	4 316	5 048	5 248	5 335	5 584
Sprzedaż pozostałych usług	432	1 116	1 281	1 498	1 558	1 584	1 657
Sprzedaż materiałów	685	74	85	99	103	105	110
Koszty własny sprzedaży	-96 225	-104 783	-232 686	140 592	146 166	148 599	155 516
Zysk brutto na sprzedaży	113 183	127 639	165 312	171 835	178 647	181 622	190 075
Koszty sprzedaży	- 107 823	- 97 552	-116 857	-130 197	-135 350	-137 840	-143 768
Koszty zarządu	- 11 682	- 15 997	-19 643	-21 531	-21 113	-21 464	-22 809
Zysk/strata ze sprzedaży	- 6 322	14 090	28 812	20 107	22 184	22 317	23 498
Pozostałe przychody operacyjne	7 057	12 410	19 181	4 921	5 121	5 329	5 545
Pozostałe koszty operacyjne	- 28 864	- 7 163	-10 616	-4 075	-5 005	-5 196	-5 404
Zysk/strata z działalności operacyjnej	- 28 129	19 337	37 378	20 954	22 300	22 450	23 639
Przychody finansowe	1 094	228	1 928	3 137	4 293	2 353	2 353
Koszty finansowe	- 3 228	- 1 512	-1 269	-709	-314	-75	-18
Wynik na inwestycjach	- 438	- 327	43 990	330	330	330	330
Udział w wyniku jedn. stow. i wspólnych przedsięwzięć	- 96	3 775	-408	-103	-103	-103	-103
Zysk/strata brutto	- 30 797	21 501	81 618	23 609	26 506	24 955	26 202
Podatek dochodowy	358	- 805	-12 077	-4 976	-5 104	-4 306	-4 551
Zysk/strata netto	- 30 439	20 696	69 542	18 633	21 401	20 649	21 651

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	309 762	352 373	393 324	402 882	448 684	435 814	471 101
Aktywa trwałe	193 247	185 680	146 656	181 154	156 173	161 520	167 269
Rzeczowe aktywa trwałe	43 555	39 521	40 680	42 668	44 754	46 941	49 235
Wartości niematerialne i prawne	323	210	548	548	548	548	548
Wartość firmy	129	129	129	129	129	129	129
Nieruchomości inwestycyjne	110 737	114 556	79 393	83 273	87 343	91 612	96 089
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	27 871	20 220	16 795	15 491	14 289	13 180	12 156
Inwestycje w jednostki powiązane	1 361	564	330	330	330	330	330
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 264	10 473	8 773	8 773	8 773	8 773	8 773
Pozostałe aktywa długoterminowe	7	7	7	8	8	8	9
Aktywa obrotowe	116 515	166 693	246 668	221 727	292 510	274 293	303 833
Zapasy	56 262	62 133	81 623	84 937	88 386	91 975	103 764
Należności handlowe	33 778	33 168	37 062	40 986	41 160	42 808	42 881
Aktywa finansowe	102	607	35 700	35 700	65 633	35 700	35 700
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	26 213	70 606	92 065	59 863	97 063	103 571	121 242
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	160	179	218	240	267	239	245
PASYWA	309 762	352 373	393 324	402 882	448 684	435 814	471 101
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	190 950	211 451	281 495	307 940	335 070	357 954	382 143
Kapitał podstawowy	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056	3 056
Akcje/udziały własne	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497	- 25 497
Kapitał zapasowy	138 329	126 476	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
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	41 409	73 763	143 808	170 253	197 383	220 267	244 456
Udziały niekontrolujące	- 2 069	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	50 694	40 494	39 673	30 012	58 949	26 849	26 683
Długoterminowe kredyty i pożyczki	6 000	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	36 881	32 716	30 882	21 221	50 158	18 058	17 892
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	7 813	7 778	7 778	7 778	7 778	7 778	7 778
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	-	-	1 013	1 013	1 013	1 013	1 013
Zobowiązania krótkoterminowe	70 187	100 428	72 156	64 929	54 664	51 010	62 275
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	14 009	864	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	3 832	2 043	8 840	10 745	13 061	19 122	27 997
Zobowiązania handlowe	49 182	93 625	60 775	51 643	39 063	29 347	31 738
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	195	818	-	-	-	-	-
Rezerwy	2 969	3 078	2 541	2 541	2 541	2 541	2 541

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

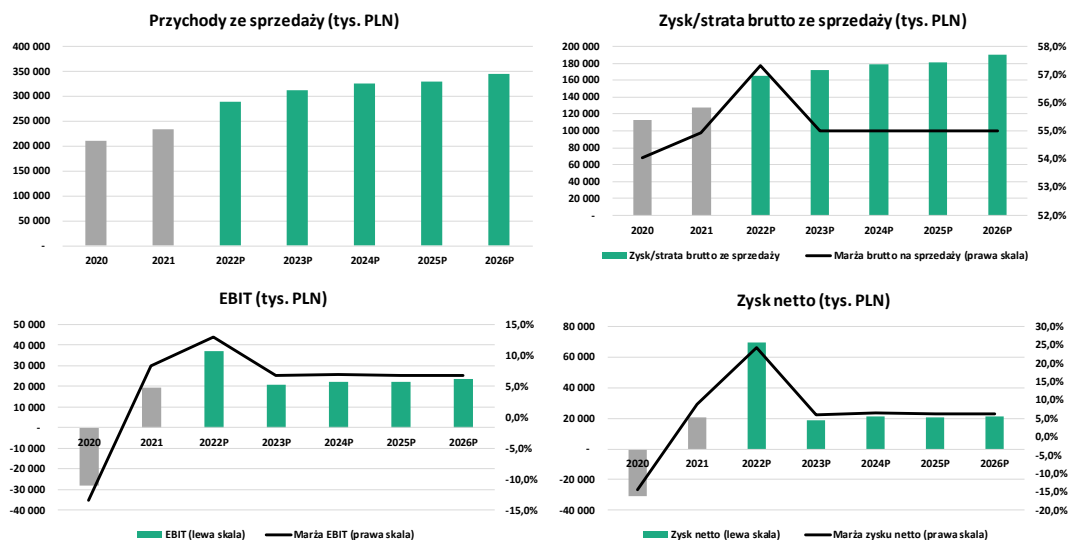
RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	34 532	29 296	12 164	2 975	13 154	15 475	27 480
Przepływy inwestycyjne	- 8 556	32 824	- 1 281	- 35 819	23 403	- 7 216	- 8 056
Przepływy finansowe	- 13 452	- 17 702	6 681	643	643	- 1 752	- 1 752
Przepływy pieniężne netto	12 523	44 418	17 564	- 32 201	37 200	6 507	17 671
Środki pieniężne na początek okresu	12 770	25 339	69 733	87 297	55 095	92 295	98 803
Środki pieniężne na koniec okresu	25 339	69 733	87 297	55 095	92 295	98 803	116 474

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-25,8%	11,0%	24,1%	8,3%	4,0%	1,7%	4,7%
EBITDA (zmiana, r/r)	-125,9%	-430,5%	48,6%	-29,2%	6,7%	2,7%	5,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-312,3%	-168,7%	93,3%	-43,9%	6,4%	0,7%	5,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-358,8%	-168,0%	236,0%	-73,2%	14,9%	-3,5%	4,9%
Marża brutto na sprzedaży	54,0%	54,9%	57,3%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Marża EBITDA	-4,3%	12,9%	15,5%	10,1%	10,4%	10,5%	10,6%
Marża EBIT	-13,4%	8,3%	13,0%	6,7%	6,9%	6,8%	6,8%
Marża brutto	-14,7%	9,3%	28,3%	7,6%	8,2%	7,6%	7,6%
Marża netto	-14,5%	8,9%	24,1%	6,0%	6,6%	6,3%	6,3%
COGS / Przychody	46,0%	45,1%	80,7%	-45,0%	-45,0%	-45,0%	-45,0%
SG&A / Przychody	69,6%	51,4%	39,4%	43,7%	46,7%	47,4%	46,1%
SG&A / COGS	151,4%	114,0%	48,8%	-97,1%	-103,8%	-105,3%	-102,4%
ROE	-15,9%	9,8%	24,7%	6,1%	6,4%	5,8%	5,7%
ROA	-9,8%	5,9%	17,7%	4,6%	4,8%	4,7%	4,6%
Dług (tys. PLN)	60 722	35 623	39 722	31 966	63 219	37 181	45 889
D/(D+E)	0,24	0,14	0,12	0,09	0,16	0,09	0,11
D/E	0,32	0,17	0,14	0,10	0,19	0,10	0,12
EV (tys. PLN)	112 591	182 083	199 443	174 997	180 945	213 490	222 453
Dług / EV	0,54	0,20	0,20	0,18	0,35	0,17	0,21
CAPEX / Przychody	1,25%	1,23%	0,61%	0,87%	1,01%	1,21%	1,40%
CAPEX / Amortyzacja	13,8%	26,6%	24,1%	25,3%	28,7%	32,6%	37,1%
Amortyzacja / Przychody	9,1%	4,6%	2,5%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	-24,6%	-16,9%	19,5%	5,2%	5,0%	4,5%	2,7%

Źródło: DM Banku BPS SA



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka

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: 13 marca 2022 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 marca 2022 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 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 szczególnie 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
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarnecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl

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	
Andrzej Maliszewski, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży andrzej.maliszewski@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53-95-521 Dariusz Stasiak, MPW Z-ca-Dyrektora Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53 95 084	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 WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych