

# Miraculum

## Obniżanie zadłużenia oraz poprawa wyników

Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ dla Miraculum, jednocześnie obniżając wartość godziwą spółki z PLN 1.35 do PLN 1.20/akcję ze względu na niższe prognozy przychodów oraz zmiany założeń dla kosztu kapitału. W okresie 5M24 spółka odnotowała przychody na poziomie PLN 21.1m (porównywalnie r/r, 5% poniżej naszych założeń). Z drugiej strony, oczekujemy dalszej poprawy marży brutto ze sprzedaży w kolejnych kwartałach dzięki korzystniejszej strukturze przychodów (rosnący udział perfum oraz kosmetyków do makijażu). Po wynikach za 1Q24 podwyższamy prognozę EBITDA o 5% do PLN 3.1m w 2024E, podtrzymujemy PLN 4.8m w 2025E oraz obniżamy do PLN 5.9m w 2026E. Dzięki konwersji pożyczek na akcje spółka obniżyła poziom zadłużenia, zaś w kolejnych kwartałach spodziewamy się generacji pozytywnych FCF, co powinno wspierać proces dalszego zmniejszania zadłużenia spółki. Dodatkowo zarząd spółki planuje przedstawienie strategii rozwoju na kolejne lata w drugim półroczu, co również może wspierać postrzeganie spółki.

**Umiarkowany wzrost przychodów.** Spółka zaraportowała przychody w wysokości PLN 21.1m w pierwszych pięciu miesiącach 2024r (porównywalnie r/r), w tym PLN 11.3m w kanale nowoczesnym (+22% r/r) oraz PLN 3.7m z eksportu (-32% r/r). W kolejnych kwartałach oczekujemy wzrostu r/r przychodów, wspieranego niską bazą 2-4Q23. Mimo to, konserwatywnie obniżamy prognozę przychodów o 5% do PLN 50.2m w 2024E oraz o 5% do PLN 55.9m w 2025E.

**Poprawa rentowności.** Jednocześnie spółka odnotowała poprawę marży brutto ze sprzedaży o 8.3pp r/r do 38.8% w 1Q24, m.in. dzięki korzystniejszej strukturze przychodów (wzrost rentowności perfum oraz kosmetyków do twarzy). Spodziewamy się, że spółka będzie w stanie kontynuować poprawę marży brutto ze sprzedaży w kolejnych kwartałach. Mając na uwadze powyższe czynniki, podwyższamy prognozę EBITDA o 5% do PLN 3.1m w 2024E, podtrzymujemy na poziomie PLN 4.8m w 2025E oraz obniżamy o 3% do PLN 5.9m w 2026E (ze względu na niższą prognozę przychodów).

**Widoczny proces redukcji zadłużenia.** Na koniec 1Q24, Miraculum obniżyło dług netto do poziomu PLN 8.8m (w porównaniu do PLN 19.2m na koniec 4Q23), dzięki konwersji pożyczek od akcjonariuszy na akcje (6m akcji po PLN 1.80/akcję). W kolejnych kwartałach oczekujemy dalszej redukcji zadłużenia. Wraz z poprawą wyników finansowych oraz ograniczonymi nakładami inwestycyjnymi, szacujemy pozytywne FCF na poziomie PLN 0.2m w 2024E oraz PLN 1.8m w 2025E. W rezultacie, oczekujemy obniżenia długu netto (MSR17) do PLN 10.6m na koniec 2024E oraz PLN 8.8m na koniec 2025E. Mimo to, zwracamy uwagę, że obecny poziom zadłużenia spółki wciąż może stanowić ograniczenie do przyspieszenia rozwoju, w związku z czym spółka może wymagać dodatkowego finansowania (kredyty bankowe, pożyczki akcjonariuszy, emisje akcji).

Tabela 1. Miraculum – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Przychody	33.7	43.3	47.1	50.2	55.9	61.7
EBITDA	-1.8	0.5	1.5	3.1	4.8	5.9
EBIT	-2.8	-0.5	0.4	1.9	3.5	4.8
Zysk netto	-4.1	-2.5	-1.6	0.6	2.3	3.3
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	85.8	23.3	15.9
EV/EBITDA (x)	n.a.	138.1	44.0	20.6	12.9	10.1
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

### Miraculum

### TRZYMAJ FV PLN 1.20

9% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 27 czerwca 2024 PLN 1.11

Rekomendacja podtrzymana



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	47.5
Kapitalizacja (EUR m)	12.0
12M śr. dzienny wolumen (k)	14.9
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	1.57/1.05
Waga w WIG	0.01
Reuters	MIR.WA
Bloomberg	MIR.PW

#### Stopy zwrotu

1M	-6%
3M	-10%
12M	-18%

#### Akcjonariat

Marek Kamola	35.84%
Piotr Skowron	9.42%
Jan Załubski	8.01%
Sławomir Ziemiński	5.01%
Pozostali	41.72%

#### Analitik

Marek Szymański  
marek.szymanski@ipopema.pl  
+ 48 22 236 94 12



## Spis treści

Wycena .....	4
Wycena DCF .....	4
Wycena porównawcza .....	5
Zmiana prognoz finansowych .....	6
Omówienie wyników 1kw. 2024 .....	8
Czynniki ryzyka .....	9

# Wycena

Wyceniamy spółkę Miraculum S.A. w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (waga 100%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 2. Miraculum – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	100%	1.20
Wycena porównawcza	0%	1.39
<b>Wartość godziwa (FV)</b>		<b>1.20</b>
Wartość rynkowa		1.11
Potencjał wzrostu/spadku		9%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2024-33E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6.4% (vs. 6.1% poprzednio) w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, niezależarowaną betę w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 2.0%.

Tabela 3. Miraculum – Wycena DCF (PLNm)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
Przychody	50.2	55.9	61.7	66.6	71.4	76.5	81.7	87.3	93.4	99.9	101.9
EBITDA	3.1	4.8	5.9	7.2	8.4	9.6	10.8	12.0	13.3	14.7	15.0
EBIT	1.9	3.5	4.8	6.1	7.2	8.4	9.6	10.8	12.1	13.4	13.7
Podatek	-0.4	-0.7	-0.9	-1.2	-1.4	-1.6	-1.8	-2.1	-2.3	-2.6	-2.6
NOPAT	1.5	2.8	3.9	4.9	5.8	6.8	7.8	8.8	9.8	10.9	11.1
Amortyzacja	1.2	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.4	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0
Capex	-0.5	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Płatności z tyt. leasingu	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
<b>FCF</b>	<b>1.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.0</b>	<b>4.6</b>	<b>5.1</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>7.9</b>	<b>8.8</b>	<b>9.9</b>	<b>10.9</b>
Dyskonto (%)	95%	85%	76%	69%	62%	55%	49%	44%	40%	35%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	1.1	2.0	2.3	3.1	3.1	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	
Wartość FCF 2024-33E (PLNm)	28.9										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	2.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	39.2										
EV (PLNm)	68.0										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	0.0										
Dług netto (PLNm, na koniec 2023E)	21.6										
Emisja akcji (PLNm)*	10.8										
<b>Wartość kapitału (PLNm)</b>	<b>57.2</b>										
Liczba akcji (m)*	47.5										
<b>Wartość godziwa FV (PLN)</b>	<b>1.20</b>										

		WACC (%)				
		10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	1.0%	1.20	1.16	1.12	1.09	1.06
	1.5%	1.24	1.20	1.16	1.13	1.09
	2.0%	1.30	1.25	<b>1.20</b>	1.16	1.13
	2.5%	1.36	1.30	1.25	1.21	1.17
	3.0%	1.42	1.36	1.31	1.26	1.21

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; \* emisja 6m akcji po PLN 1.80/akcję w celu konwersji zadłużenia

Tabela 4. Miraculum – Wyliczenia WACC

WACC	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Beta zalewarowana	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału	13.0%	13.0%	12.9%	12.9%	12.8%	12.6%	12.8%	12.7%	12.6%	12.5%	12.5%
Premia za dług	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
% waga długu	27.7%	26.4%	24.7%	22.8%	20.8%	18.8%	17.0%	15.3%	13.7%	12.3%	12.3%
% waga kapitału	72.3%	73.6%	75.3%	77.2%	79.2%	81.2%	83.0%	84.7%	86.3%	87.7%	87.7%
<b>WACC</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą Miraculum do spółek polskich i zagranicznych sektora detalicznego, w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sprzedaż. Ze względu na różnice modeli biznesowych oraz skali działalności, nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 5. Miraculum – wycena porównawcza

Spółka	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
LPP	15.1	12.4	10.2	8.0	6.6	5.3	1.7	1.3	1.1
CCC	n.a.	13.5	10.3	8.4	6.5	5.2	1.1	1.0	0.8
VRG	9.0	8.4	8.0	4.0	3.7	3.3	0.7	0.7	0.6
Wittchen	10.2	10.2	9.5	6.1	6.1	5.6	1.4	1.4	1.3
Pepco	13.3	12.6	12.7	4.8	4.3	3.9	0.7	0.6	0.5
Hugo Boss	10.3	8.4	7.5	4.2	3.6	3.1	0.9	0.9	0.8
Unilever	18.9	17.6	16.4	12.9	12.1	11.5	2.5	2.4	2.4
COTY	22.6	17.7	15.2	12.4	11.1	9.7	2.1	2.0	1.9
Olapex Holdings	11.5	9.5	9.4	7.2	5.7	4.7	2.6	2.5	2.3
Ulta Beauty	15.1	15.0	13.7	10.1	10.2	9.7	1.8	1.7	1.6
Median	13.3	12.5	10.2	7.6	6.3	5.3	1.5	1.3	1.2
<b>Miraculum</b>	<b>85.8</b>	<b>23.3</b>	<b>15.9</b>	<b>20.6</b>	<b>12.9</b>	<b>10.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
Premium/discount (%)	547%	86%	55%	171%	105%	91%	-16%	-18%	-19%
Implikowana wartość godziwa (PLN)	0.2	0.6	0.7	0.3	0.4	0.5	1.4	1.4	1.4
	<b>1.39</b>								

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, \*w oparciu o wskaźnik EV/Sprzedaż

## Zmiana prognoz finansowych

Tabela 6. Miraculum – prognozy finansowe (PLNm)

	2024E			2025E			2026E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	50.2	52.7	-5%	55.9	58.6	-5%	61.7	64.4	-4%
Koszt własny sprzedaży	-32.0	-34.0	-6%	-35.0	-37.2	-6%	-38.5	-40.5	-5%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>18.2</b>	<b>18.6</b>	<b>-3%</b>	<b>20.8</b>	<b>21.4</b>	<b>-3%</b>	<b>23.1</b>	<b>23.9</b>	<b>-3%</b>
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-16.3	-16.9	-4%	-17.3	-18.0	-4%	-18.3	-19.1	-4%
Koszty sprzedaży	-11.0	-11.2	-2%	-11.6	-11.9	-2%	-12.2	-12.4	-2%
Koszty ogólnego zarządu	-5.3	-5.7	-7%	-5.7	-6.2	-7%	-6.2	-6.8	-9%
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.0	<i>n.m.</i>	0.0	0.0	<i>n.m.</i>	0.0	0.0	<i>n.m.</i>
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	<i>n.m.</i>	0.0	0.0	<i>n.m.</i>	0.0	0.0	<i>n.m.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>5%</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>1%</b>	<b>5.9</b>	<b>6.0</b>	<b>-3%</b>
D&A	1.2	1.2	-2%	1.3	1.3	-3%	1.1	1.3	-18%
<b>EBIT</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>10%</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3%</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>1%</b>
Przychody i koszty finansowe	-1.1	-0.6	88%	-0.7	-0.4	86%	-0.7	-0.3	132%
<b>Zysk brutto</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>-32%</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>-7%</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>-8%</b>
Podatek dochodowy	-0.1	-0.2	-32%	-0.5	-0.6	-7%	-0.8	-0.8	-8%
<b>Zysk netto</b>	<b>0.6</b>	<b>0.9</b>	<b>-32%</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>-7%</b>	<b>3.3</b>	<b>3.6</b>	<b>-8%</b>
<i>marża brutto ze sprzedaży (%)</i>	<i>36.2%</i>	<i>35.4%</i>	-	<i>37.3%</i>	<i>36.5%</i>	-	<i>37.5%</i>	<i>37.1%</i>	-
<i>marża EBITDA (%)</i>	<i>6.1%</i>	<i>5.5%</i>	-	<i>8.5%</i>	<i>8.0%</i>	-	<i>9.5%</i>	<i>9.4%</i>	-

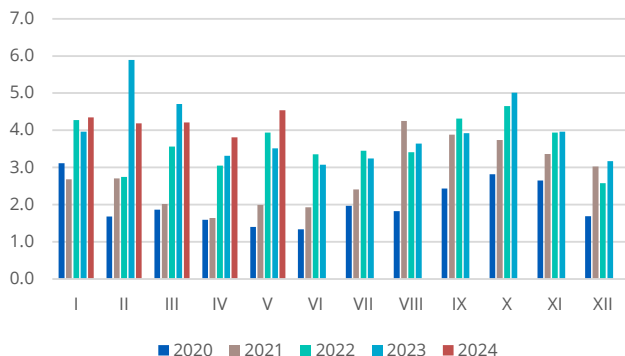
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 7. Miraculum – zmiana założeń (PLNm)

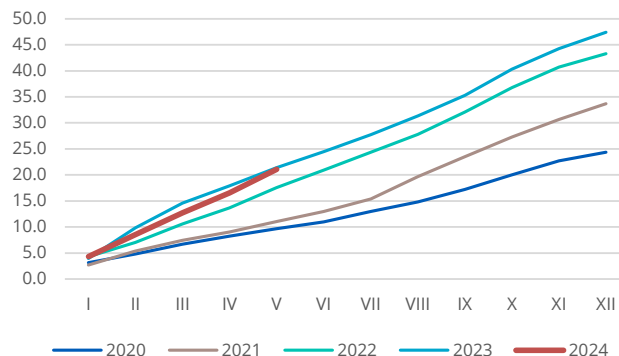
	2024E			2025E			2026E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
<b>Przychody (PLNm)</b>	<b>50.2</b>	<b>52.7</b>	<b>-5%</b>	<b>55.9</b>	<b>58.6</b>	<b>-5%</b>	<b>61.7</b>	<b>64.4</b>	<b>-4%</b>
Kosmetyki do i po goleniu	11.7	11.4	2%	12.9	12.6	2%	14.2	13.8	2%
Kosmetyki do makijażu	9.3	9.5	-2%	10.2	10.4	-2%	11.2	11.4	-2%
Perfumeria	14.5	14.8	-2%	16.4	17.0	-4%	18.0	18.8	-4%
Pielęgnacja ciała	1.8	2.3	-21%	2.2	2.7	-21%	2.6	3.3	-21%
Pielęgnacja twarzy	7.9	5.8	35%	8.7	6.1	42%	9.6	6.4	48%
Pozostałe	5.0	8.8	-43%	5.5	9.7	-43%	6.1	10.7	-43%
<b>Marża brutto ze sprzedaży (%)</b>	<b>36.2%</b>	<b>35.4%</b>	<b>0.8pp</b>	<b>37.3%</b>	<b>36.5%</b>	<b>0.8pp</b>	<b>37.5%</b>	<b>37.1%</b>	<b>0.5pp</b>
<i>Kosmetyki do i po goleniu</i>	<i>28.2%</i>	<i>27.1%</i>	<i>1.1pp</i>	<i>28.4%</i>	<i>27.6%</i>	<i>0.8pp</i>	<i>28.6%</i>	<i>28.1%</i>	<i>0.5pp</i>
<i>Kosmetyki do makijażu</i>	<i>33.5%</i>	<i>30.6%</i>	<i>2.9pp</i>	<i>35.5%</i>	<i>32.6%</i>	<i>2.9pp</i>	<i>36.5%</i>	<i>33.6%</i>	<i>2.9pp</i>
<i>Perfumeria</i>	<i>44.1%</i>	<i>44.9%</i>	<i>-0.7pp</i>	<i>45.1%</i>	<i>45.9%</i>	<i>-0.7pp</i>	<i>45.1%</i>	<i>46.9%</i>	<i>-1.7pp</i>
<i>Pielęgnacja ciała</i>	<i>28.0%</i>	<i>28.3%</i>	<i>-0.3pp</i>	<i>28.5%</i>	<i>28.8%</i>	<i>-0.3pp</i>	<i>29.0%</i>	<i>29.3%</i>	<i>-0.3pp</i>
<i>Pielęgnacja twarzy</i>	<i>42.7%</i>	<i>43.6%</i>	<i>-0.9pp</i>	<i>44.2%</i>	<i>45.1%</i>	<i>-0.9pp</i>	<i>44.4%</i>	<i>45.3%</i>	<i>-0.9pp</i>
<i>Pozostałe</i>	<i>29.7%</i>	<i>31.7%</i>	<i>-2pp</i>	<i>30.7%</i>	<i>32.7%</i>	<i>-2pp</i>	<i>30.7%</i>	<i>32.7%</i>	<i>-2pp</i>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

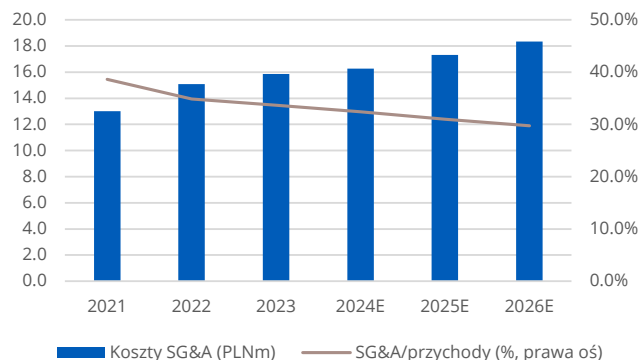
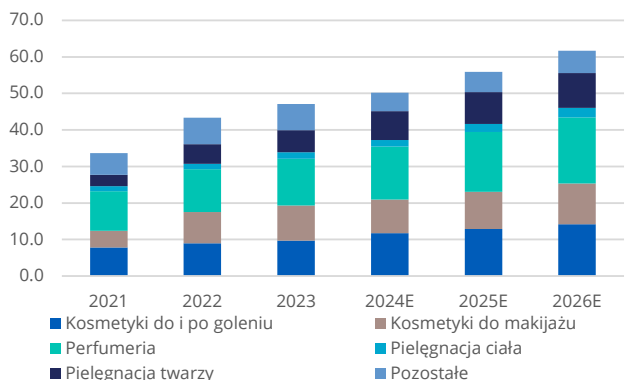
Wykres 1. Miraculum – miesięczne przychody (PLNm)



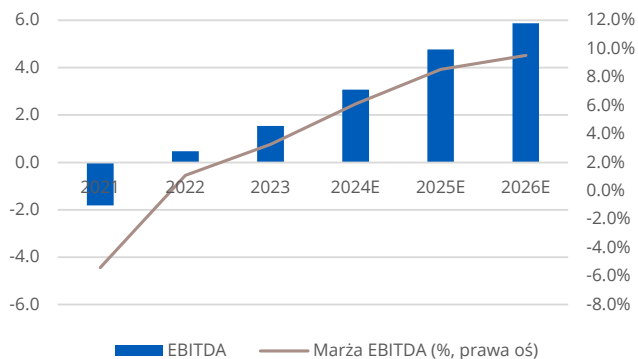
Wykres 2. Miraculum – miesięczne przychody narastająco (PLNm)



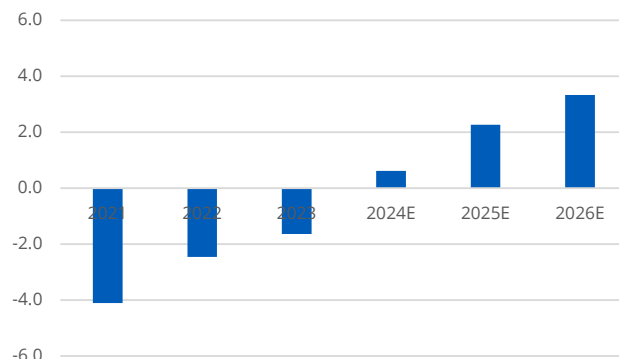
Wykres 3. Miraculum – prognoza przychodów po segmentach (PLNm) Wykres 4. Miraculum – koszty rodzajowe (PLNm)



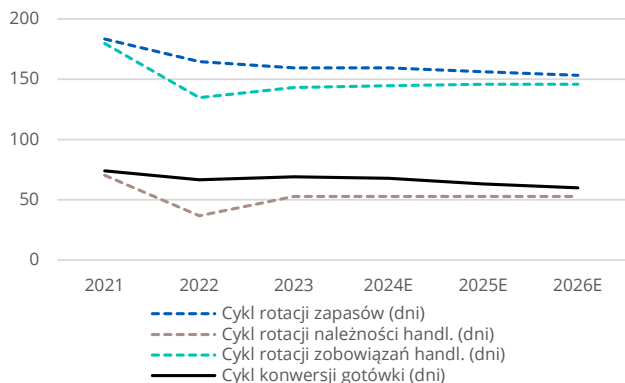
Wykres 5. Miraculum – prognoza wyniku EBITDA (PLNm)



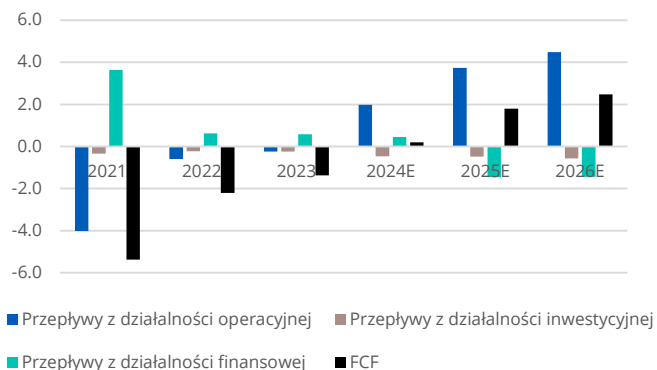
Wykres 6. Miraculum – prognoza wyniku netto (PLNm)



Wykres 7. Miraculum – cykl konwersji gotówki (dni)



Wykres 8. Miraculum – prognoza przepływów pieniężnych (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Omówienie wyników 1kw. 2024

Spółka Miraculum opublikowała wyniki za 1kw. 2024 osiągając wynik EBITDA na poziomie PLN 1.05m (+27% r/r) powyżej naszych oczekiwań (PLN 0.57m), głównie dzięki poprawie marży brutto ze sprzedaży o 8.3pp r/r do poziomu 38.8%.

**Przychody** wyniosły PLN 12.8m (-12% r/r, nieznacznie powyżej danych miesięcznych PLN 12.7m). Przychody w segmencie 'Kosmetyki do i po goleniu' wzrosły o 14% r/r do PLN 2.6m, zaś przychody w segmencie 'Pielęgnacja twarzy' prawie podwoiły się r/r do poziomu PLN 1.8m. Segmenty 'Kosmetyki do makijażu' oraz 'Perfumeria' odnotowały spadek sprzedaży r/r.

Zysk brutto ze sprzedaży wyniósł PLN 5.0m (+12% r/r), implikując marżę brutto ze sprzedaży na poziomie 38.8% (+8.3pp r/r). Spółka odnotowała poprawę rentowności w każdym segmencie, z najwyższą poprawą w 'Kosmetyki do makijażu' (45.2% marża), podczas gdy 'Perfumeria' utrzymała rentowność na solidnym poziomie 42%.

**EBITDA** wyniosła PLN 1.05m (+27% r/r, powyżej naszej prognozy PLN 0.57m). Koszty SG&A wzrosły o 7% r/r do PLN 4.2m (6% powyżej naszych oczekiwań). Wynik operacyjny wyniósł PLN 0.76m (vs. nasza prognoza PLN 0.28m).

**Zysk netto** wyniósł PLN 12tys (vs. nasza prognoza straty PLN 66tys). Koszty finansowe netto wyniosły PLN 503tys.

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły PLN 12tys w 1Q24 (w porównaniu do PLN 188tys w 1Q23). Zapasy wzrosły o 3% r/r do PLN 13.7m. Dług netto wyniósł PLN 8.8m na koniec 1Q24 (vs. PLN 19.2m na koniec 4Q23, dzięki emisji akcji oraz konwersji zadłużenia na akcje).

Tabela 8. Miraculum results summary (PLNm)

MIR PW (PLNm)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	y/y	1Q24E	vs. IPOF
Przychody	14.54	9.91	10.77	11.85	12.78	-12%	12.66	1%
Koszt własny sprzedaży	-10.10	-6.28	-6.54	-7.94	-7.83	-23%	-8.44	-7%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>4.43</b>	<b>3.63</b>	<b>4.23</b>	<b>3.91</b>	<b>4.96</b>	<b>12%</b>	<b>4.22</b>	<b>17%</b>
Koszty SG&A	-3.92	-3.97	-3.83	-4.04	-4.18	7%	-3.94	6%
Koszty sprzedaży	-2.59	-2.65	-2.57	-2.73	-2.86	11%	-2.70	6%
Koszty ogólnego zarządu	-1.33	-1.32	-1.26	-1.31	-1.33	0%	-1.24	7%
Pozostałe przychody/koszty oper.	0.04	0.02	0.02	-0.05	-0.01	-123%	0.00	n.m.
<b>EBITDA</b>	<b>0.83</b>	<b>-0.03</b>	<b>0.72</b>	<b>0.12</b>	<b>1.05</b>	<b>27%</b>	<b>0.57</b>	<b>83%</b>
Amortyzacja	0.27	0.29	0.30	0.29	0.29	5%	0.30	-3%
<b>EBIT</b>	<b>0.56</b>	<b>-0.32</b>	<b>0.42</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.76</b>	<b>38%</b>	<b>0.28</b>	<b>174%</b>
Koszty finansowe netto	-0.35	-0.41	-0.35	-0.60	-0.50	42%	-0.35	46%
<b>Zysk brutto</b>	<b>0.20</b>	<b>-0.73</b>	<b>0.07</b>	<b>-0.77</b>	<b>0.26</b>	<b>30%</b>	<b>-0.07</b>	<b>n.m.</b>
Podatek dochodowy	0.07	0.01	0.09	-0.48	-0.25	-475%	0.00	n.m.
<b>Zysk netto</b>	<b>0.27</b>	<b>-0.71</b>	<b>0.16</b>	<b>-1.25</b>	<b>0.01</b>	<b>-96%</b>	<b>-0.07</b>	<b>n.m.</b>
<i>Marża brutto ze sprzedaży(%)</i>	<i>30.5%</i>	<i>36.6%</i>	<i>39.3%</i>	<i>33.0%</i>	<i>38.8%</i>	-	<i>33.3%</i>	-

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research



## Czynniki ryzyka

Jako główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny oraz naszych prognoz wskazujemy na:

- **Ryzyko płynności.** Na koniec 4Q23 spółka posiadała dług brutto na poziomie PLN 21.7m oraz środki pieniężne w wysokości PLN 120tys. (wskaźnik dług netto/EBITDA w wysokości 12x). Dzięki konwersji pożyczek od akcjonariuszy na akcje, zadłużenie brutto zostało zmniejszone do PLN 11.3m na koniec 1Q24, podczas gdy wskaźnik dług netto/EBITDA spadł do 4.7x. Jednak obecny poziom zadłużenia spółki wciąż może stanowić ograniczenie do dalszego rozwoju.
- **Ryzyko związane z siłą nabywczą konsumenta.** Sentyment konsumenta związany jest z poziomem inflacji, rynkiem pracy (stopy bezrobocia, poziom wynagrodzeń), a presja na siłę nabywczą konsumenta może przełożyć się na wstrzymanie wydatków na kosmetyki lub zmianę wyboru półki cenowej.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji.** Rynek kosmetyków charakteryzuje się wysokim poziomem rozdrobnienia i wysoką konkurencją. Według danych Cosmetics Europe, w Europie jest ponad 7 tysięcy małych i średnich przedsiębiorstw zajmujących się produkcją kosmetyków (w tym ponad 700 w Polsce). Zwracamy uwagę, że wzrost konkurencji może wiązać się nie tylko z koniecznością weryfikacji polityki cenowej spółki, ale również dostępnością i/lub kosztem surowców oraz potencjalnie wyższymi kosztami marketingu.
- **Ryzyko wzrostu kosztu materiałów i surowców oraz zmiana warunków umów z dostawcami.** Spółka oferuje produkty kosmetyczne oraz perfumeryjne, przy czym produkcja podzlecana jest podmiotom współpracującym (ponad 30% zaopatrzenia w materiały, towary i usługi dostarczane jest przez dwóch dostawców niepowiązanych ze spółką). Wpływ na koszty produkcji mogą mieć wyższe koszty surowców, dostosowywanie do regulacji prawnych, kursy walutowe. Osiągana przez spółkę marża brutto ze sprzedaży związana jest z możliwością spółki do negocjacji warunków umów z dostawcami, kosztami materiałów i surowców, jak również prowadzoną przez spółkę polityką cenową, na co z kolei ma wpływ otoczenie konkurencyjne.
- **Ryzyko związane z pracami badawczo-rozwojowymi.** Presja związana z otoczeniem konkurencyjnym stwarza konieczność ponoszenia nakładów na badania nowych oraz rozwój istniejących kosmetyków.
- **Ryzyko walutowe.** Spółka posiada ekspozycję na zmiany kursów walutowych (głównie USD oraz EUR) ze względu na realizowaną sprzedaż na rynkach zagranicznych jak również ponoszenie części kosztów w walutach obcych. Spółka nie podejmuje działań zabezpieczających.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, [www.ipopema.pl](http://www.ipopema.pl). Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzną regulację zapewniającą, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipo Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model dyskontowania dywidend), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

- NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.
- Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.
- LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.
- NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.
- Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.
- ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

#### IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2024 – 31 marca 2024)

	Liczba	%
Kup	12	75%
Trzymaj	3	19%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	100%

#### Historia ratingów – Miraculum

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
22/09/2023	TRZYMAJ	PLN 1.25	PLN 1.33	Marek Szymański
09/02/2024	TRZYMAJ	PLN 1.35	PLN 1.36	Marek Szymański
28/06/2024	TRZYMAJ	PLN 1.20	PLN 1.11	Marek Szymański