

# Monnari Trade SA

2022-05-18 13:15

## Dane podstawowe

|                            |                             |
|----------------------------|-----------------------------|
| <b>Cena docelowa [PLN]</b> | <b>5,5</b>                  |
| Wycena DCF [PLN]           | 4,6                         |
| Wycena porównawcza [PLN]   | 6,9                         |
| Cena rynkowa [PLN]         | 3,5                         |
| Pot.wzrostu/spadku [%]     | 60,0%                       |
| Kapitalizacja [mln PLN]    | 105,8                       |
| Free float [%]             | 68,0%                       |
| Sektor                     | sprzedaż detaliczna odzieży |
| Kod GPW                    | MON                         |
| Bloomberg                  | MON PW                      |

Raport aktualizujący

## Postpandemiczna odbudowa przychodów i zysków, wyzwaniem rentowność

Po spadku przychodów w 2020 r. i stracie netto na poziomie minus 30,5 mln zł, Monnari Trade odbudowuje sprzedaż i rentowność. Wyniki za 2021 r. znajdowały się pod pozytywnym wpływem czynników zewnętrznych (odbiicie postpandemiczne) oraz zdarzeń jednorazowych w Spółce. Sprzedaż połowy Ogrodów Geyera, częściowe umorzenie pożyczki z PFR pozwoliło Spółce uzyskać znaczący napływ gotówki, a perspektywa otrzymanie nowej (II kwartał 2022) wzmocni jej płynność. Na koniec 2021 roku Spółka dysponowała ponad 70 mln zł środków pieniężnych. Po stronie przychodów spodziewamy się kontynuacji dobrych wyników w I kwartale, prognozujemy jednak niższą rentowność niż w okresie przed pandemią.

Do największych **zagrożeń** zaliczamy spadek siły nabywczej konsumentów spowodowany inflacją, osłabienie złotówki oraz zaburzenia łańcuchów dostaw z krajów azjatyckich (głównie z Chin).

Wśród **szans** widzimy rozwój sieci sprzedażowej poprzez sieć własną i franczyzową oraz inwestycje w pozostałą część Ogrodów Geyera zwiększającą majątek Spółki będący potencjalnie na sprzedaż.

**Finalnie podwyższamy cenę docelową Spółki do 5,5 zł za 1 akcję.**

## Analitycy:

**Łukasz Bryl**

Tel.: 785 500 874

## Profil Spółki:

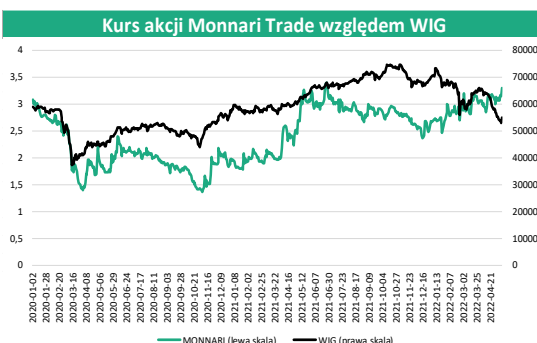
Spółka skupia się na tworzeniu własnych kompleksowych kolekcji, skierowanych głównie do kobiet powyżej 30 roku życia, w atrakcyjnym segmencie odzieży markowej. Ich produkcja jest zlecana na zewnątrz, po czym spółka prowadzi sprzedaż kolekcji poprzez sieć własnych salonów firmowych oraz sklep internetowy.

Źródło: www.gpw.pl

## Główni Akcjonariusze : [%]

|                  |      |
|------------------|------|
| Misztal Mirosław | 26,2 |
| NN OFE           | 5,7  |

| Czynniki wzrostu          | Czynniki ryzyka             |
|---------------------------|-----------------------------|
| Rozwój sieci sprzedażowej | Niski kurs złotego          |
| Konkurencyjna oferta      | Niska rentowność            |
| Wysoki poziom gotówki     | Zaburzenia łańcuchów dostaw |
| Silny popyt konsumencki   | Presja kosztowa             |



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

| tys. PLN              | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Przychody</b>      | 232 422 | 267 139 | 289 248 | 313 187 | 339 108 | 367 173 |
| <b>EBITDA</b>         | 30 072  | 27 618  | 26 103  | 27 138  | 27 448  | 30 486  |
| <i>marża EBITDA</i>   | 12,9%   | 10,3%   | 9,0%    | 8,7%    | 8,1%    | 8,3%    |
| <b>EBIT</b>           | 19 337  | 18 594  | 13 166  | 13 106  | 12 262  | 14 059  |
| <b>Zysk netto</b>     | 20 696  | 13 116  | 7 772   | 8 838   | 9 171   | 10 637  |
| <b>Kapitał własny</b> | 211 451 | 227 607 | 237 180 | 248 066 | 259 362 | 272 464 |
| <b>Dług netto</b>     | -34 983 | -75 630 | -70 435 | -64 101 | -61 212 | -70 590 |
| <b>P/E</b>            | 5,1     | 8,0     | 13,5    | 11,9    | 11,5    | 9,9     |
| <b>P/BV</b>           | 0,5     | 0,5     | 0,4     | 0,4     | 0,4     | 0,4     |
| <b>EV/EBITDA</b>      | 2,3     | 1,1     | 1,3     | 1,5     | 1,6     | 1,1     |
| <b>EPS</b>            | 0,7     | 0,4     | 0,3     | 0,3     | 0,3     | 0,3     |

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wybrane ostatnie wydarzenia

- **05.05.2022 (ESPI RB 5/2022) Warunkowa umowa sprzedaży nieruchomości położonej w Łodzi.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (dalej Emitent) informuje, że w dniu 5 maja 2022 roku spółka zależna - Modern Profit S.A. (dalej Spółka) zawarła warunkową umowę sprzedaży 70% udziału w użytkowaniu wieczystym części nieruchomości położonej w Łodzi, przy ul. Piotrkowskiej 293/305 (dalej Nieruchomość), o której Emitent poinformował w raporcie bieżącym nr 22/2021. Po przeprowadzeniu podziału geodezyjnego Nieruchomości, Spółka mogła przystąpić do warunkowej umowy ze spółką Atal S.A. z siedzibą w Cieszynie. (...)
- **30.03.2022 (ESPI RB 3/2022) Podpisanie umowy pomiędzy MONNARI TRADE S.A. a Polskim Funduszem Rozwoju w ramach programu rządowego „Tarcza Finansowa PFR dla Dużych Firm”.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (Spółka, Pożyczkobiorca) informuje, że w dniu 30 marca b.r. została podpisana umowa pożyczki preferencyjnej pomiędzy MONNARI TRADE S.A. a Polskim Funduszem Rozwoju (Pożyczkodawca). Umowa dotyczy udzielenia Spółce pożyczki w kwocie 14.861.997,00 PLN, w ramach Finansowania Preferencyjnego 2.0. tj. programu rządowego „Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju dla Dużych Firm” (Program). (...)
- **20.12.2021 (ESPI RB 22/2021) Przedwstępna umowa sprzedaży nieruchomości położonej w Łodzi.** Zarząd MONNARI TRADE S.A. (dalej „Emitent”) informuje, że w dniu 20 grudnia 2021 roku spółka zależna od Emitenta - Modern Profit S.A. (dalej „Spółka”) zawarła przedwstępną umowę sprzedaży dotyczącą 70 % udziału w użytkowaniu wieczystym części nieruchomości położonej w Łodzi, przy ul. Piotrkowskiej 293/305 (dalej „Nieruchomość”). Nieruchomość będąca przedmiotem umowy jest niezabudowaną częścią Ogrodów Geyera i ma powierzchnię ok. 5,922 ha. Ustalona całkowita cena za sprzedaż Nieruchomości wynosi 85 000 000 zł netto. (...)

## Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.

- Zgodnie z naszymi prognozami przychody Spółki w 2021 r. wzrosły. Skonsolidowane przychody wyniosły 232,4 mln zł (wzrost o 11% r/r) i były wyższe od naszej prognozy o ok. 2 mln zł (różnica 0,1%). Spółka wciąż jednak nie odbudowała przychodów do poziomów sprzed pandemii. Według naszych szacunków nastąpi to jednak w roku 2023. Sprzedaż w 2021 r. była o 17,6% mniejsza w porównaniu do 2019 r. i 5,6% niższa w porównaniu do 2018 r.
- Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 127,6 mln zł, co oznacza wzrost o 12,8% r/r.
- Po stronie kosztów odnotowano z jednej strony, dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej, spadek kosztów sprzedaży (minus 9,5% r/r), a z drugiej strony Spółka wygenerowała istotnie wyższe koszty ogólnego zarządu (plus 36,9% r/r), co wynikało z wyższych kosztów zatrudnienia agencji pracy oraz zwiększonych nakładów na infrastrukturę IT (w sierpniu 2021 r. Spółka padła ofiarą ataku hackerskiego)
- Zysk z działalności operacyjnej (EBIT) wyniósł 19,4 mln zł wobec straty operacyjnej minus 6,3 mln zł w 2020 r. EBIT był także o 45,9% wyższy niż w 2019 r. Wpływ na wysoką wartość zysku operacyjnego miały zdarzenia o charakterze jednorazowym:
  - Sprzedaż spółki stowarzyszonej z ujemnymi kapitałami własnymi (4,6 mln zł)
  - Umorzenie 75% pożyczki z PFR (5,487 mln zł)
- Zysk netto wyniósł 20,7 mln zł wobec straty netto w 2020 r. na poziomie minus 30,4 mln zł. Zysk netto był większy w porównaniu do 2019 r. o 76%.

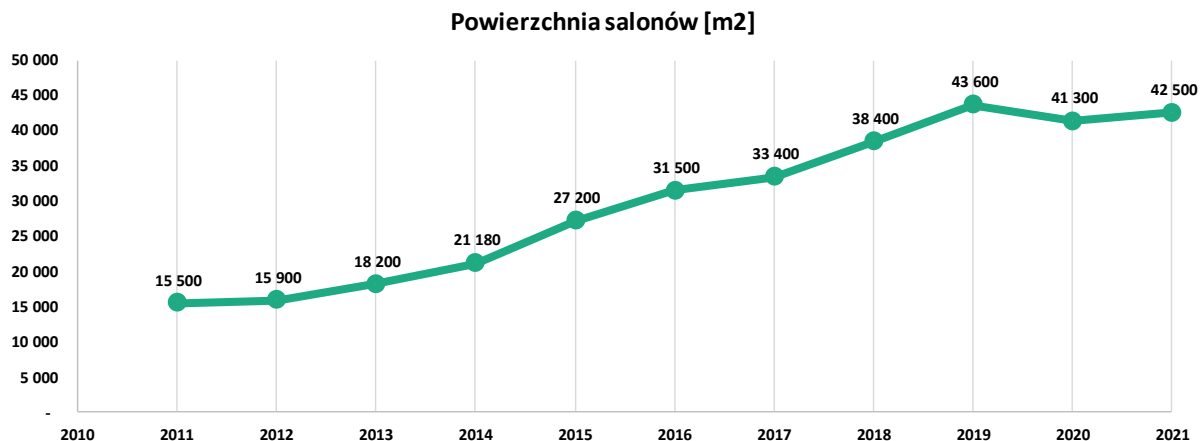
| RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)   | 2017           | 2018           | 2019           | 2020            | 2021           |
|---|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                                       | <b>247 441</b> | <b>246 274</b> | <b>282 202</b> | <b>209 408</b>  | <b>232 422</b> |
| Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych                | 232 990        | 234 867        | 270 072        | 196 271         | 216 645        |
| Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych                   | 11 262         | 6 531          | 8 136          | 9 429           | 10 827         |
| Sprzedaż usług najmu  | 2 314          | 2 094          | 1 830          | 2 591           | 3 760          |
| Sprzedaż pozostałych usług  | 482            | 1 780          | 1 596          | 432             | 1 116          |
| Sprzedaż materiałów   | 393            | 1 002          | 568            | 685             | 74             |
| Koszty własny sprzedaży   | -110 430       | -101 891       | -121 097       | -96 225         | -104 783       |
| <b>Zysk brutto na sprzedaży</b>                                     | <b>137 011</b> | <b>144 383</b> | <b>161 104</b> | <b>113 183</b>  | <b>127 639</b> |
| Koszty sprzedaży  | - 107 541      | - 112 653      | - 132 356      | - 107 823       | - 97 552       |
| Koszty zarządu  | - 6 949        | - 9 114        | - 13 353       | - 11 682        | - 15 997       |
| <b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>                                     | <b>22 521</b>  | <b>22 616</b>  | <b>15 395</b>  | <b>- 6 322</b>  | <b>14 090</b>  |
| Pozostałe przychody operacyjne                                      | 1 636          | 3 036          | 3 624          | 7 057           | 12 410         |
| Pozostałe koszty operacyjne   | - 2 980        | - 4 828        | - 5 768        | - 28 864        | - 7 163        |
| <b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>                       | <b>21 177</b>  | <b>20 824</b>  | <b>13 251</b>  | <b>- 28 129</b> | <b>19 337</b>  |
| Przychody finansowe   | 401            | 791            | 715            | 1 094           | 228            |
| Koszty finansowe  | - 2 093        | - 421          | - 962          | - 3 228         | - 1 512        |
| Wynik na inwestycjach   | 7 479          | 15 416         | 1 397          | 438             | 327            |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć |                |                | - 200          | 96              | 3 775          |
| <b>Zysk/strata brutto</b>   | <b>26 964</b>  | <b>36 610</b>  | <b>14 201</b>  | <b>- 30 797</b> | <b>21 501</b>  |
| Podatek dochodowy   | - 5 236        | - 19 245       | - 2 440        | 358             | 805            |
| <b>Zysk/strata netto</b>  | <b>21 728</b>  | <b>17 365</b>  | <b>11 761</b>  | <b>- 30 439</b> | <b>20 696</b>  |

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Największy udział w sprzedaży Spółki ma segment Sprzedaży detalicznej odzieży i akcesoriów odzieżowych. W 2021 r. odpowiadał on za 93,7% ogółu przychodów, generując 216,7 mln zł rocznego obrotu. Co istotne, segment ten odnotował najniższą, procentową dynamikę zmian

(plus 10,4% r/r). Najwyższa dynamika miała miejsce w segmencie pozostałych usług (plus 158,3% r/r).

W 2021 r. Spółka nieznacznie zwiększyła powierzchnię salonów do 42,1 tys. m<sup>2</sup>, co oznacza wzrost o 1,9% r/r i spadek o 3,4% w porównaniu do 2019 r.



Źródło: Spółka

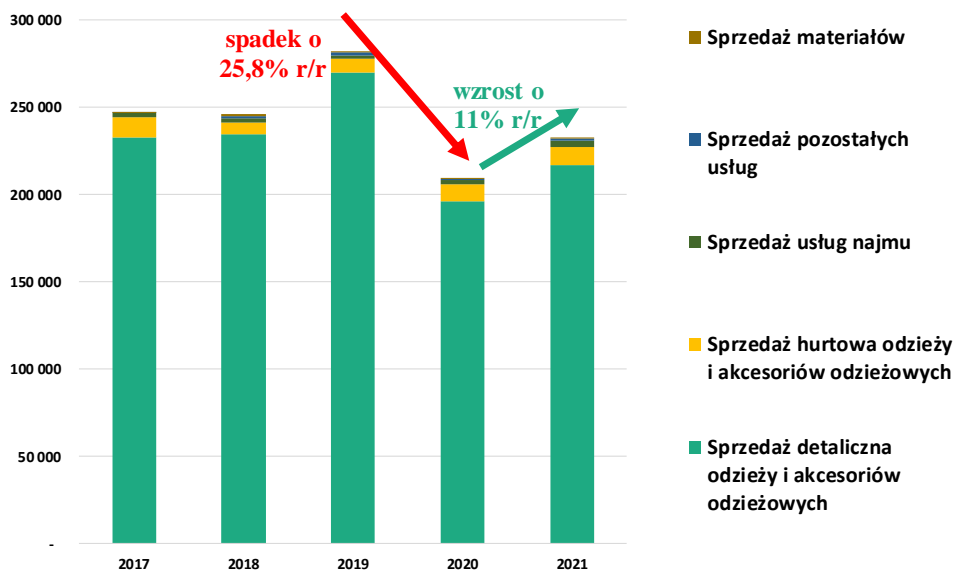
Dwie główne marki Spółki to Monnari i Femestage. Grupę docelową marki Monnari stanowią kobiety powyżej 30. roku życia, które „cenią jakość oraz klasyczną elegancję”. Stąd Spółka koncentruje się na tworzeniu własnych kompleksowych kolekcji odzieży i akcesoriów odzieżowych w segmencie ponad popularnym, 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                    | 31.12.2019                                  | 31.12.2020                                  | 31.12.2021  |
|--------------------------|---|---|---|
| <b>Monnari</b>           | 170 salonów o pow. 37,6 tys. m <sup>2</sup> | 155 salonów o pow. 35,1 tys. m <sup>2</sup> | <b>155 salonów o pow. 34,6 tys. m<sup>2</sup></b> |
| <b>Monnari franczyza</b> | 2 salony o pow. 0,46 tys. m <sup>2</sup>    | 5 salonów o pow. 1,1 tys. m <sup>2</sup>    | <b>15 salonów o pow. 2,8 tys. m<sup>2</sup></b>   |
| <b>Femestage</b>         | 32 salony o pow. 5,5 tys. m <sup>2</sup>    | 31 salonów o pow. 5,1 tys. m <sup>2</sup>   | <b>31 salonów o pow. 5,0 tys. m<sup>2</sup></b>   |
| <b>łącznie</b>           | 204 salony o pow. 43,6 tys. m <sup>2</sup>  | 191 salonów o pow. 41,3 tys. m <sup>2</sup> | <b>201 salonów o pow. 42,5 tys. m<sup>2</sup></b> |

Źródło: Spółka

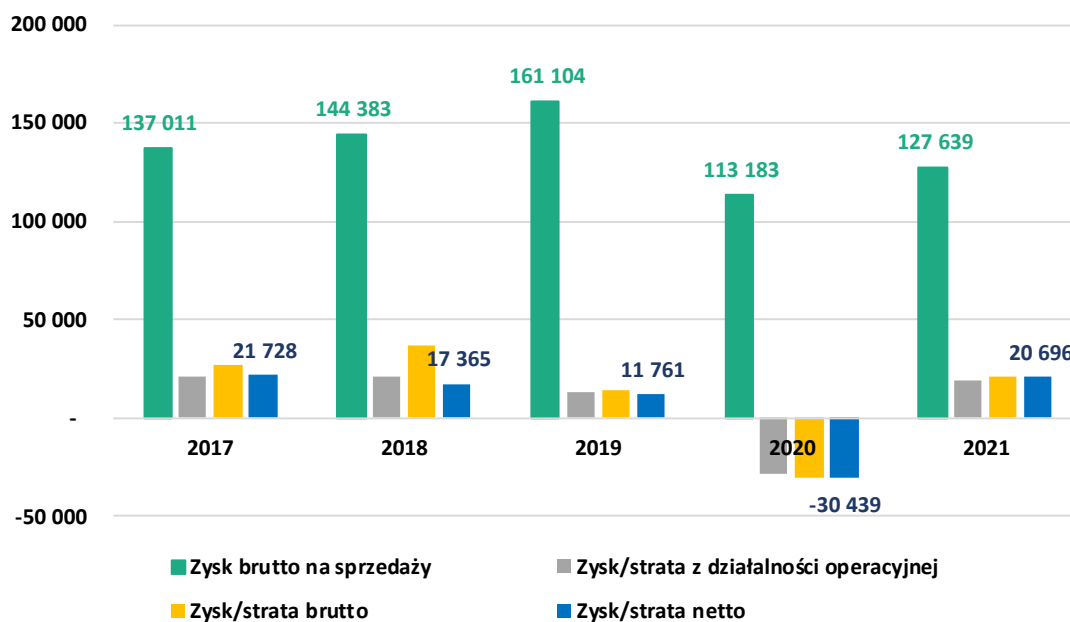
W 2021 r. Monnari Trade zwiększyła łączną liczbę salonów o 10 do 201 w porównaniu z 2020 r. Przyrost netto miał miejsce wyłącznie w segmencie franczyzowym. Liczba salonów na koniec 2021 r. była tylko o 3 salony niższa niż na koniec 2019 r.

## Przychody wg segmentów

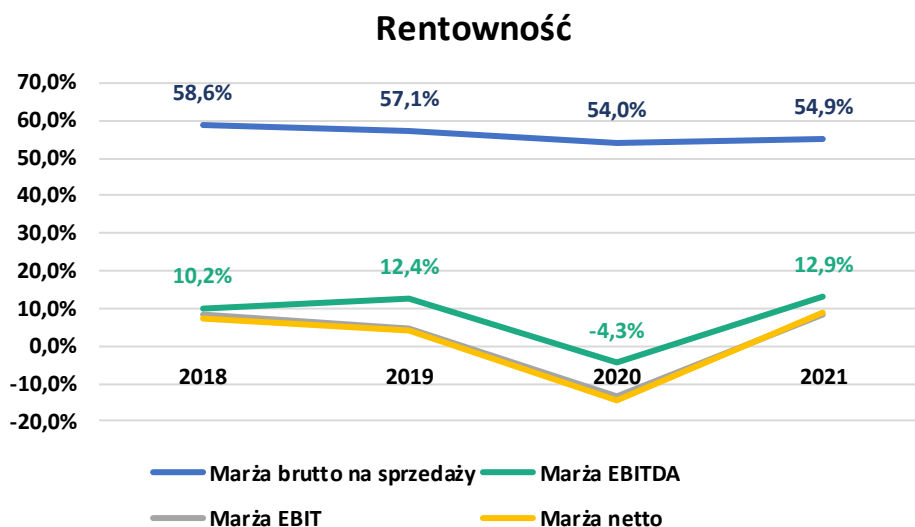


Postpandemiczna odbudowa przychodów umożliwiła Spółce osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego. Zysk z działalności operacyjnej wyniósł 19,4 mln zł, a zysk netto 20,7 mln zł. Wartości te są porównywalne do wyników z lat 2018-2019, aczkolwiek wydarzenia o charakterze jednorazowym w łącznej kwocie 10,087 mln zł miały istotny pozytywny wpływ na wysoka wartość EBIT-u i zysku netto. Wyłączając zdarzenia jednorazowe zysk netto wyniósłby połowę mniej (ok. 10,609 mln zł).

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



W 2022 r. Monnari Trade osiągnęła dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Spółka nieznacznie zwiększyła marżę brutto na sprzedaży w porównaniu do 2021 r. (wzrost o 0,09 pp. do 54,9%). Wciąż jest to jednak poziom niższy niż przed pandemią. Na poziomie marży zysku netto Spółka odnotowała istotny wzrost r/r i w porównaniu z 2019 r., co oceniamy pozytywnie, aczkolwiek jesteśmy świadomi, że wysokość zysku netto, a tym samym jego marża znajdowała się pod znaczącym, pozytywnym wpływem zdarzeń o charakterze jednorazowym.



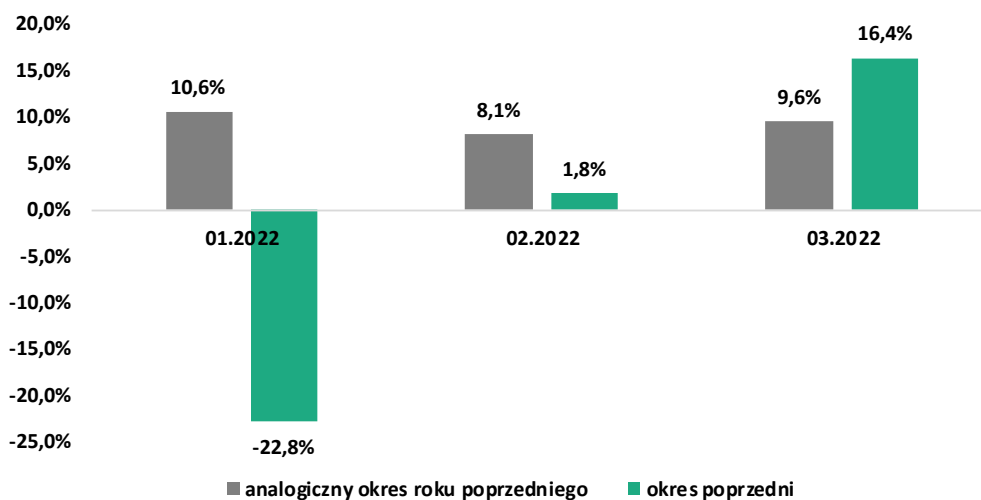
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

## 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. Gospodarka polska znajduje się w obecnie fazie ożywienia postpandemicznego, będąc jednocześnie pod negatywnym wpływem wojny w Ukrainie, co skutkuje m. in. wzrostem inflacji. W I kwartale 2022 r. polska gospodarka rozwijała się w szybkim tempie. Sprzedaż detaliczna towarów w cenach stałych (po wyeliminowaniu wpływu inflacji) była większa we wszystkich pierwszych trzech miesiącach 2022 r. w porównaniu do analogicznego okresu w roku 2021.

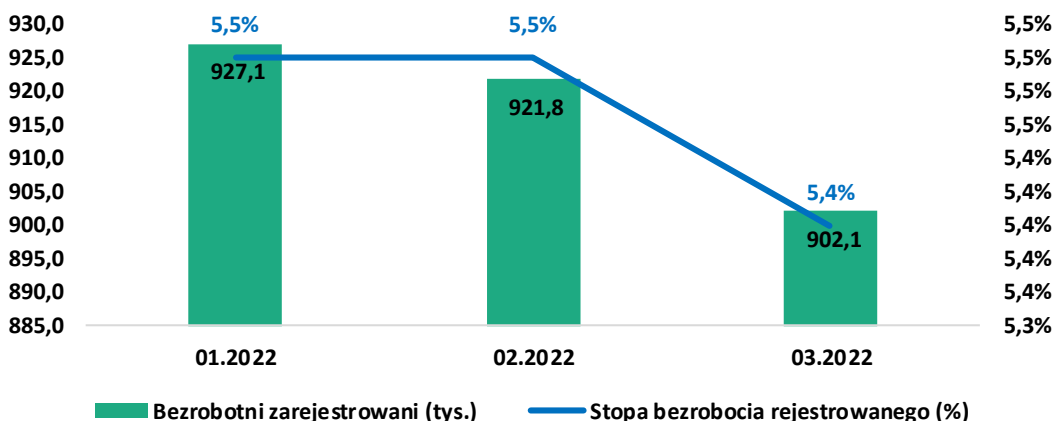
#### Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

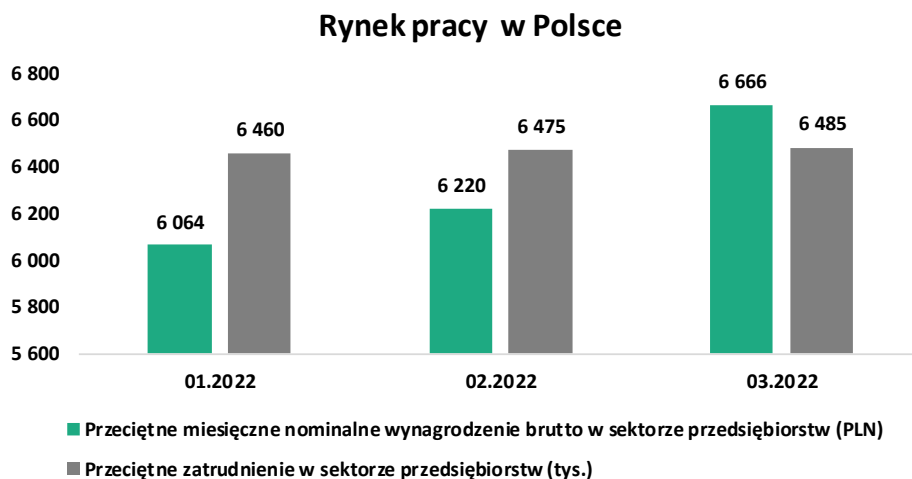
Pozytywne dane spływają także z rynku pracy. Bezrobocie po pierwszych trzech miesiącach 2022 utrzymuje się na niskim poziomie. W marcu 2022 doszło do spadku stopy bezrobocia o 0,1 pp. m/m do 5,4%.

#### Rynek pracy w Polsce



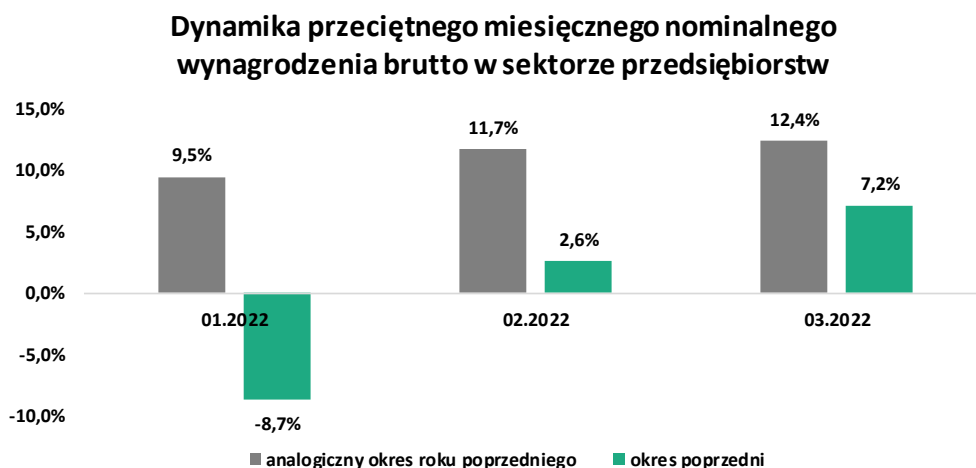
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Niski poziom bezrobocia powiązany jest z wysokimi poziomami zatrudnienia. Na koniec marca 2022 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 25 tys. osób w porównaniu ze styczniem 2022 r. i wyniosło ponad 6,485 mln osób. Silny rynek pracy w Polsce skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec marca 2022 r. było wyższe niż w analogicznym okresie 2021 r. i wyniosło 6 666 zł brutto. W marcu wynagrodzenia średnio wzrosły o 7,2% m/m i 12,4% r/r.



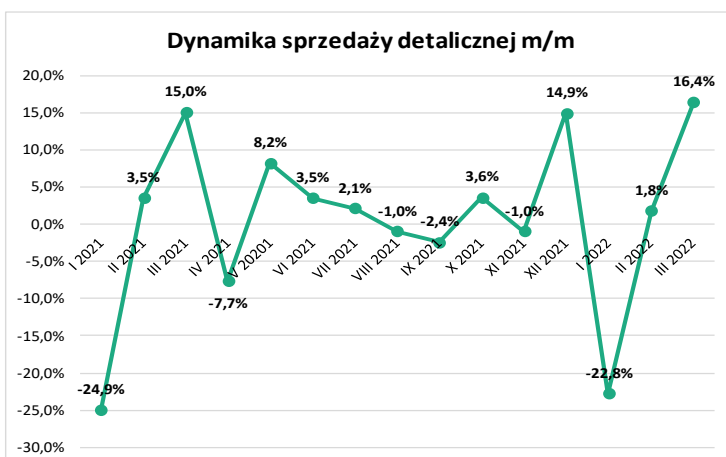
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

O ile pierwsze trzy miesiące pozwalają spojrzeć z optymizmem na koniunkturę gospodarczą w Polsce i tym samym na perspektywy sprzedaży odzieży i obuwia, o tyle inwazja Rosji na Ukrainę może mieć daleko idące negatywne konsekwencje dla decyzji zakupowych konsumentów. Stąd w naszych prognozach wzrostu Spółki przyjmujemy podejście ostrożnościowe przejawiające się przede wszystkim w niskim potencjale do wzrostu rentowności Spółki.

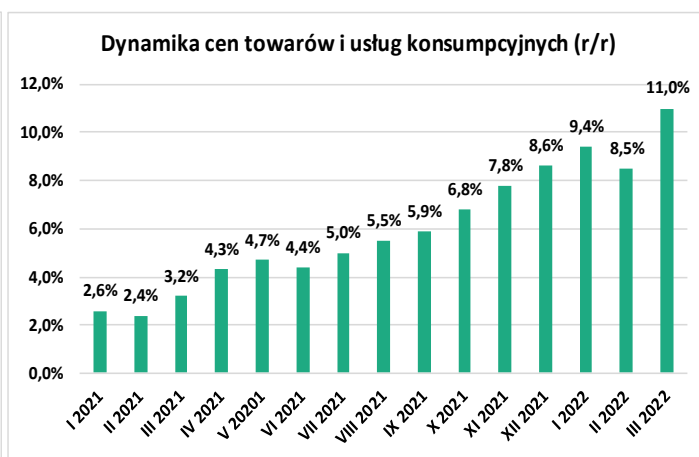


## Otoczenie branżowe

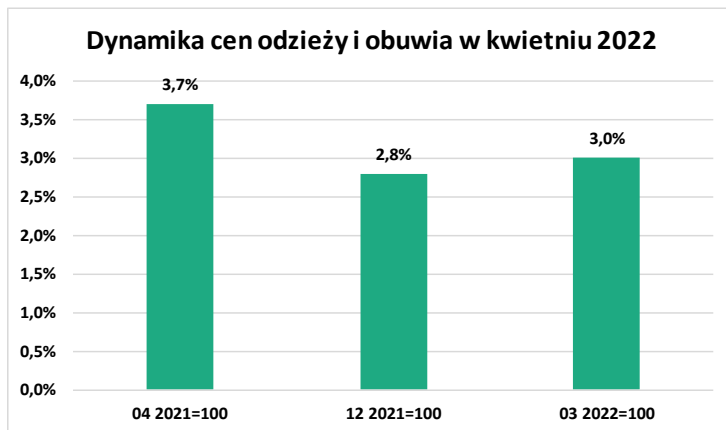
Popyt na odzież charakteryzuje się znaczną sezonowością, co wynika z uwarunkowań branży. Największa sprzedaż ma miejsce w sezonie wiosennym i jesiennym. Wyniki sprzedaży są istotnie kształtowane w poszczególnych miesiącach przez różnorodność kolekcji (liczba modeli i ich wersji np. kolorystycznych) oraz ceny poszczególnych asortymentów. Sezon jesienno-zimowy odznacza się większą sprzedażą odzieży wierzchniej (takiej jak płaszcze, czy kurtki), której ceny są relatywnie wyższe od okryć wiosenno-letnich. Z tego powodu przychody w sezonie jesiennozimowym są zwykle wyższe, niż w sezonie wiosenno-letnim. Co więcej, historycznie patrząc w 2021 r. sprzedaż detaliczna w Polsce znajdowała się pod wpływem pandemii, co dodatkowo pogłębiło miesięczne wahania.



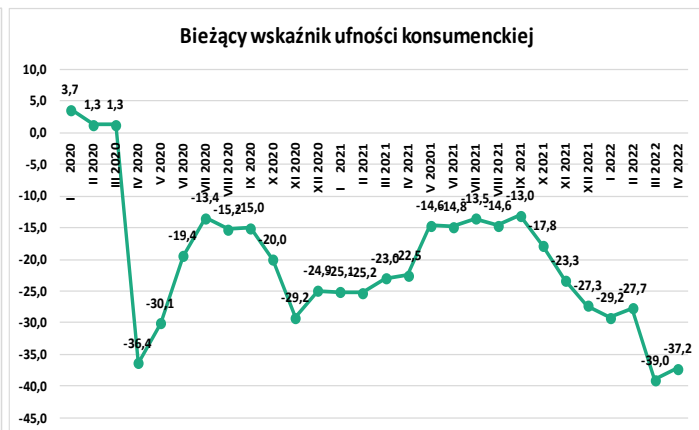
Źródło: GUS



Źródło: GUS



Źródło: GUS



Źródło: GUS

Największe spadki dynamiki sprzedaży detalicznej miały miejsce w styczniu i maju 2021 r. oraz w styczniu 2022 r., po których następowały silne odbicia typu V. W okresie maj-lipiec 2021 r. sprzedaż detaliczna rosła miesięcznie średnio o 4,6%, co wskazuje na odbudowę popytu ze strony konsumentów.

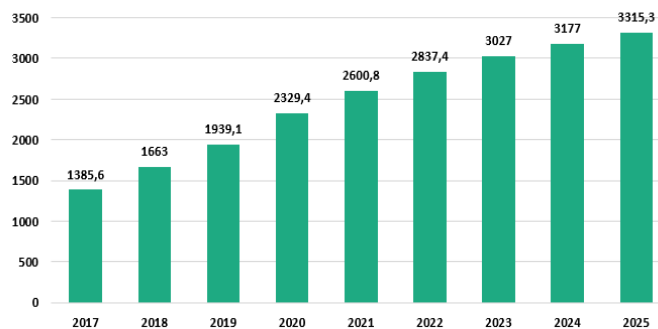
Gospodarka polska funkcjonuje obecnie w warunkach wysokiej inflacji, co może skutkować zmniejszeniem realnej siły nabywczej konsumentów oraz spadkiem dynamiki sprzedaży produktów z branży odzieżowej, jako tych niebędących dobrami pierwszej potrzeby. Po jednorazowym spadku w lutym 2022 r. dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych

ponownie wzrosła w marcu 2022 do 11% w porównaniu z marcem 2021. Ogólny wzrost cen przekłada się także na wyższe ceny odzieży i obuwia, aczkolwiek tempo ich wzrostu jest mniejsze niż inflacja CPI. W kwietniu ceny odzieży i obuwia wzrosły średnio o 3,0% r/r i 3,7% m/m. Rosnące ceny w gospodarce przekładają się na pesymizm wśród konsumentów. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) wyniósł w kwietniu 2021 r. minus 37,2 pkt i był niższy o 14,7 pkt niż w kwietniu 2022 r.

### Sprzedaż internetowa

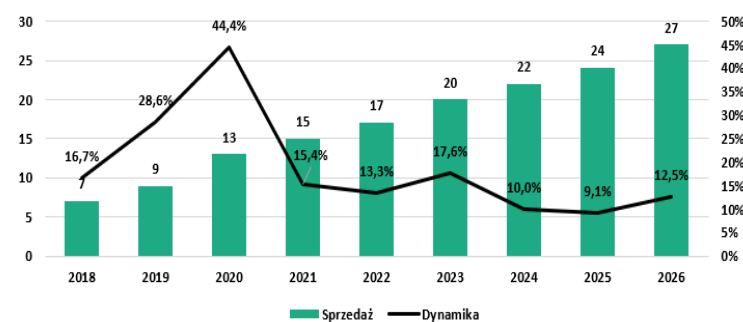
Od 2011 r. towary Monnari Trade są sprzedawane poprzez własny sklep internetowy [www.eMonnari.pl](http://www.eMonnari.pl). W 2021 r. sklep internetowy odpowiadał za 17,6% generowanych przychodów ze sprzedaży towarów (16% w 2020 r.) oraz wysoki poziom rentowności. Prognozuje się, że sprzedaż detaliczna online na świecie będzie rosła średnio w tempie 6,3% w najbliższych czterech latach, osiągając w roku 2025 wartość ponad 3,3 biliona USD. W 2019 r. 21,2% sprzedaży odzieży na świecie było generowane przez sklepy online. W 2023 r. prognozuje się wzrost tej wartości do poziomu 27,5%.

Globalna sprzedaż detaliczna online (mld USD)



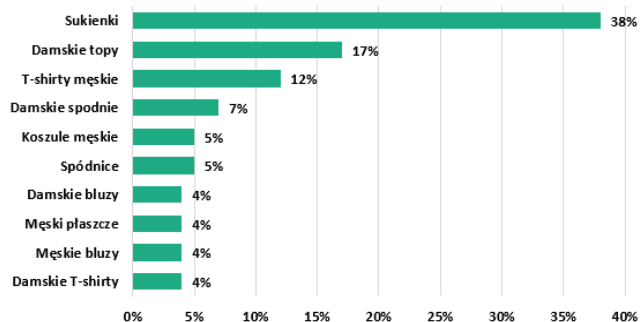
Źródło: Statista

Przychody ze sprzedaży online odzieży i obuwia w Polsce (mld zł)



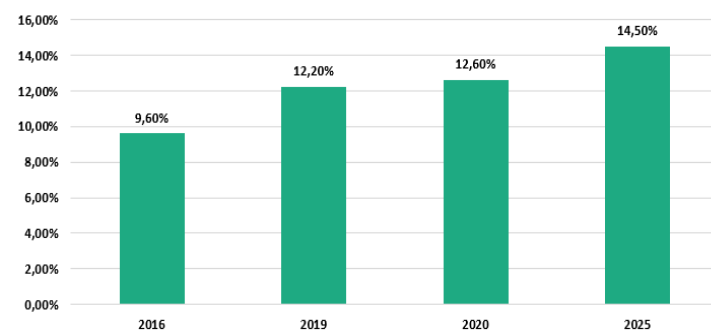
Źródło: Statista

Zainteresowanie zakupem online ze względu na kategorię produktu



Źródło: Interaktywnie.com, Domodi

Udział bielizny w zakupach odzieży i obuwia w Polsce



Źródło: PMR

W Polsce przychody ze sprzedaży odzieży i obuwia przez internet mają rosnąć średnio 13,7% w skali roku, a w 2025 r. prognozuje się wartość na poziomie ok. 27 mld PLN. Jednocześnie wśród najchętniej kupowanych produktów z kategorii odzieży na pierwszym miejscu znajdują się sukienki i damskie topy. Widzimy także, że do roku 2025 prognozowany jest wzrost udziału bielizny w zakupach odzieży i obuwia do 14,5%, co odpowiada profilowi działalności Monnari

Trade. Reasumując, widzimy znaczący potencjał sprzedaży produktów Monnari Trade poprzez internetowe kanały dystrybucji.

**W naszej ocenie otoczenie makroekonomiczne i branżowe nie pozwala na nadmierny optymizm i będzie stanowić czynnik ograniczający możliwości Spółki do przerzucania rosnących kosztów na ceny produktów Spółki oferowanych klientom końcowym.**

### Przychody

Mimo pogorszenia nastrojów w gospodarce, sprzedaż Monnari Trade w IV kwartale 2021 była istotnie wyższa niż w poprzednich. Łączne przychody wyniosły 84,6 mln zł wobec 60,0 mln zł rok wcześniej i 96,4 mln zł wypracowanych w IV kwartale 2019 r. Na koniec roku 2022 Monnari Trade posiadała 201 salonów sprzedaży dla obu marek wraz ze sklepem internetowym, co oznacza zmniejszenie liczby sklepów o 1,5% w porównaniu do 2019 r. Spółka utrzymała infrastrukturę sprzedażową.

Z uwagi na profil działalności Monnari Trade, w naszych prognozach na rok 2022 bierzemy pod uwagę ewentualny rozwój pandemii w kraju. Zakładamy, że zgodnie z zapowiedziami rządowymi obecny i przyszły poziom zaszczepienia społeczeństwa powinien pozwolić na uniknięcie całkowitego lockdownu, a tym samym umożliwić Spółce sprzedaż produktów kanałami tradycyjnymi.

Przewidujemy bardziej niż dotychczas wykorzystanie kanału online do realizacji przychodów. Stąd, przy braku ograniczeń rządowych w dokonywaniu zakupów, za główny motor wzrostu sprzedaży w roku 2022 uznajemy czynnik popytowy, którego fundamenty z jednej strony są wciąż silne, wynikają z odbicia postpandemicznego i przejawiają się w rosnących płacach, wzroście gospodarczym i stabilnym poziomie zatrudnienia, ale z drugiej strony siła nabywca konsumentów systematycznie się zmniejsza z uwagi na wysoką inflację i wzrost rat kredytowych, co będzie powodowało przesunięcie wydatków na odzież w stronę bardziej podstawowych produktów.

Zakładamy także osiągnięcie korzyści ekonomicznych w pozycji pozostałych przychodów operacyjnych. Spółka w roku 2022 podpisała umowę z PFR na dotację w związku z COVID-19 w wysokości 14,861 mln zł. Zakładamy (podobnie jak w 2021 r.) jej 75% umorzenie, co spowoduje uzyskanie 11,146 mln zł w grupie pozostałych przychodów operacyjnych.

Prognozujemy stopniową odbudowę przychodów Spółki w roku 2022 i 2023. Prognozujemy, że całkowite przychody powrócą do porównywalnych poziomów sprzed pandemii w roku 2023. Finalnie zakładamy wzrost przychodów w roku 2022 na poziomie 14,9%, a w latach następnych w wysokości 8,3%.

### Koszty

W 2021 r. po stronie kosztów odnotowano z jednej strony spadek kosztów sprzedaży (minus 9,5% r/r) dzięki utrzymaniu dyscypliny kosztowej, a z drugiej Spółka wygenerowała istotnie wyższe koszty ogólnego zarządu (plus 36,9% r/r), co wynikało z wyższych kosztów zatrudnienia agencji pracy oraz zwiększonych nakładów na infrastrukturę IT (w sierpniu 2021 r. Spółka padła ofiarą ataku hackerskiego). Stąd prognozujemy kontynuację dyscypliny kosztowej w zakresie

kosztów sprzedaży oraz wzrosty kosztów ogólnego zarządu, ale w mniejszym tempie niż w roku 2021.

W roku 2020 istotną wartość w grupie pozostałych kosztów operacyjnych stanowiły odpisy aktualizujące zapasy na kwotę 15,2 mln zł, co wynikało z wystąpienia pandemii i nagromadzenia towarów. W ostatnim roku niepandemicznym (2019) odpis aktualizujący zapasy przyjmował wartość 2,4 mln zł (przy przychodach 282 mln zł). Zakładamy, że odpis w roku 2022 będzie znacząco mniejszy niż w latach pandemicznych.

### Pozostałe założenia

W grudniu 2021 r. Monnari Trade podpisała umowę sprzedaży 70% udziałów w działce o powierzchni ok. 5,922 ha będącą częścią Ogrodów Geyera. Ustalona całkowita cena za sprzedaż nieruchomości wyniosła 85 mln zł netto, z czego Monnari Trade otrzyma 59,5 mln zł. 28 mln zł wpłynęło do Spółki w dniu podpisania umowy (grudzień 2021 r.), a pozostała część (31,5 mln zł) zostanie wypłacona w dniu podpisania umowy przenoszącej udział w użytkowaniu wieczystym nieruchomości (maj 2022 r.). Dodatkowo w grudniu 2021 r. drugi współużytkownik wieczysty nieruchomości – KBM Inwest Sp. z o.o. mający 30% udział w użytkowaniu wieczystym zobowiązał się do zapłaty kwoty w wysokości 14,76 mln zł tytułem częściowego rozliczenia zobowiązań wobec Modern Profit S.A. (spółki zależnej Monnari Trade). To oznacza, że na koniec grudnia 2021 r. Spółka posiadała 70,6 mln zł gotówki. W naszych prognozach zakładamy napływ środków pieniężnych w wysokości 31,5 mln zł z tytułu całkowitego rozliczenia transakcji w II kwartale 2022 r. Prognozujemy, że tak wysoki poziom gotówki (w obliczu zakładanego przez nas braku wypłaty dywidendy na podstawie deklaracji Zarządu Monnari Trade) zostanie przeznaczony na:

- Dalsze inwestycje w Ogrody Geyera (skumulowany CAPEX prognozujemy w wysokości 40,6 mln zł)
- Zmniejszenie zobowiązań handlowych - na koniec grudnia 2021 r. Spółka posiadała 93,6 mln zł krótkoterminowych zobowiązań handlowych, co znacznie przekracza średni poziom z lata 2018-2019 (21,6 mln zł). Zakładamy, że zgodnie z deklaracjami Spółki dojdzie do obniżenia zobowiązań do 30 mln zł. Prognozujemy, że cel ten zostanie częściowo osiągnięty w 2025 r.

**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, 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 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 renegotjacji 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. Spółka podejmuje działania mające na celu dywersyfikację dostawców oraz wcześniejszy odbiór kolekcji.

### Ryzyko związane z cyberzagrożeniami

Monnari 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 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, zobowiązując 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 uwzględniającymi 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 wyprzedażą 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, uwzględniając 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.

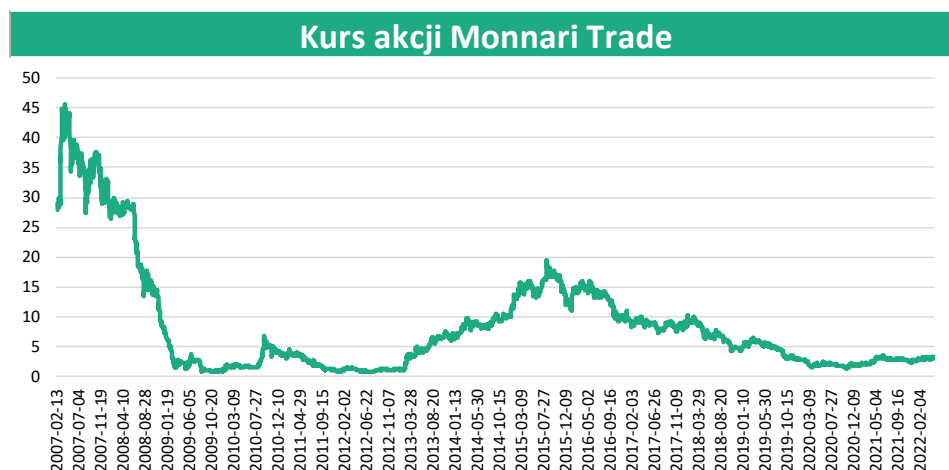
## Wycena

Do wyceny Monnari 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 18.05 oszacowana została na poziomie 5,2 zł za akcję, a na koniec 2022 r. 5,5 zł za akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Monnari na 4,6 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 6,9 zł.

| (PLN)                               | Waga | Cena       |
|-------------------------------------|------|------------|
| Wycena DCF                          | 0,75 | 4,6        |
| Wycena Porównawcza                  | 0,25 | 6,9        |
| <b>Cena wynikowa na dzień 18.05</b> |      | <b>5,2</b> |
| <b>Cena docelowa na koniec 2022</b> |      | <b>5,5</b> |

Źródło: DM Banku BPS SA

Nasza wycena oznacza premię w stosunku ceny akcji z dnia 18.05.2021 na poziomie 60% oraz sugeruje powrót notowań Spółki do przedpandemicznych wartości z lutego 2019 r.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Monnari odnieśliśmy do pięciu polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,25.

| Spółki porównywalne                  | P/E            |                |                | P/BV           |                |                | EV/EBITDA     |               |               |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
|                                      | 2022           | 2023P          | 2024P          | 2022           | 2023P          | 2024P          | 2022          | 2023P         | 2024P         |
| LPP                                  | 15,0           | 23,6           | 14,5           | 6,0            | 6,2            | 5,0            | 7,6           | 9,8           | 6,8           |
| CCC                                  | -              | 22,9           | 17,0           | 16,9           | 3,8            | 3,0            | 8,5           | 7,8           | 6,0           |
| VRG                                  | 10,7           | 9,3            | 8,6            | 0,9            | 0,9            | 0,8            | 5,3           | 4,9           | 4,7           |
| Wittchen                             | 7,5            | 6,8            | 6,3            | 1,8            | 1,6            | 1,4            | 4,7           | 4,3           | 4,1           |
| Silvano                              | 16,5           | 27,6           | 27,6           | 0,8            | 0,8            | 0,8            | 3,6           | 4,2           | 4,0           |
| Średnia                              | 12,4           | 18,0           | 14,8           | 5,3            | 2,7            | 2,2            | 5,9           | 6,2           | 5,1           |
| Mediana                              | 12,8           | 22,9           | 14,5           | 1,8            | 1,6            | 1,4            | 5,3           | 4,9           | 4,7           |
| Monnari Trade                        | 8,1            | 13,6           | 12,0           | 1,9            | 1,9            | 1,8            | 1,1           | 1,1           | 1,5           |
| <b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b> | <b>168 484</b> | <b>178 095</b> | <b>128 128</b> | <b>434 104</b> | <b>395 597</b> | <b>364 129</b> | <b>91 264</b> | <b>62 989</b> | <b>68 118</b> |
| <b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>          | <b>6,87</b>    |                |                |                |                |                |               |               |               |

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

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 6,82% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), wzrost o 0,5 pp r/r w latach 2023-2024, a następnie proporcjonalny spadek
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, wzrost o 0,5 pp r/r w latach 2023-2024, a następnie proporcjonalny spadek
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,83 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Monnari i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - maj 2022)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,08% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25%
- Brak wypłaty dywidendy (brak deklaracji ze strony Spółki)
- Brak skupu akcji własnych (umowa pożyczki z PFR wyklucza taką możliwość)
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

| WYCENA DCF (tys. PLN)                        | 2021    | 2022P            | 2023P   | 2024P   | 2025P   | 2026P   | TV      |
|--|---------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                                    | 232 422 | 267 139          | 289 248 | 313 187 | 339 108 | 367 173 | 368 091 |
| EBITDA                                       | -327    | 27 618           | 26 103  | 27 138  | 27 448  | 30 486  | 14 129  |
| EBIT   | -327    | 18 594           | 13 166  | 13 106  | 12 262  | 14 059  | 14 094  |
| CIT  | 3,7%    | 18,8%            | 18,8%   | 18,8%   | 18,8%   | 18,8%   | 18,8%   |
| NOPLAT                                       |         | 15 095           | 10 689  | 10 640  | 9 955   | 11 413  | 11 442  |
| Amortyzacja                                  |         | 9 025            | 12 937  | 14 032  | 15 186  | 16 427  | 16 427  |
| CAPEX  |         | -6 889           | -7 459  | -8 076  | -8 745  | -9 468  | -9 468  |
| Inwestycje w kapitał obrotowy                |         | 24 460           | 14 785  | 17 097  | 13 930  | 3 346   | 3 346   |
| FCFF   |         | -7 229           | 1 382   | -501    | 2 466   | 15 026  | 15 026  |
| WACC   |         | 11,3%            | 11,8%   | 11,8%   | 11,3%   | 10,8%   | 10,8%   |
| DCFF   |         | -6 494           | 1 105   | -359    | 1 609   | 9 015   |         |
| <b>Suma DCF</b>                              |         | <b>4 875,5</b>   |         |         |         |         |         |
| Wartość rezydualna (TV)                      |         | 142 973,2        |         |         |         |         |         |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)     |         | 77 438,6         |         |         |         |         |         |
| Udział zdyskontowanej TV w EV                |         | 94,1%            |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>  |         | <b>82 314,1</b>  |         |         |         |         |         |
| Środki pieniężne na 18.05.2022               |         | 87 564,0         |         |         |         |         |         |
| Wartość zadłużenia odsetkowego na 18.05.2022 |         | 28 870,1         |         |         |         |         |         |
| Dług netto na 18.05.2022                     |         | - 58 693,9       |         |         |         |         |         |
| <b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>    |         | <b>141 007,9</b> |         |         |         |         |         |
| <b>Liczba akcji (tys.)</b>                   |         | 30 563           |         |         |         |         |         |
| <b>Cena 1 akcji (PLN)</b>                    |         | <b>4,61</b>      |         |         |         |         |         |
| Przychody zmiana r/r                         |         | 14,9%            | 8,3%    | 8,3%    | 8,3%    | 8,3%    |         |
| EBIT zmiana r/r                              |         |                  | -29,2%  | -0,5%   | -6,4%   | 14,6%   |         |
| FCF zmiana r/r                               |         |                  | -119,1% | -136,3% | -591,9% | 509,3%  |         |
| Marża EBITDA                                 |         | 10,3%            | 9,0%    | 8,7%    | 8,1%    | 8,3%    |         |
| Marża EBIT                                   |         | 7,0%             | 4,6%    | 4,2%    | 3,6%    | 3,8%    |         |
| Marża NOPLAT                                 |         | 5,7%             | 3,7%    | 3,4%    | 2,9%    | 3,1%    |         |
| CAPEX/Przychody                              |         | 2,6%             | 2,6%    | 2,6%    | 2,6%    | 2,6%    |         |
| CAPEX/Amortyzacja                            |         | 76,3%            | 57,7%   | 57,6%   | 57,6%   | 57,6%   |         |

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 | 8,8%  | 5,10                              | 5,14  | 5,17  | 5,21  | 5,25  | 5,28  | 5,32  |
|                    | 9,3%  | 4,94                              | 4,97  | 5,00  | 5,04  | 5,07  | 5,10  | 5,14  |
|                    | 9,8%  | 4,79                              | 4,82  | 4,85  | 4,88  | 4,91  | 4,94  | 4,97  |
|                    | 10,3% | 4,66                              | 4,69  | 4,71  | 4,74  | 4,77  | 4,79  | 4,82  |
|                    | 10,8% | 4,54                              | 4,57  | 4,59  | 4,61  | 4,64  | 4,66  | 4,69  |
|                    | 11,3% | 4,43                              | 4,46  | 4,48  | 4,50  | 4,52  | 4,54  | 4,57  |
|                    | 11,8% | 4,33                              | 4,35  | 4,37  | 4,39  | 4,41  | 4,43  | 4,46  |
|                    | 12,3% | 4,24                              | 4,26  | 4,28  | 4,30  | 4,32  | 4,33  | 4,35  |
|                    | 12,8% | 4,16                              | 4,18  | 4,19  | 4,21  | 4,23  | 4,24  | 4,26  |

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

| Kalkulacja WACC  | 2021           | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | TV             |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| WIBOR6M  | 2,63%          | 6,65%          | 7,15%          | 7,15%          | 6,65%          | 6,15%          | 6,15%          |
| Premia kredytowa   | 4,00%          | 4,00%          | 4,00%          | 4,00%          | 4,00%          | 4,00%          | 4,00%          |
| Koszt kapitału obcego                                      | 6,63%          | 10,65%         | 11,15%         | 11,15%         | 10,65%         | 10,15%         | 10,15%         |
| 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>8,6%</b>    | <b>9,1%</b>    | <b>9,1%</b>    | <b>8,6%</b>    | <b>8,2%</b>    | <b>8,2%</b>    |
| Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP) | 1,49%          | 6,82%          | 7,32%          | 7,32%          | 6,82%          | 6,32%          | 6,32%          |
| Beta (oszacowana względem WIG)                             | 0,83           | 0,83           | 0,83           | 0,83           | 0,83           | 0,83           | 0,83           |
| Zalewarowana beta  | 0,98           | 0,94           | 0,95           | 0,93           | 0,92           | 0,91           | 0,91           |
| Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)                       | 5,54%          | 5,08%          | 5,08%          | 5,08%          | 5,08%          | 5,08%          | 5,08%          |
| <b>Koszt kapitału własnego</b>                             | <b>6,9%</b>    | <b>11,6%</b>   | <b>12,1%</b>   | <b>12,0%</b>   | <b>11,5%</b>   | <b>11,0%</b>   | <b>11,0%</b>   |
| Kapitał własny (tys. PLN)                                  | 211 451        | 227 607        | 237 180        | 248 066        | 259 362        | 272 464        | 272 464        |
| Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)                      | 35 623         | 24 047         | 27 697         | 23 934         | 22 247         | 21 774         | 21 774         |
| <b>Razem</b>   | <b>247 074</b> | <b>251 654</b> | <b>264 876</b> | <b>272 000</b> | <b>281 608</b> | <b>294 238</b> | <b>294 238</b> |
| D/E  | 0,17           | 0,11           | 0,12           | 0,10           | 0,09           | 0,08           | 0,08           |
| Udział Ke  | 0,86           | 0,90           | 0,90           | 0,91           | 0,92           | 0,93           | 0,93           |
| Udział Kd  | 0,14           | 0,10           | 0,10           | 0,09           | 0,08           | 0,07           | 0,07           |
| Ważony koszt kapitału własnego                             | 5,9%           | 10,5%          | 10,9%          | 11,0%          | 10,6%          | 10,2%          | 10,2%          |
| Ważony koszt kapitału obcego                               | 0,9%           | 0,8%           | 0,9%           | 0,8%           | 0,7%           | 0,6%           | 0,6%           |
| <b>WACC</b>  | <b>6,8%</b>    | <b>11,3%</b>   | <b>11,8%</b>   | <b>11,8%</b>   | <b>11,3%</b>   | <b>10,8%</b>   | <b>10,8%</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>267 139</b> | <b>289 248</b> | <b>313 187</b> | <b>339 108</b> | <b>367 173</b> |
| Sprzedaż detaliczna odzieży i akcesoriów odzieżowych                | 234 867        | 270 072        | 196 271         | 216 645        | 248 117        | 268 652        | 290 887        | 314 962        | 341 029        |
| Sprzedaż hurtowa odzieży i akcesoriów odzieżowych                   | 6 531          | 8 136          | 9 429           | 10 827         | 13 340         | 14 444         | 15 639         | 16 933         | 18 335         |
| Sprzedaż usług najmu  | 2 094          | 1 830          | 2 591           | 3 760          | 4 316          | 4 673          | 5 060          | 5 479          | 5 932          |
| Sprzedaż pozostałych usług  | 1 780          | 1 596          | 432             | 1 116          | 1 281          | 1 387          | 1 502          | 1 626          | 1 761          |
| Sprzedaż materiałów   | 1 002          | 568            | 685             | 74             | 85             | 92             | 100            | 108            | 117            |
| Koszty własny sprzedaży   | -101 891       | -121 097       | -96 225         | -104 783       | -117 572       | -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>149 567</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       | -121 902       | -131 991       | -142 915       | -154 743       | -167 550       |
| Koszty zarządu  | - 9 114        | - 13 353       | - 11 682        | - 15 997       | -16 776        | -17 215        | -17 445        | -17 905        | -18 616        |
| <b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>                                     | <b>22 616</b>  | <b>15 395</b>  | <b>- 6 322</b>  | <b>14 090</b>  | <b>10 888</b>  | <b>13 068</b>  | <b>13 173</b>  | <b>12 515</b>  | <b>14 519</b>  |
| Pozostałe przychody operacyjne                                      | 3 036          | 3 624          | 7 057           | 12 410         | 13 945         | 4 101          | 4 268          | 4 441          | 4 621          |
| Pozostałe koszty operacyjne   | - 4 828        | - 5 768        | - 28 864        | - 7 163        | -3 120         | -4 003         | -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>18 594</b>  | <b>13 166</b>  | <b>13 106</b>  | <b>12 262</b>  | <b>14 059</b>  |
| Przychody finansowe   | 791            | 715            | 1 094           | 228            | 664            | 437            | 521            | 486            | 496            |
| Koszty finansowe  | - 421          | - 962          | - 3 228         | - 1 512        | -3 329         | -4 258         | -2 969         | -1 680         | -1 680         |
| Wynik na inwestycjach   | 15 416         | 1 397          | - 438           | 327            | 330            | 330            | 330            | 330            | 330            |
| Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć | -              | 200            | 96              | 3 775          | -103           | -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>16 156</b>  | <b>9 573</b>   | <b>10 886</b>  | <b>11 296</b>  | <b>13 102</b>  |
| Podatek dochodowy   | - 19 245       | - 2 440        | 358             | 805            | -3 040         | -1 801         | -2 048         | -2 125         | -2 465         |
| <b>Zysk/strata netto</b>  | <b>17 365</b>  | <b>11 761</b>  | <b>- 30 439</b> | <b>20 696</b>  | <b>13 116</b>  | <b>7 772</b>   | <b>8 838</b>   | <b>9 171</b>   | <b>10 637</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>326 675</b> | <b>330 320</b> | <b>325 842</b> | <b>327 372</b> | <b>342 891</b> |
| Aktywa trwałe                                    | 126 764        | 178 817        | 193 247        | 185 680        | 136 697        | 136 680        | 136 803        | 137 057        | 137 436        |
| Rzeczowe aktywa trwałe                           | 38 076         | 48 138         | 43 555         | 39 521         | 39 600         | 39 679         | 39 759         | 39 838         | 39 918         |
| Wartości niematerialne i prawne                  | 876            | 425            | 323            | 210            | 210            | 210            | 210            | 210            | 210            |
| Wartość firmy                                    | 5 778          | 5 256          | 129            | 129            | 129            | 129            | 129            | 129            | 129            |
| Nieruchomości inwestycyjne                       | 78 847         | 80 765         | 110 737        | 114 556        | 67 063         | 68 415         | 69 793         | 71 199         | 72 634         |
| Aktywa z tytułu prawa do użytkowania             | -              | 34 786         | 27 871         | 20 220         | 18 650         | 17 202         | 15 867         | 14 635         | 13 499         |
| Inwestycje w jednostki powiązane                 | -              | 1 460          | 1 361          | 564            | 564            | 564            | 564            | 564            | 564            |
| Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego  | 3 172          | 7 981          | 9 264          | 10 473         | 10 473         | 10 473         | 10 473         | 10 473         | 10 473         |
| Pozostałe aktywa długoterminowe                  | 15             | 6              | 7              | 7              | 7              | 8              | 8              | 8              | 9              |
| Aktywa obrotowe                                  | 136 135        | 128 890        | 116 515        | 166 693        | 189 978        | 193 640        | 189 039        | 190 315        | 205 455        |
| Zapasy   | 69 551         | 82 858         | 56 262         | 62 133         | 54 920         | 57 150         | 59 471         | 61 885         | 64 398         |
| Należności handlowe                              | 25 014         | 28 958         | 33 778         | 33 168         | 35 381         | 38 359         | 41 533         | 44 971         | 48 693         |
| Aktywa finansowe                                 | 510            | 2 510          | 102            | 607            | -              | -              | -              | -              | -              |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty               | 40 270         | 13 643         | 26 213         | 70 606         | 99 677         | 98 132         | 88 035         | 83 459         | 92 364         |
| 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>326 675</b> | <b>330 320</b> | <b>325 842</b> | <b>327 372</b> | <b>342 891</b> |
| Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego | 217 949        | 225 191        | 190 950        | 211 451        | 227 607        | 237 180        | 248 066        | 259 362        | 272 464        |
| 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       | - 25 497       | - 25 497       | - 25 497       | - 25 497       | - 25 497       |
| Kapitał zapasowy                                 | 130 574        | 138 128        | 138 329        | 126 476        | 126 476        | 126 476        | 126 476        | 126 476        | 126 476        |
| 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         | 89 919         | 99 492         | 110 378        | 121 674        | 134 776        |
| Udziały niekontrolujące                          | - 1 882        | - 2 265        | - 2 069        | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Zobowiązania długoterminowe                      | 2 811          | 28 657         | 50 694         | 40 494         | 25 509         | 31 017         | 28 647         | 26 960         | 26 487         |
| Długoterminowe kredyty i pożyczki                | -              | -              | 6 000          | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu    | -              | 20 779         | 36 881         | 32 716         | 17 731         | 23 239         | 20 869         | 19 182         | 18 709         |
| Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego | 2 811          | 7 878          | 7 813          | 7 778          | 7 778          | 7 778          | 7 778          | 7 778          | 7 778          |
| Zobowiązania krótkoterminowe                     | 44 021         | 56 124         | 70 187         | 100 428        | 73 558         | 62 124         | 49 129         | 41 050         | 43 939         |
| Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)      | 182            | 49             | 14 009         | 864            | 3 251          | 1 393          | -              | -              | -              |
| Zobowiązania z tytułu leasingu                   | -              | 13 977         | 3 832          | 2 043          | 3 065          | 3 065          | 3 065          | 3 065          | 3 065          |
| Zobowiązania handlowe                            | 23 677         | 19 491         | 49 182         | 93 625         | 64 165         | 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          | 3 078          | 3 078          | 3 078          | 3 078          | 3 078          |
| Pozostałe zobowiązania                           | 16 565         | 18 708         | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |

Źródło: Spółka, Prognozy DM Banku BPS SA

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

| Bilans (tys. pln)                        | 2017          | 2018           | 2019           | 2020          | 2021          | 2022          | 2023           | 2024           | 2025           | 2026          |
|--|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Przepływy operacyjne                     | 33 478        | - 9 341        | 21 753         | 34 532        | 29 296        | - 472         | 27 771         | 18 909         | 24 168         | 38 373        |
| Przepływy inwestycyjne                   | -17 100       | -18 661        | -25 760        | - 8 556       | 32 824        | 24 611        | - 7 459        | - 8 076        | - 8 745        | - 9 468       |
| Przepływy finansowe                      | - 7 329       | - 2 695        | -22 596        | -13 452       | -17 702       | 4 931         | -21 858        | -20 929        | -20 000        | -20 000       |
| <b>Przepływy pieniężne netto</b>         | <b>9 049</b>  | <b>-30 697</b> | <b>-26 603</b> | <b>12 523</b> | <b>44 418</b> | <b>29 071</b> | <b>- 1 545</b> | <b>-10 096</b> | <b>- 4 576</b> | <b>8 905</b>  |
| Środki pieniężne na początek okresu      | 61 266        | 69 084         | 39 397         | 12 770        | 25 339        | 69 733        | 98 804         | 97 259         | 87 162         | 82 586        |
| <b>Środki pieniężne na koniec okresu</b> | <b>69 084</b> | <b>39 397</b>  | <b>12 770</b>  | <b>25 339</b> | <b>69 733</b> | <b>98 804</b> | <b>97 259</b>  | <b>87 162</b>  | <b>82 586</b>  | <b>91 491</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%   | 14,9%   | 8,3%    | 8,3%    | 8,3%    | 8,3%    |
| <b>EBITDA (zmiana, r/r)</b>      | -2,9%   | 40,3%  | -125,9% | -430,5% | -8,2%   | -5,5%   | 4,0%    | 1,1%    | 11,1%   |
| <b>EBIT (zmiana, r/r)</b>        | -1,7%   | -36,4% | -312,3% | -168,7% | -3,8%   | -29,2%  | -0,5%   | -6,4%   | 14,6%   |
| <b>Zysk netto (zmiana, r/r)</b>  | -20,1%  | -32,3% | -358,8% | -168,0% | -36,6%  | -40,7%  | 13,7%   | 3,8%    | 16,0%   |
| <b>Marża brutto na sprzedaży</b> | 58,6%   | 57,1%  | 54,0%   | 54,9%   | 56,0%   | 56,1%   | 55,4%   | 54,6%   | 54,7%   |
| <b>Marża EBITDA</b>              | 10,2%   | 12,4%  | -4,3%   | 12,9%   | 10,3%   | 9,0%    | 8,7%    | 8,1%    | 8,3%    |
| <b>Marża EBIT</b>                | 8,5%    | 4,7%   | -13,4%  | 8,3%    | 7,0%    | 4,6%    | 4,2%    | 3,6%    | 3,8%    |
| <b>Marża brutto</b>              | 14,9%   | 5,0%   | -14,7%  | 9,3%    | 6,0%    | 3,3%    | 3,5%    | 3,3%    | 3,6%    |
| <b>Marża netto</b>               | 7,1%    | 4,2%   | -14,5%  | 8,9%    | 4,9%    | 2,7%    | 2,8%    | 2,7%    | 2,9%    |
| <b>COGS / Przychody</b>          | 41,4%   | 42,9%  | 46,0%   | 45,1%   | 44,0%   | 43,9%   | 44,6%   | 45,4%   | 45,3%   |
| <b>SG&amp;A / Przychody</b>      | 46,5%   | 43,1%  | 69,6%   | 51,4%   | 42,5%   | 47,9%   | 47,6%   | 47,3%   | 47,0%   |
| <b>SG&amp;A / COGS</b>           | 112,4%  | 100,6% | 151,4%  | 114,0%  | 96,6%   | 109,2%  | 106,8%  | 104,2%  | 103,7%  |
| <b>ROE</b>                       | 8,0%    | 5,2%   | -15,9%  | 9,8%    | 5,8%    | 3,3%    | 3,6%    | 3,5%    | 3,9%    |
| <b>ROA</b>                       | 6,6%    | 3,8%   | -9,8%   | 5,9%    | 4,0%    | 2,4%    | 2,7%    | 2,8%    | 3,1%    |
| <b>Dług (tys. PLN)</b>           | 182     | 34 805 | 60 722  | 35 623  | 24 047  | 27 697  | 23 934  | 22 247  | 21 774  |
| <b>D/(D+E)</b>                   | 0,00    | 0,13   | 0,24    | 0,14    | 0,10    | 0,10    | 0,09    | 0,08    | 0,07    |
| <b>D/E</b>                       | 0,00    | 0,15   | 0,32    | 0,17    | 0,11    | 0,12    | 0,10    | 0,09    | 0,08    |
| <b>EV (tys. PLN)</b>             | 145 188 | 83 938 | 70 591  | 140 083 | 180 730 | 175 535 | 169 201 | 166 312 | 175 690 |
| <b>Dług / EV</b>                 | 0,00    | 0,41   | 0,86    | 0,25    | 0,13    | 0,16    | 0,14    | 0,13    | 0,12    |
| <b>CAPEX / Przychody</b>         | 1,67%   | 3,08%  | 1,25%   | 1,23%   | 2,58%   | 2,58%   | 2,58%   | 2,58%   | 2,58%   |
| <b>CAPEX / Amortyzacja</b>       | 98,4%   | 39,8%  | 13,8%   | 26,6%   | 76,3%   | 57,7%   | 57,6%   | 57,6%   | 57,6%   |
| <b>Amortyzacja / Przychody</b>   | 1,7%    | 7,7%   | 9,1%    | 4,6%    | 3,4%    | 4,5%    | 4,5%    | 4,5%    | 4,5%    |
| <b>Zmiana KO / Przychody</b>     | 8,0%    | 7,6%   | -24,6%  | -16,9%  | 9,2%    | 5,1%    | 5,5%    | 4,1%    | 0,9%    |

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.

### Environment

Monnari 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 Przeciwpożarowej (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 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 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. Siłę różnorodności Grupy Kapitałowej MONNARI TRADE S.A. 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. 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.**

|                         |              |
|-------------------------|--------------|
| <b>DM BPS ESG SCORE</b> | <b>C</b>     |
| <b>L. PUNKTÓW</b>       | <b>12,48</b> |
| <b>ESG score</b>        | <b>12,48</b> |
| (E) Środowisko          | 4,96         |
| (S) Społeczeństwo       | 3,23         |
| (G) Ład korporacyjny    | 4,29         |

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

| DM BPS ESG SCORE | Przedział punktowy |
|------------------|--------------------|
| <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: 18 maja 2022 roku, 13:15

Pierwsze udostępnienie opracowania: 18 maja 2022 roku, 13:30

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 szczególności sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

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

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

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

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

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

<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         | 24,80             | Raport Aktualizujący | 2021-05-17   | Tomasz Czarniecki, Artur Wizner |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,59          | 1,61              | Raport Aktualizujący | 2021-05-19   | Tomasz Czarniecki, Artur Wizner |
| ML SYSTEM     | TRZYMAJ   | 126,00        | 118,00            | Raport Inicjujący    | 2021-06-30   | Tomasz Czarniecki, Artur Wizner |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,98              | Raport Inicjujący    | 2021-09-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki  |
| UNIBEP        | nd        | 17,00         | 12,90             | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Artur Wizner                    |
| MONNARI TRADE | nd        | 5,30          | 2,80              | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki  |
| PROTEKTOR     | nd        | 4,60          | 3,60              | Raport Inicjujący    | 2021-09-07   | Artur Wizner, Tomasz Czarniecki |
| PROCHEM       | nd        | 31,00         | 25,00             | Raport Inicjujący    | 2021-10-06   | Artur Wizner                    |
| NTT SYSTEM    | nd        | 8,30          | 5,80              | Analiza wyników      | 2021-10-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki  |
| MONNARI TRADE | nd        | 5,30          | 2,90              | Analiza wyników      | 2021-10-01   | Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki  |
| PROTEKTOR     | nd        | 4,60          | 3,40              | Analiza wyników      | 2021-10-08   | Artur Wizner, Tomasz Czarniecki |
| VIVID GAMES   | nd        | 1,23          | 1,39              | Raport Aktualizujący | 2021-10-18   | Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki  |
| 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                     |

|   |  |
|---|--|
| <b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b><br><br>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,<br><br>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556<br><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a><br><a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>  |  |
| <b>Departament Analiz</b>   |  |
| <b>Tomasz Czarnecki, MPW</b><br>Dyrektor Departamentu Analiz<br><a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 542<br><b>Artur Wizner, MPW</b><br>Analityk<br><a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 548<br><b>Łukasz Bryl</b><br><a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a><br>Tel.: 785 500 874 | <b>Jacek Borawski</b><br>Analityk techniczny   |
| <b>Departament Sprzedaży</b>  |  |
| <b>Dariusz Stasiak, MPW</b><br>Dyrektor Departamentu Sprzedaży<br><a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 541  | <b>Krzysztof Jeż, MPW</b><br><a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 559<br><b>Lech Kucharski, MPW</b><br><a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 522<br><b>Marcin Jakubiak, MPW</b><br><a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a><br>tel.: (22) 53 95 560<br><b>Tomasz Kublik, MPW</b><br><a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a><br>tel.: + 48 (22) 53 95 511<br><b>Tomasz Wojna</b><br><a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a><br>tel.: + 48 (22) 53 95 541 |
|   | <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>   |