

SFD

## Dalszy wzrost skali działalności

Podwyższamy wartość godziwą spółki z PLN 4.15 do PLN 4.54 jednocześnie obniżając rekomendację do TRZYMAJ z KUPIJ. W okresie styczeń-maj spółka SFD zaraportowała przychody na poziomie PLN 159m (+21% r/r), głównie dzięki wzrostowi wolumenów. W ostatnim czasie spółka opracowała nową markę Hummy w kategorii posiłków do szybkiego przyrządzenia oraz planuje dalszy rozwój działalności na rynkach zagranicznych (nowy rynek jeszcze w tym roku), co w naszej ocenie będzie wspierać dalsze dynamiki przychodów (oczekujemy CAGR przychodów na poziomie 17% w 2022-25E). Dodatkowe wsparcie stanowią niższe koszty surowców oraz transportu, jednak ze względu na otoczenie konkurencyjne, oczekujemy stabilizacji marży brutto ze sprzedaży w najbliższych latach. Ze względu na rozpoczęcie sprzedaży nowej kategorii produktowej (w tym dodatkowe koszty marketingu), oczekujemy stabilizacji marży EBITDA r/r w 2023E oraz poprawy w kolejnych latach dzięki dźwigni operacyjnej (obniżamy prognozę EBITDA o 9% w 2023E oraz o 4% w 2024E; 2022-25E CAGR 31%). Dodatkowo, zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową (rekomendowane PLN 0.10 z zysku za 2022r.) i oczekujemy DPS na poziomie PLN 0.13 w 2024E.

**2022-25E CAGR przychodów na poziomie 17%.** Spółka wygenerowała sprzedaż na poziomie PLN 159m w okresie 5M23 (+21% y/y). Jednocześnie spółka ogłosiła uruchomienie nowej marki Hummy w kategorii posiłków do szybkiego przyrządzenia. SFD kontynuuje również rozwój na rynkach zagranicznych oraz planuje uruchomienie sprzedaży na nowym rynku do końca b.r. W rezultacie podwyższamy naszą prognozę przychodów o 1% w 2024E oraz o 3% w 2025E (2022-25E CAGR 17%). Zwracamy uwagę, że nasze prognozy są wciąż poniżej celu spółki PLN 600m w 2025r.

**Stabilna marża EBITDA w 2023E oraz potencjał poprawy w kolejnych latach.** W 1Q23 spółka odnotowała poprawę sprzedaży EBITDA o 1.5pp r/r, na co wpływ miała mocna sprzedaż (+37% r/r) oraz dźwignia operacyjna. Oczekujemy, że presja inflacyjna na koszty operacyjne utrzyma się w najbliższych miesiącach, podczas gdy sprzedaż nowej kategorii produktów może wpłynąć na wyższe koszty marketingu w krótkim okresie. W rezultacie, obniżamy prognozę EBITDA o 9% do PLN 24.4m w 2023E (spadek marży EBITDA o 0.1pp r/r), podczas gdy utrzymanie dynamik na przychodach powinno pozwolić na wzrost rentowności do 8.6% w 2025r.

**Utrzymanie polityki dywidendowej pomimo planowanej budowy magazynu.** Spółka obecnie jest na etapie wyboru działki pod budowę nowego magazynu. Oczekujemy, że budowa rozpocznie się na przełomie 2024/2025 oraz szacujemy nakłady inwestycyjne około PLN 40m. Niemniej jednak, oczekujemy że spółka będzie kontynuować wypłatę dywidend i prognozujemy DPS PLN 0.13 w 2024E oraz PLN 0.18 w 2025E.

Tabela 1. SFD – Wybrane dane finansowe (PLN m)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	196.9	245.4	325.3	386.3	457.9	526.6
EBITDA	16.6	16.8	20.0	24.4	35.1	45.5
EBIT	14.7	14.2	16.9	21.2	31.0	38.1
Zysk netto	11.5	11.0	12.5	16.0	23.2	29.0
P/E (x)	14.2	12.8	13.2	11.6	8.0	6.4
EV/EBITDA (x)	10.6	8.9	9.5	8.5	5.8	4.9
DPS (PLN)	0.04	0.06	0.10	0.10	0.13	0.18

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

E-commerce

### SFD

### TRZYMAJ

FV PLN 4.54 z PLN 4.15

7% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 26 czerwca 2023 PLN 4.23

Rekomendacja obniżona z KUPIJ



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	44.0
Kapitalizacja (EUR m)	42.1
12M śr. dzienny wolumen (k)	13.9
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	4.83/2.18
Waga w WIG	n.m.
Reuters	SFDP.WA
Bloomberg	SFD PW

#### Stopy zwrotu

1M	-6%
3M	9%
12M	57%

#### Akcjonariat

Mateusz Dominik Pazdan	76.24%
Pozostali	23.76%

#### Analitik

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

**SFD****TRZYMAJ****FV PLN 4.54**

Kapitalizacja EUR 42m

Potencjał wzrostu 7%

Mnożniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	12.8	13.2	11.6	8.0	6.4
EV/EBITDA (x)	8.9	9.5	8.5	5.8	4.9
EV/Sprzedaż (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
P/BV (x)	3.78	3.50	3.16	2.44	1.91
FCF yield (%)	10.7%	11.0%	10.9%	12.8%	3.3%
DY (%)	3.0%	1.6%	2.4%	3.0%	4.4%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	42.2	44.0	44.0	44.0	44.0
EPS (PLN)	0.26	0.28	0.36	0.53	0.66
BVPS (PLN)	0.89	1.07	1.34	1.74	2.21
FCFPS (PLN)	0.36	0.41	0.46	0.54	0.14
DPS (PLN)	0.10	0.06	0.10	0.13	0.18

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	24.6%	32.6%	18.7%	18.5%	15.0%
EBITDA	0.7%	19.6%	21.6%	44.0%	29.5%
EBIT	-3.6%	18.9%	25.6%	45.9%	23.2%
Zysk netto	-4.5%	13.7%	27.6%	45.2%	24.7%

Wskaźniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża brutto (%)	35.1%	35.5%	35.7%	35.8%	36.0%
Marża EBITDA (%)	6.8%	6.2%	6.3%	7.7%	8.6%
Marża EBIT (%)	5.8%	5.2%	5.5%	6.8%	7.2%
Marża netto (%)	4.5%	3.9%	4.1%	5.1%	5.5%
Dług netto / EBITDA (x)	0.50	0.93	0.58	0.30	0.70
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.22	0.39	0.24	0.14	0.33
Dług netto / Aktywa (x)	0.12	0.18	0.11	0.06	0.16
ROE (%)	37.2%	29.6%	30.1%	34.3%	33.3%
ROA (%)	18.0%	14.6%	14.1%	16.0%	16.1%
ROIC (%)	28.7%	23.3%	22.8%	29.1%	27.1%

Założenia	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Przychody</b>	<b>245.4</b>	<b>325.3</b>	<b>386.3</b>	<b>457.9</b>	<b>526.6</b>
Produkty i usługi	200.4	288.9	351.7	424.0	492.7
Towary i materiały	44.9	36.4	34.6	33.9	33.9

Koszty/przychody	94.0%	94.6%	94.5%	93.2%	92.8%
Amortyzacja	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	1.4%
Zużycie mat. i energii	51.5%	56.6%	58.1%	59.0%	59.5%
Usługi obce	16.2%	17.2%	18.2%	18.0%	17.8%
Podatki i opłaty	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Wynagrodzenia	9.6%	9.6%	9.0%	8.2%	7.6%
Ubezpieczenia społ.	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%
Pozostałe koszty rodz.	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
Wart. sprzed. towarów	13.3%	7.8%	6.3%	5.2%	4.5%

Cykl gotówki (dni)	71	90	84	78	78
Zapasy	88	118	112	106	106
Należności	15	12	12	12	12
Zobowiązania	32	40	40	40	40

P&L (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	196.9	245.4	325.3	386.3	457.9	526.6
Koszty operacyjne	-182.0	-230.7	-307.7	-365.1	-426.9	-488.4
Amortyzacja	-1.9	-2.6	-3.2	-3.2	-4.1	-7.3
Zużycie materiałów i energii	-87.3	-126.5	-184.3	-224.3	-270.0	-313.3
Usługi obce	-31.1	-39.7	-55.8	-70.1	-82.2	-93.5
Podatki i opłaty	-0.5	-1.1	-1.4	-1.6	-1.9	-2.2
Wynagrodzenia	-17.5	-23.6	-31.1	-34.7	-37.4	-40.2
Ubezpieczenia społeczne i inne	-2.9	-4.1	-5.3	-6.0	-6.4	-6.9
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.3	-0.5	-1.2	-0.9	-1.1	-1.2
Wartość sprzedanych towarów	-40.5	-32.7	-25.5	-24.2	-23.8	-23.8
Pozostałe przych. oper. netto	-0.2	-0.5	-0.7	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>16.6</b>	<b>16.8</b>	<b>20.0</b>	<b>24.4</b>	<b>35.1</b>	<b>45.5</b>
<b>EBIT</b>	<b>14.7</b>	<b>14.2</b>	<b>16.9</b>	<b>21.2</b>	<b>31.0</b>	<b>38.1</b>
Koszty finansowe netto	-0.4	-0.3	-1.1	-1.5	-2.3	-2.4
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>14.4</b>	<b>13.9</b>	<b>15.8</b>	<b>19.7</b>	<b>28.7</b>	<b>35.8</b>
Podatek dochodowy	-2.8	-2.9	-3.2	-3.8	-5.4	-6.8
<b>Zysk netto</b>	<b>11.5</b>	<b>11.0</b>	<b>12.5</b>	<b>16.0</b>	<b>23.2</b>	<b>29.0</b>

BILANS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>14.4</b>	<b>15.6</b>	<b>16.8</b>	<b>17.8</b>	<b>24.9</b>	<b>56.8</b>
Wartości niematerialne i prawne	5.4	5.8	5.5	5.8	5.8	5.9
Rzeczowe aktywa trwałe	6.8	7.4	8.7	9.3	16.4	48.3
Inwestycje długotermin.	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Pozostałe aktywa trwałe	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>39.0</b>	<b>53.2</b>	<b>86.6</b>	<b>106.4</b>	<b>141.8</b>	<b>135.5</b>
Zapasy	31.8	38.2	67.7	76.2	85.6	98.2
Należności handlowe	3.8	10.3	10.5	12.4	14.7	16.9
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.6	2.3	3.6	13.0	36.7	15.5
Pozostałe aktywa obrotowe	2.8	2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>Aktywa razem</b>	<b>53.4</b>	<b>68.8</b>	<b>103.4</b>	<b>124.2</b>	<b>166.8</b>	<b>192.3</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>21.8</b>	<b>37.4</b>	<b>47.3</b>	<b>58.9</b>	<b>76.5</b>	<b>97.4</b>
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Rezerwy</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>
<b>Zobowiązania długotermin.</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>	<b>8.6</b>
Zobowiązania finansowe	2.7	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6
Pozostałe zobow. długotermin.	0.0	0.0	5.9	5.9	5.9	5.9
<b>Zobowiązania krótkotermin.</b>	<b>28.5</b>	<b>28.6</b>	<b>46.6</b>	<b>55.8</b>	<b>80.7</b>	<b>85.4</b>
Zobowiązania handlowe	13.1	14.0	22.8	27.0	31.9	36.6
Zobowiązania finansowe	10.3	8.4	19.6	24.6	44.6	44.6
Pozostałe zobow. krótkotermin.	5.1	6.2	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>Pasywa razem</b>	<b>53.4</b>	<b>68.8</b>	<b>103.4</b>	<b>124.2</b>	<b>166.8</b>	<b>192.3</b>
Dług brutto (PLN m)	13.0	10.7	22.3	27.3	47.3	47.3
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>12.4</b>	<b>8.4</b>	<b>18.7</b>	<b>14.3</b>	<b>10.5</b>	<b>31.7</b>

CASH FLOW (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Przepływy pien. z dz. oper.</b>	<b>7.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-7.9</b>	<b>14.4</b>	<b>23.0</b>	<b>28.6</b>
Zysk netto	11.5	11.0	12.5	16.0	23.2	29.0
Amortyzacja	1.9	2.6	3.2	3.2	4.1	7.3
Zmiana w kap. obrotowym netto	-6.6	-12.3	-14.5	-6.2	-6.8	-10.1
Pozostałe	0.3	1.6	-9.0	1.5	2.4	2.4
<b>Przepływy pien. z dz. inw.</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.6</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.1</b>	<b>-11.3</b>	<b>-39.2</b>
Zmiana WNIIP	0.6	-0.4	0.3	-1.0	-0.7	-0.7
Zmiana RzAT	-3.0	-3.2	-4.4	-3.1	-10.6	-38.5
Pozostałe	1.0	2.0	2.2	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy pien. z dz. fin.</b>	<b>-5.7</b>	<b>0.4</b>	<b>11.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>12.0</b>	<b>-10.6</b>
Zmiana w kap. własnym	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	-0.8	-2.5	17.1	5.0	20.0	0.0
Dywidenda wypłacona	-2.1	-4.3	-2.6	-4.4	-5.6	-8.1
Pozostałe	-2.7	-1.6	-3.4	-1.5	-2.4	-2.4
<b>Zmiana śr. pieniężnych</b>	<b>0.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>9.4</b>	<b>23.7</b>	<b>-21.2</b>
<b>Śr. pien. na koniec okresu</b>	<b>0.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.6</b>	<b>13.0</b>	<b>36.7</b>	<b>15.5</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Spis treści

<b>Wycena .....</b>	<b>4</b>
Wycena DCF .....	5
Wycena DDM.....	6
Wycena porównawcza .....	6
<b>Prognozy finansowe.....</b>	<b>7</b>
<b>Czynniki ryzyka .....</b>	<b>8</b>

# Podsumowanie inwestycyjne

## Rozwój oferty produktowej

Spółka SFD nieustannie rozwija swoją ofertę produktową, co wspiera poziomy sprzedażowe spółki. Jednocześnie zgodnie z raportem miesięcznym spółki za maj 2023, SFD opracowała nową markę produktów spożywczych w kategorii posiłków do szybkiego przyrządzenia pod nazwą Hummy. Rozpoczęcie sprzedaży zaplanowane jest na końcówkę czerwca 2023r, a produkty dostępne będą na dedykowanej platformie [www.hummy.pl](http://www.hummy.pl) oraz w sklepach stacjonarnych i internetowych SFD. Oczekujemy, że ta kategoria produktowa będzie stopniowo zwiększać sprzedaż, wspierając pozytywne dynamiki przychodów SFD w kolejnych kwartałach. Jednocześnie spółka podtrzymuje plan rozwoju na rynkach zagranicznych, w tym uruchomienie sprzedaży na nowym rynku do końca 2023r.

## Prognozujemy CAGR przychodów 17% w latach 2022-25

Spółka SFD zaraportowała przychody na poziomie PLN 159m w okresie styczeń-maj 2023, przy czym spadek sprzedaży o 10% r/r w samym maju spowodowany był wysoką bazą z maja 2022 (wprowadzenie do sprzedaży produktów marki Kizzers; efekt wysokiej bazy może być widoczny również w wynikach za czerwiec). W kolejnych miesiącach oczekujemy powrotu przychodów na ścieżkę wzrostu oraz oczekujemy wzrost o 19% r/r w skali całego 2023E (podtrzymanie prognozy). Wraz z wprowadzeniem do sprzedaży nowej kategorii produktów, oczekujemy wyższych poziomów sprzedaży w kolejnych latach i podwyższamy naszą prognozę przychodów o 1% w 2024E oraz 4% w 2025E. Nasze prognozy implikują CAGR 17% w latach 2022-25E.

## Utrzymanie rentowności w 2023E z potencjałem poprawy w latach kolejnych

Spółka SFD odnotowała poprawę marży EBITDA w 1Q23 o 1.5pp r/r do poziomu 7.2%, na co wpływ miały wysokie poziomy przychodów oraz dźwignia operacyjna. W naszych prognozach zakładamy, że inflacyjna presja na koszty operacyjne będzie się wciąż utrzymywać, jednak dzięki wzrostowi skali działalności prognozujemy utrzymanie marży EBITDA w 2023E na poziomie zbliżonym r/r (zakładamy dodatkową presję na rentowność związaną z wyższymi kosztami marketingu ze względu na sprzedaż nowej kategorii produktów). W kolejnych latach, pomimo presji związanej ze wzrostem płacy minimalnej w Polsce oraz indeksacją umów czynszowych, oczekujemy, że rozwój działalności oraz dźwignia operacyjna pozwolą na poprawę marży EBITDA do poziomu 8.6% w 2025E.

## Nakłady inwestycyjne na budowę centrum dystrybucyjnego

Spółka obecnie jest na etapie wyboru lokalizacji pod budowę nowego centrum dystrybucyjnego. Oczekujemy, że finalna decyzja zostanie podjęta w tym roku, a finalizacja zakupu gruntu nastąpi na przełomie 2023/24. W rezultacie zakładamy, że budowa projektu rozpocznie się pod koniec 2024r. lub na początku 2025r., oraz szacujemy nakłady inwestycyjne na ten cel w okolicy PLN 40m.

## Oczekujemy kontynuacji wypłaty dywidend

W naszych prognozach zakładamy, że spółka będzie kontynuować wypłaty dywidendy w kolejnych latach. Z zysku za 2022r. zarządu spółki rekomenduje wypłatę dywidendy na poziomie PLN 0.10/akcję, z czego PLN 0.05/akcję zostało wypłacone jako dywidenda zaliczkowa w styczniu 2023r. Zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 35%, co pozwoli na DPS PLN 0.13/akcję w 2024E oraz PLN 0.18/akcję w 2025E.

# Wycena

Wyceniamy spółkę SFD S.A. w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (waga 75%) i model zdyskontowanych dywidend DDM (waga 25%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 2. SFD – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	75%	4.93
Wycena DDM	25%	3.37
Wycena porównawcza	0%	6.30
<b>Wartość godziwa (FV)</b>		<b>4.54</b>
Wartość rynkowa		4.23
Potencjał wzrostu/spadku		7%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2023-32E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6.0-6.1% w latach prognozy oraz 6.1% w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, niezalewarowaną betę w wysokości 1.3x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 3.0%.

Tabela 3. SFD – Wycena DCF (PLNm)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	>2032E
Przychody	386.3	457.9	526.6	575.6	615.1	645.9	674.5	704.5	735.9	768.7	
EBITDA	24.4	35.1	45.5	51.9	56.5	60.3	63.0	65.8	68.7	71.6	
EBIT	21.2	31.0	38.1	42.7	46.2	49.3	49.5	50.6	52.1	53.4	
Podatek	-4.0	-5.9	-7.2	-8.1	-8.8	-9.4	-9.4	-9.6	-9.9	-10.1	
NOPAT	17.2	25.1	30.9	34.6	37.4	40.0	40.1	41.0	42.2	43.2	
Amortyzacja	3.2	4.1	7.3	9.1	10.3	11.0	13.5	15.2	16.5	18.2	
Zmiana w kapitale obrotowym	-6.2	-6.8	-10.1	-7.3	-3.6	-2.1	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	
Capex	-4.1	-11.3	-39.2	-9.5	-11.3	-12.5	-13.2	-15.8	-17.6	-18.9	
<b>FCF</b>	<b>10.0</b>	<b>11.2</b>	<b>-11.1</b>	<b>27.0</b>	<b>32.8</b>	<b>36.4</b>	<b>38.8</b>	<b>38.8</b>	<b>39.5</b>	<b>40.9</b>	<b>38.5</b>
Dyskonto (%)	94%	83%	74%	65%	58%	51%	45%	40%	35%	31%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	9.4	9.3	-8.2	17.7	19.0	18.6	17.5	15.5	14.0	12.8	
Wartość FCF 2023-32E (PLNm)	126										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	118										
EV (PLNm)	244										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	2										
Dług netto (PLNm)	25										
<b>Wartość kapitału (PLNm)</b>	<b>217</b>										
Liczba akcji (m)	44.0										
<b>Wartość godziwa FV (PLN)</b>	<b>4.93</b>										

		WACC (%)				
		12.2%	12.7%	13.2%	13.7%	14.2%
Wzrost w okresie rezydual.	2.0%	4.93	4.80	4.69	4.58	4.49
	2.5%	5.07	4.93	4.80	4.69	4.58
	3.0%	5.22	5.07	<b>4.93</b>	4.80	4.69
	3.5%	5.39	5.22	5.07	4.93	4.80
	4.0%	5.59	5.39	5.22	5.07	4.93

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. SFD – Wyliczenia WACC

WACC	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Beta zalewarowana	1.9	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
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	16.4%	17.1%	16.3%	15.5%	14.9%	14.4%	14.3%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
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	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
% waga długu	36.1%	41.0%	35.3%	28.6%	23.0%	16.3%	14.5%	13.0%	11.7%	10.7%	10.7%
% waga kapitału	63.9%	59.0%	64.7%	71.4%	77.0%	83.7%	85.5%	87.0%	88.3%	89.3%	89.3%
<b>WACC</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena DDM

Tabela 5. SFD – Wycena DDM (PLNm)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Zysk netto (PLNm)	16.0	23.2	29.0	32.9	36.0	38.9	39.2	40.1	41.4	42.6	43.8
zmiana y/y	28%	45%	25%	14%	9%	8%	1%	2%	3%	3%	3%
Stopień wypłaty dywidendy (%)	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	88%
<b>Dywidenda wypłacona (PLNm)</b>	<b>2.2</b>	<b>5.6</b>	<b>8.1</b>	<b>10.1</b>	<b>11.5</b>	<b>12.6</b>	<b>13.6</b>	<b>13.7</b>	<b>14.0</b>	<b>14.5</b>	<b>37.5</b>
Kapitał własny (PLNm)	58.9	76.5	97.4	120.1	144.6	170.9	196.5	222.8	250.2	278.3	283.5
ROE (%)	30%	34%	33%	30%	27%	25%	21%	19%	18%	16%	25%
Koszt kapitału (%)	16%	17%	16%	16%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Współczynnik dyskontowy (%)	93%	79%	68%	60%	53%	48%	42%	37%	33%	29%	
Zdyskontowane dywidendy (PLNm)	2.0	4.4	5.6	6.1	6.1	6.0	5.7	5.1	4.6	4.2	
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3%										
Suma zdyskont. dywidend 2023-32E (PLNm)	50										
Wartość rezydualna (PLNm)	342										
Zdyskontowana wart. rezydualna (PLNm)	99										
<b>Wartość kapitału (PLNm)</b>	<b>149</b>										
Liczba akcji (m)	44.0										
<b>FV/akcję (PLN)</b>	<b>3.37</b>										

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą SFD do spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności, w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sprzedaż na lata 2023-25. Ze względu na różnice modeli biznesowych oraz skali działalności, nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 6. SFD – wycena porównawcza

Spółka	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Xiamen Kingdomway Group	20.5	17.1	19.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	3.0	2.9
Natural Food International Holding	6.9	5.8	5.2	0.9	0.3	n.a.	0.1	0.1	0.1
Naturhouse Group	11.6	11.6	10.9	6.7	6.6	6.4	2.0	2.1	2.1
Bellring Brands	28.4	23.6	19.4	17.1	15.0	12.9	3.5	3.1	2.8
Usana Health Sciences	20.2	17.2	n.a.	6.9	6.5	n.a.	0.9	0.9	n.a.
Herbalife Nutrition	5.2	3.9	3.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	0.7	0.7
Mediana	15.9	14.4	10.9	6.8	6.6	9.6	1.5	1.5	2.1
<b>SFD</b>	<b>11.6</b>	<b>8.0</b>	<b>6.4</b>	<b>8.5</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>
Premia/dyskonto (%)	-27%	-44%	-41%	25%	-12%	-49%	-64%	-70%	-79%
Implikowana wartość godziwa (PLN)	5.8	7.6	7.2	3.3	4.9	9.1	12.5	15.0	23.7
<b>Średnia implikowana FV/akcję (PLN)</b>	<b>6.30</b>								

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

# Prognozy finansowe

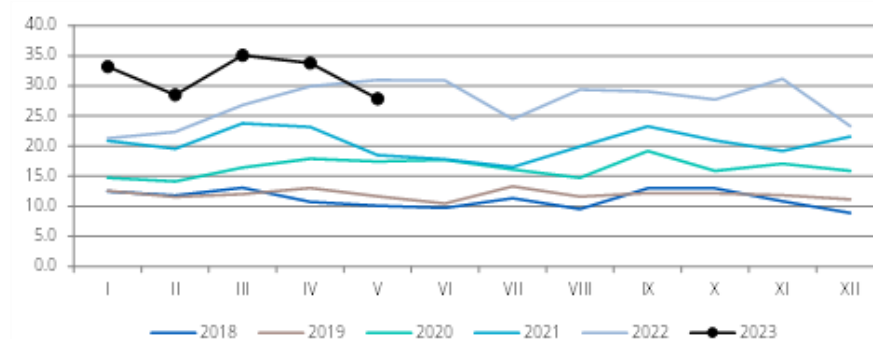
Tabela 1. SFD – zmiana prognoz finansowych (PLNm)

	2023E			2024E			2025E		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana
Przychody ze sprzedaży, w tym	386.3	386.3	0%	457.9	451.3	1%	526.6	511.4	3%
z produktów i usług	351.7	351.6	0%	424.0	417.3	2%	492.7	477.4	3%
z towarów i materiałów	34.6	34.7	0%	33.9	34.0	0%	33.9	34.0	0%
Koszty działalności operacyjnej	-365.1	-363.8	0%	-426.9	-422.1	1%	-488.4	-474.3	3%
Amortyzacja	-3.2	-4.3	-27%	-4.1	-7.2	-43%	-7.3	-8.5	-14%
Zużycie materiałów i energii	-224.3	-224.1	0%	-270.0	-265.1	2%	-313.3	-302.4	4%
Usługi obce	-70.1	-67.6	4%	-82.2	-78.1	5%	-93.5	-87.4	7%
Podatki i opłaty	-1.6	-1.6	1%	-1.9	-1.9	3%	-2.2	-2.1	4%
Wynagrodzenia	-34.7	-34.7	0%	-37.4	-38.1	-2%	-40.2	-41.4	-3%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	-6.0	-6.2	-4%	-6.4	-6.8	-6%	-6.9	-7.4	-7%
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.9	-0.9	3%	-1.1	-1.0	4%	-1.2	-1.2	6%
Wartość sprzedanych towarów i usług	-24.2	-24.3	0%	-23.8	-23.9	0%	-23.8	-23.9	0%
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>21.2</b>	<b>22.5</b>	<b>-6%</b>	<b>31.0</b>	<b>29.2</b>	<b>6%</b>	<b>38.1</b>	<b>37.1</b>	<b>3%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
<b>EBITDA</b>	<b>24.4</b>	<b>26.8</b>	<b>-9%</b>	<b>35.1</b>	<b>36.4</b>	<b>-4%</b>	<b>45.5</b>	<b>45.6</b>	<b>0%</b>
<b>EBIT</b>	<b>21.2</b>	<b>22.5</b>	<b>-6%</b>	<b>31.0</b>	<b>29.2</b>	<b>6%</b>	<b>38.1</b>	<b>37.1</b>	<b>3%</b>
Przychody finansowe	0.1	0.0	117%	0.2	0.0	392%	0.1	0.1	-19%
Koszty finansowe	-1.5	-1.5	0%	-2.4	-2.4	0%	-2.4	-2.4	0%
<b>Zysk brutto</b>	<b>19.7</b>	<b>21.0</b>	<b>-6%</b>	<b>28.7</b>	<b>26.8</b>	<b>7%</b>	<b>35.8</b>	<b>34.7</b>	<b>3%</b>
Podatek dochodowy	-3.8	-4.0	-6%	-5.4	-5.1	7%	-6.8	-6.6	3%
<b>Zysk netto</b>	<b>16.0</b>	<b>17.0</b>	<b>-6%</b>	<b>23.2</b>	<b>21.7</b>	<b>7%</b>	<b>29.0</b>	<b>28.1</b>	<b>3%</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Sprzedaż miesięczna SFD

Wykres 1. SFD – sprzedaż miesięczna (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

# Czynniki ryzyka

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

- **Ryzyko wzrostu kosztu materiałów i surowców.** Spółka oferuje produkty marek własnych oraz obcych. Ryzyko ograniczenia dostaw, wzrostu kosztu frachtu, wzrostu cen surowców i materiałów, mogą spowodować wzrost kosztów wytworzenia produktu, oraz presję na rentowność.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji.** Rynek odżywek i suplementów diety w Polsce wciąż pozostaje mocno rozdrobniony. Potencjalne nasilenie konkurencji, konsolidacja branży, spadek pozycjonowania sklepu SFD w wyszukiwaniach internetowych mogą negatywnie wpłynąć na poziom przychodów generowanych przez spółkę.
- **Ryzyko związane z odpowiedzialnością w zakresie ochrony zdrowia oraz ryzyko regulacji prawnych.** Ewentualne wprowadzenie przepisów prawnych może zmienić obowiązujące uwarunkowania dotyczące handlu suplementami diety, co może spowodować zmiany w asortymencie spółki. Obecnie Unia Europejska przymierza się do ustalenia minimalnych i maksymalnych dawek witamin i składników mineralnych, co mogłoby negatywnie wpłynąć na działalność spółki m.in. wprowadzenie dodatkowych badań (przejęcie nowych przepisów jest planowane na 1Q24). Dodatkowo, zgodnie z projektem planowanej nowelizacji ustawy o bezpieczeństwie żywności i żywienia, wprowadzone mogą zostać zmiany dotyczące reklamy suplementów diety, co może negatywnie wpłynąć na wolumeny sprzedaży.
- **Ryzyko makroekonomiczne.** Spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego może negatywnie wpłynąć na popyt na usługi i produkty spółki SFD.
- **Ryzyko działalności na rynkach zagranicznych.** W 2020r. spółka podjęła decyzję o rozpoczęciu sprzedaży internetowej w Czechach oraz na Słowacji. Wejście na nowe rynki może negatywnie wpłynąć na koszty spółki, związane przede wszystkim z transportem oraz marketingiem.
- **Ryzyko różnic kursowych.** Działalność spółki uzależniona jest od kursu EUR oraz USD, co jest związane z zakupami produktów importowanych m.in. z USA oraz sprzedażą produktów i towarów na rynkach europejskich.



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 rozpowszechniany 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 wewnętrzne regulacje zapewniające, 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: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., Molecule S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie 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 sporządzanie 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 dyskutowania 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:

Nil - 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 2023 – 31 marca 2023)

	Liczba	%
Kup	9	90%
Trzymaj	1	10%
Sprzedaj	0	0%
Suma	10	100%

#### Historia ratingów – SFD

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 6.50	PLN 4.69	Marek Szymański
13/12/2021	KUPUJ	PLN 5.51	PLN 3.90	Marek Szymański
04/07/2022	TRZYMAJ	PLN 2.94	PLN 2.80	Marek Szymański
02/03/2023	KUPUJ	PLN 4.15	PLN 3.55	Marek Szymański
29/06/2023	TRZYMAJ	PLN 4.54	PLN 4.23	Marek Szymański