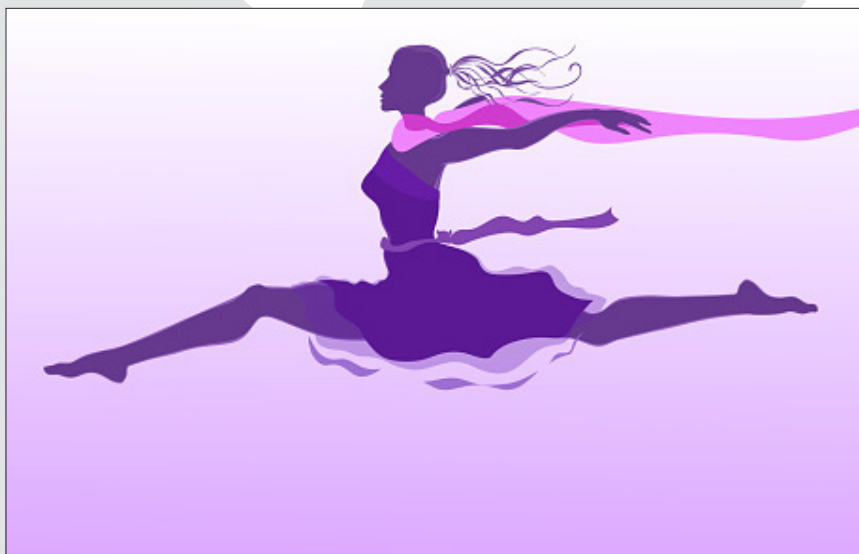


2/2021/IPO (65) 8 lipca 2021

Modern Commerce

Na zakupy... Moliera2, Mamissima



Analicy:
Jakub Viscardi
Sylwia Jaśkiewicz, CFA

2/2021/IPO (65) 8 lipca 2021

Analitycy: Jakub Viscardi,
j.viscardi@bossa.pl, tel.: +48 (22) 504 32 58
Sylwia Jaśkiewicz, CFA,
s.jaskiewicz@bossa.pl, tel.: +48 571 232 030

Modern Commerce

Strategią Modern Commerce, jako spółki holdingowej, jest budowanie wartości Grupy poprzez zrzeszanie podmiotów z branży *ecommerce*, które dzięki włączeniu do Grupy powinny zyskiwać na efektywnym zarządzaniu, a także synergiiach operacyjnych oraz ekonomii skali. Spółka, dzięki akwizycji Moliera2, jednego z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, obecnego zarówno *online*, jak i *offline*, chce zdobyć wiodącą pozycję na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium*.

Sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia urosła w Polsce 24% r/r w okresie styczeń – maj 2021 r., po 17% spadku r/r w 2020 r. Przy braku restrykcji związanych z pandemią w kolejnych miesiącach spodziewamy się znaczącego odbicia rynku w II poł. 2021 r. Krajowy rynek *ecommerce* w segmencie *fashion & footwear* ma rosnać w latach 2021-26P z CAGR wynoszącym 12%. Wydaje się, że sukces w branży detalicznej będzie przynosiła integracja wszystkich kanałów sprzedażowych, a rosąca wartość dochodu rozporządzalnego powinna wspierać popyt na dobra segmentu *premium*.

Aktualnie Spółka posiada: (i) Złote Wyprzedaże (wyprzedażowy sklep *online* z markami *premium*), (ii) 50% udział w Mamissima (sklep z akcesoriami i zabawkami dla dzieci) oraz (iii) mniejszościowy pakiet w Rebel Tang (*food-tech*) i pracuje nad akwizycją 80% udziału właściciela Moliera2, by z czasem zwiększyć swój udział do 100%. Ponadto planuje zwiększenie zaangażowania w Mamissima do 100%.

Moliera2 jest jednym z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, który przyciąga klientów zdywersyfikowaną ofertą oraz obecnością w kanałach zarówno *offline* (7 butików), jak i *online*. Ponad dziesięcioletnia obecność Moliera2 w segmencie *online* owocuje dobrą pozycją marketingową wśród krajowych detalistów w segmencie luksusowym.

Dzięki przejściom Grupa chce znacząco poprawić wyniki finansowe. EBITDA ma urosnąć z ponad 8 mln zł w 2021P (pro-forma) do blisko 30 mln zł w 2024P. Główne synergii wynikające z akwizycji mają się pojawić w obszarach: (i) zespołu pracowników, (ii) unifikacji strategii sprzedażowej przy braku kanibalizacji oferty, (iii) marketingu (spojrzenie na wszystkie biznesy z punktu widzenia najsilniejszej marki Grupy, czyli Moliera2), (iv) logistyki oraz (v) promocji i skalowania usług *marketplace*.

Planowana emisja akcji serii O powinna pozwolić Spółce na nabycie 60% udziału IT Fashion Polska Group & Partners i realizację innych projektów inwestycyjnych. Wartość Spółki, zakładając realizację strategii (Moliera2, Mamissima, wpływy

Sektor: Dobra podstawowe i konsumenckie

Dane podstawowe

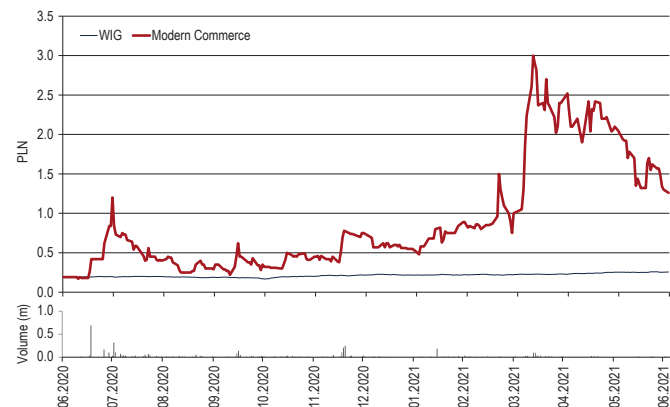
PSR skonsolidowane	2020	2021P	2021P pro-forma	2022P	2023P	
Sprzedaż	mln zł	15,4	67,6	128,3	166,1	214,2
EBITDA	mln zł	13,9	3,5	8,7	14,2	21,2
EBIT	mln zł	13,5	2,7	7,1	11,9	18,1
Zysk netto	mln zł	13,0	2,0	5,1	9,7	14,6
Dług netto	mln zł	0,9	-9,7	-13,9	2,3	8,0
Net debt/ EBITDA	x	0,1	-2,7	-1,6	0,2	0,4
P/E	x	7,2	117,1	45,6	23,9	15,9
P/CE	x	7,0	82,7	34,4	19,3	13,0
EV/EBITDA	x	6,9	62,8	25,0	16,6	11,3
EV/EBIT	x	7,1	81,8	30,8	19,8	13,3
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	zł	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Uwzględniamy Moliera2, Mamissimę i wpływy netto z emisji akcji w kwocie 80 mln zł.

Wskaźniki wyliczone przy wycenie Spółki wynoszącej 232 mln zł.

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Kurs akcji spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja wyników finansowych za II kw. 2021: 12 sierpnia 2021
2. Publikacja wyników finansowych za III kw. 2021: 10 listopada 2021

Katalizatory

1. Atrakcyjne marki/ kolekcje
2. Wzrost bazy klientów
3. Poszerzenie charakterystyki docelowego klienta
4. Wzrost wartości średniego koszyka
5. Wzrost sprzedaży z porównywalnego metra
6. Integracja sprzedaży tradycyjnej i internetowej
7. Rozwój marki własnej
8. Integracja spółek z Grupy
9. Synergii sprzedażowe/ marketingowe/ logistyczne/ technologiczne
10. Ekspansja geograficzna
11. Stabilne kursy walutowe

Czynniki ryzyka

1. Brak realizacji strategii
2. Pogorszenie rozpoznawalności i siły marek
3. Utrata klientów/ brak nowych
4. Pogorszenie jakości oferty
5. Problemy technologiczne
6. Nietrzymanie tempa szybkiemu rozwojowi nowych technologii
7. Nadmierne zapasy
8. Nieterminowe dostawy
9. Błędy w strategii marketingowej
10. Niedoścadowanie zwrotów zamówień
11. Uzależnienie od zewnętrznych dostawców usług płatniczych
12. Utrata kluczowych pracowników/ dostawców
13. Osłabienie pozycji konkurencyjnej
14. Naruszenie przepisów RODO
15. Wzrost stóp procentowych
16. Zmienność kursów walutowych

netto z emisji akcji w kwocie 80 mln zł), szacujemy w przedziale 195 mln zł – 300 mln zł w wycenie metodą DCF FCFF i 130 mln zł – 296 mln zł w wycenie metodą porównawczą.

Spis treści

1. Opinia inwestycyjna	4
2. Wycena Spółki	6
3. Otoczenie rynkowe	9
3.1. Sytuacja makroekonomiczna w Polsce	9
3.2. Sytuacja makroekonomiczna w UE	10
3.3. Rynek odzieży i obuwia	11
3.4. Rynek ecommerce	15
3.5. Rynek dóbr luksusowych	19
3.6. Rynek odzieży luksusowej w Polsce	22
3.7. Gracze na krajowym rynku ecommerce	25
4. Historia Spółki, akcjonariat	27
5. Cele emisji akcji serii O	31
6. Strategia rozwoju	32
7. Model biznesowy	35
7.1. Złote Wyprzedaże	36
7.2. Mamissima	39
7.3. Rebel Tang	40
7.4. Moliera2	42
8. Wyniki i prognozy finansowe	45
9. Sprawozdania finansowe (PSR; skonsolidowane) ..	48

1. Opinia inwestycyjna

- ▲ Sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia urosła na krajowym rynku 24% r/r w okresie styczeń – maj 2021 r., po 17% spadku r/r w 2020 r. Przy braku restrykcji związanych z pandemią w kolejnych miesiącach spodziewamy się znaczącego odbicia rynku w II poł. 2021 r.
- ▲ Według PwC, rynek *ecommerce* w segmencie *fashion & footwear* w Polsce w latach 2021-26P będzie rósł z CAGR wynoszącym 12%, wobec CAGR w wysokości 21% w latach 2017-20.
- ▲ Grupa powinna być beneficjentem konwergencji zachowań Polaków w kierunku obserwowanych w UE, a co za tym idzie, spodziewamy się rosnącego zainteresowania dobrami z wyższej półki cenowej.
- ▲ Dzięki akwizycji marki Moliera2, jednego z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, obecnego zarówno *offline* jak i *online*, Grupa chce osiągnąć wiodącą pozycję na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium*.
- ▲ Wartość Spółki, zakładając realizację strategii i wpływy z emisji akcji serii O, szacujemy w przedziale 195 mln zł – 300 mln zł w wycenie metodą DCF FCFF i 130 mln zł – 296 mln zł w wycenie metodą porównawczą.

Rynek *fashion*

Rynek *fashion* mocno odczuł pandemię SARS-CoV-2, która doprowadziła do spadku światowego popytu na odzież o 19% r/r w 2020 r. Według GUS, sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia spadła 17% r/r w Polsce w 2020 r., natomiast w okresie od stycznia do maja 2021 r. zanotowała wzrost o 24% r/r. Zakładając brak restrykcji związanych z pandemią w kolejnych miesiącach spodziewamy się znaczącego odbicia rynku w II poł. 2021 r.

Rynek *ecommerce*

Zgodnie z szacunkami Statista, rynek *ecommerce* w Europie ma osiągnąć wartość 412 mld EUR w 2021, rosnąc 10% r/r, a CAGR w latach 2021-25 prognozowany jest na 5%. Według PwC, rynek *ecommerce* w Polsce będzie rósł z CAGR wynoszącym 12% w latach 2021-2026P wobec 23% w okresie 2017-20. W latach 2021-26P CAGR rynku w segmencie *online fashion & footwear* szacowany jest na 12% wobec 2017-2020 CAGR w wysokości 21%.

Rynek dóbr luksusowych

Wartość rynku dóbr luksusowych wyniosła w Polsce 0,7 mld EUR w 2019 r., czyli znacząco poniżej wartości rynków krajów Europy Zachodniej w przeliczeniu na mieszkańca. Spodziewany w latach 2019-24P CAGR tego rynku wynosi 5%. Pandemia zaburzyła krótkoterminowe prognozy dynamiki rynku dóbr luksusowych powodując jego spadek na wiosnę 2020 r., jednakże w miarę odmrażania działalności gospodarczej obserwowany jest wzmożony popyt.

Ecommerce: dobra luksusowe

Ambicją Grupy jest wejście do grona czołowych graczy polskiej sceny *ecommerce* sklepów luksusowych. Aktualnie Spółka posiada (i) 100% w Złote Wyprzedaże, (ii) 50% w Mamissima oraz (iii) 22% w Rebel Tang (nie odzwierciedlone jeszcze w KRS) i pracuje nad akwizycją 80% udziału właściciela Moliera2, by z czasem zwiększyć swój udział do 100% (100% za 100 mln zł). Ponadto planuje zwiększyć zaangażowanie w Mamissima do 100%.

Złote Wyprzedaże

Złote Wyprzedaże to jeden z większych wielomarkowych graczy na krajowym rynku *ecommerce*, którego model biznesowy opiera się na *flash-sale*. Po zakończeniu współpracy z Vente-Privée Group rozpoczął się proces przemodelowania firmy, który trwa do dziś.

Mamissima

Mamissima jest sklepem internetowym oferującym szeroki przekrój marek wyższych segmentów dedykowanych dzieciom i ich rodzicom. Spółka zamierza poszerzyć ofertę o markę własną.

Rebel Tang	Rebel Tang jest młodą spółką, pionierem na rynku <i>Cloud Kitchen</i> w Polsce, oferującą swoje innowacyjne rozwiązania VRaaS (<i>Virtual Restaurant as a service</i>) w celu efektywnego wykorzystania zasobów restauracji i poszerzenia możliwości generowania strumieni przychodów w jeszcze nieeksplorowanych obszarach.
Moliera 2	Moliera2 to jeden z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, który przyciąga klientów zdedykowaną ofertą i obecnością zarówno <i>offline</i> , jak i <i>online</i> . Ponad dziesięcioletnia obecność spółki w segmencie <i>online</i> owocuje dobrą pozycją marketingową wśród krajowych detalistów w segmencie luksusowym.
Akwizycje	Dzięki akwizycjom Grupa chce znacząco poprawić wyniki finansowe: (i) pro-forma łączne przychody planowane na 128 mln zł w 2021P mają wzrosnąć do 260 mln zł skonsolidowanych przychodów w 2024P, a (ii) EBITDA ma urosnąć z ponad 8 mln zł w 2021P do blisko 30 mln zł w 2024P.
Synergie	Główne synergie wynikające z akwizycji mają się pojawić w obszarach: (i) zespołu pracowników, (ii) unifikacji strategii sprzedażowej, przy braku kanibalizacji oferty, (iii) marketingu (spojrzenie na wszystkie biznesy z punktu widzenia najsilniejszej marki Grupy, czyli Moliera2), (iv) logistyki oraz (v) promocji i skalowania usług <i>marketplace</i> .
Emisja akcji	Planowana emisja akcji serii O powinna pozwolić Spółce na nabycie 60% udziału w spółce IT Fashion Polska Group & Partners i realizację innych projektów inwestycyjnych.
Wycena metodą DCF FCFF i porównawczą	Wartość Spółki, po uwzględnieniu emisji akcji serii O, szacujemy w przedziale 195 mln zł – 300 mln zł w wycenie metodą DCF FCFF i 130 mln zł – 296 mln zł w wycenie metodą porównawczą.
Ryzyka	Oceniamy, że głównymi czynnikami ryzyka dla Spółki są: (i) niewłaściwy dobór kolekcji, (ii) utrata kluczowych dostawców i pracowników, (iii) pojawienie się dużego konkurenta, (iv) awaria systemów informatycznych, (v) bardzo szybkie zmiany technologiczne oraz (vi) gwałtowne zmiany kursów walut.

2. Wycena Spółki

- ▲ Wyceniliśmy Spółkę dwiema metodami DCF FCFF i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales, P/E, P/CE, P/Sales.
- ▲ Wartość Spółki, po przeprowadzonej emisji akcji serii O, szacujemy w przedziale 195 mln zł – 300 mln zł w wycenie metodą DCF FCFF i 130 mln zł – 296 mln zł w wycenie metodą porównawczą.
- ▲ Transakcje na rynku *ecommerce*, które miały miejsce w ostatnim czasie implikują średni wskaźnik EV/EBITDA na poziomie 26,0x, natomiast wg naszych prognoz Moliera2.com jest przejmowane przy wskaźniku EV/EBITDA 13,8x (2021P pro-forma).

Metody wyceny

Wyceny Spółki dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales, P/E, P/CE i P/Sales spółek z sektora *ecommerce*.

DCF FCFF

Do konstrukcji modelu DCF FCFF przyjęliśmy następujące założenia: (i) premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 6,5%, (ii) stopę wolną od ryzyka w wysokości 2%, (iii) wzrost rezydualny na poziomie 2,5% (w scenariuszu bazowym), (iv) betę niezadużoną na poziomie 1,0 (podczas gdy mediana dla spółek porównywalnych wynosi 0,93), (v) konsolidację Moliera2.com od sierpnia 2021, oraz 100% Mamissimy oraz 28% Rebel Tang.

Oczekiwane wpływy z emisji netto na poziomie 80 mln zł

Zakładamy wpływy z emisji netto na poziomie 80 milionów, gdyż jest to kwota, która naszym zdaniem powinna pozwolić Spółce: (i) nabyć 60% udziałów w IT Fashion Polska Group & Partners, (ii) zwiększyć płynność i zasilić kapitał obrotowy oraz (iii) zezwolić na realizację innych projektów inwestycyjno-rozwojowych w obrębie platform e-commerce, które znajdują się w posiadaniu Grupy.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość Spółki w przedziale 195 mln zł – 300 mln zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym.

Tabela 1. Modern Commerce; Zdyskontowane przepływy pieniężne

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Koszt kapitału własnego								
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko na rynku akcji	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lewarowana beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wymagana stopa zwrotu	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu								
Koszt długu przed opodatkowaniem	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Stawka CIT	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)								
Udział kapitału akcyjnego	96%	95%	95%	95%	97%	100%	100%	100%
Udział długu	4%	5%	5%	5%	3%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Prognozy finansowe (mln zł)								
Sprzedaż	67,6	166,1	214,2	275,7	346,2	427,3	521,4	625,4
Zmiana r/r	339,2%	145,7%	28,9%	28,7%	25,6%	23,4%	22,0%	20,0%
EBIT	2,7	11,9	18,1	24,9	30,2	36,2	42,8	50,7
Zmiana r/r	-79,8%	335,1%	52,3%	38,0%	21,1%	19,9%	18,2%	18,5%
NOPLAT	2,2	9,6	14,6	20,2	24,4	29,3	34,6	41,1
Zmiana r/r	-76,3%	335,1%	52,3%	38,0%	21,1%	19,9%	18,2%	18,5%
Amortyzacja	0,8	2,3	3,2	4,2	5,5	7,0	8,8	8,8
Zmiana kapitału pracującego	-3,6	-5,9	-6,8	-11,0	-12,7	-14,6	-16,9	-18,7
Wydatki inwestycyjne	-3,0	-5,0	-6,4	-8,3	-10,4	-12,8	-15,6	-9,1
Wydatki na przejęcia	-60,0	-10,0	-10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody z emisji akcji	80,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCFF	16,4	-8,9	-5,4	5,1	6,8	8,9	10,8	22,1
PV of FCFF	15,7	-7,9	-4,4	3,8	4,7	5,7	6,4	12,0

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 2. Modern Commerce; Wycena metodą DCF FCFF (mln zł)

Wzrost FCFF w okresie rezydualnym	2,5%
WACC w okresie rezydualnym	8,5%
Wartość rezydualna	376,7
Bieżąca wartość wartości rezydualnej	204,6
Bieżąca wartość FCFF	36,1
Wartość firmy	240,6
Zadłużenie netto	5,6
Dywidenda	0,0
Wartość kapitału akcyjnego	235,1

Źródło: DM BOŚ SA

Tabela 3. Modern Commerce; Wrażliwość na WACC i wzrost w okresie rezydualnym (mln zł)

Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	8,1%	8,3%	8,5%	8,7%	8,9%
1,5%	214,7	209,2	204,1	199,3	194,7
2,0%	230,7	224,4	218,4	212,8	207,5
2,5%	249,7	242,1	235,1	228,5	222,3
3,0%	272,3	263,2	254,7	246,9	239,5
3,5%	299,9	288,7	278,4	268,8	260,0

Źródło: DM BOŚ SA

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na spółkach działających w sektorze *ecommerce*. Z uwagi na skalę działania Spółka powinna być, naszym zdaniem, notowana z dyskontem do grupy porównawczej (przyjmujemy dyskonto 20%). W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales, P/E, P/CE oraz P/Sales na lata 2021, 2022 i 2023. Oszacowana w ten sposób wartość Spółki mieści się w przedziale 130 mln zł – 296 mln zł.

Tabela 4. Modern Commerce; Wycena porównawcza

Spółka	EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/S			P/E			P/CE			P/S		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ZALANDO	37,9	32,2	25,3	59,9	51,9	38,6	2,5	2,1	1,8	99,2	83,8	62,9	60,3	49,4	37,6	2,6	2,2	1,8
ASOS	16,2	14,5	12,2	27,5	26,0	20,9	1,4	1,1	1,0	33,6	31,6	26,4	22,2	19,4	16,5	1,3	1,1	1,0
BOOHOO	21,9	17,9	14,0	26,1	22,5	17,5	2,2	1,7	1,3	36,9	28,8	23,3	29,5	22,8	17,3	2,3	1,8	1,4
BOOZT	24,6	20,1	17,0	35,8	28,5	23,3	2,2	1,9	1,6	48,9	39,2	31,9	31,5	26,1	22,1	2,3	2,0	1,7
ALIBABA	17,1	16,9	13,4	26,9	25,5	19,1	4,8	3,6	3,0	21,5	22,7	18,5	2,9	2,9	2,4	5,4	4,1	3,4
AMAZON	23,3	18,9	14,9	53,3	36,9	25,2	3,7	3,1	2,6	51,0	40,9	29,3	26,0	21,3	17,3	3,6	3,0	2,6
EBAY	12,6	11,5	10,8	14,7	13,4	12,7	4,3	4,0	3,8	17,7	15,5	13,8	14,5	13,2	12,3	4,0	3,7	3,5
ADDCN	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	5,7	5,5	b.d.	15,8	15,2	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	6,2	6,0	b.d.
ZOZO	24,1	21,2	18,9	25,5	22,3	20,1	7,5	6,7	6,2	37,6	32,4	28,9	35,6	31,0	27,7	7,8	7,0	6,4
GOOGLE	17,1	14,9	12,9	24,2	20,6	17,1	8,1	7,0	6,0	25,8	23,5	19,2	21,7	19,7	16,6	8,7	7,4	6,4
VIPSHOP	7,4	6,3	5,3	8,9	7,4	6,3	0,5	0,5	0,4	11,4	9,7	8,5	1,5	1,3	1,1	0,7	0,6	0,5
OVERSTOCK	23,8	19,9	17,8	33,6	26,7	b.d.	1,2	1,1	1,0	38,7	33,8	33,7	b.d.	b.d.	b.d.	1,3	1,2	1,1
SHOWROOMPRIVE	8,6	8,2	7,8	13,8	13,0	12,1	0,5	0,5	0,5	21,8	19,4	18,3	11,6	11,3	b.d.	0,5	0,5	0,5
JD.com	35,3	23,1	15,5	76,4	39,4	23,4	0,7	0,6	0,5	55,6	35,4	24,1	5,6	3,8	2,7	0,8	0,7	0,6
B2W DIGITAL	34,9	23,7	14,9	50,5	28,1	17,3	2,7	2,1	1,4	b.d.	n.m.	n.m.	73,1	50,3	41,1	2,8	2,2	1,5
WAYFAIR	37,2	27,3	18,9	96,9	53,8	29,1	2,1	1,7	1,5	72,2	46,1	32,5	37,7	27,2	20,8	2,0	1,6	1,4
ALLEGRO	35,2	29,4	24,0	46,5	37,8	29,8	14,3	11,4	10,7	60,1	48,9	38,4	b.d.	b.d.	b.d.	13,5	10,8	10,1
ANSWEAR	19,0	15,4	13,2	24,4	19,1	13,9	1,2	0,9	0,8	28,5	22,0	18,3	b.d.	b.d.	b.d.	1,0	0,8	0,7
Mediana	23,3	18,9	14,9	27,5	26,0	19,6	2,4	2,0	1,5	36,9	31,6	25,2	24,1	20,5	17,3	2,5	2,1	1,5
Modern Commerce*	25,0	16,6	11,3	30,8	19,8	13,3	1,7	1,4	1,1	45,6	23,9	15,9	34,4	19,3	13,0	1,8	1,4	1,1
Implikowana wycena Modern Commerce (zł)	217,7	265,9	307,8	209,0	306,2	345,9	318,2	329,0	306,3	188,0	307,5	369,4	162,7	247,1	307,4	315,9	344,1	323,3
Średnia implikowana wycena Modern Commerce (zł)	287,3																	
Średnia implikowana wycena Modern Commerce z 20% dyskontem (zł)	229,8																	
Minimalna implikowana wycena Modern Commerce z 20% dyskontem (zł)	130,1																	
Maksymalna implikowana wycena Modern Commerce z 20% dyskontem (zł)	295,5																	

* 2021P pro-forma, PSR skonsolidowane

Wskaźniki obliczone w oparciu o implikowaną cenę emisyjną akcji serii O.

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 5. Modern Commerce; Stopy wydatków inwestycyjnych, rentowności i wzrostu zysków

Spółka	Wydatki inwestycyjne/S			marża EBITDA			marża EBIT			marża zysku netto			EBITDA		ZN 2021-23P CAGR
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021-23P	CAGR	
ZALANDO	3,9%	4,1%	4,0%	6,7%	6,6%	7,1%	4,3%	4,1%	4,6%	2,6%	2,6%	3,0%	22%	26%	
ASOS	4,7%	4,5%	4,0%	8,3%	7,9%	8,3%	4,9%	4,4%	4,8%	3,8%	3,5%	3,7%	15%	15%	
BOOHOO	5,1%	8,6%	4,8%	9,9%	9,3%	9,5%	8,3%	7,4%	7,6%	6,5%	6,1%	6,2%	25%	25%	
BOOZT	3,9%	3,1%	2,7%	8,9%	9,3%	9,6%	6,1%	6,5%	7,0%	4,9%	5,2%	5,6%	20%	24%	
ALIBABA	8,8%	6,9%	7,3%	28,0%	21,5%	22,5%	17,8%	14,3%	15,7%	25,5%	18,4%	18,9%	13%	9%	
AMAZON	7,8%	6,7%	6,4%	15,4%	16,0%	17,3%	6,9%	8,4%	10,5%	7,6%	8,2%	9,1%	25%	29%	
EBAY	4,1%	4,2%	4,2%	33,6%	34,3%	34,5%	29,0%	29,8%	29,7%	22,4%	23,2%	23,5%	8%	9%	
ADDCN	3,5%	3,4%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	39,6%	39,7%	b.d.	b.d.	b.d.	
ZOZO	2,3%	2,4%	2,3%	31,0%	31,8%	32,7%	29,4%	30,2%	30,8%	20,3%	21,1%	21,7%	13%	14%	
GOOGLE	13,6%	12,5%	11,6%	47,1%	46,4%	46,0%	33,7%	33,8%	34,9%	33,9%	31,4%	32,4%	15%	14%	
VIPSHOP	2,4%	2,0%	1,8%	7,2%	7,4%	7,7%	6,2%	6,5%	6,7%	6,0%	6,2%	6,3%	18%	18%	
OVERSTOCK	0,6%	0,5%	0,6%	5,1%	5,3%	5,7%	3,6%	4,0%	b.d.	3,6%	3,7%	3,5%	15%	7%	
SHOWROOMPRIVE	0,9%	0,9%	b.d.	6,1%	6,1%	6,2%	3,8%	3,9%	4,0%	2,5%	2,6%	2,7%	5%	7%	
JD.com	1,5%	1,4%	1,3%	2,0%	2,5%	3,2%	1,0%	1,5%	2,1%	1,5%	2,0%	2,5%	51%	57%	
B2W DIGITAL	5,4%	6,4%	4,6%	7,6%	9,0%	9,6%	5,2%	7,6%	8,3%	neg.	0,1%	0,4%	53%	b.d.	
WAYFAIR	1,8%	1,8%	1,7%	5,4%	6,1%	7,5%	2,1%	3,2%	5,0%	3,2%	4,1%	4,8%	40%	46%	
ALLEGRO	11,8%	12,5%	13,0%	40,6%	38,9%	44,5%	30,8%	30,2%	35,8%	22,5%	22,8%	26,3%	21%	25%	
ANSWEAR	2,3%	1,0%	1,0%	6,2%	6,0%	6,0%	4,8%	4,8%	5,7%	3,6%	3,7%	3,8%	20%	25%	
Mediana	3,9%	3,7%	4,0%	8,3%	9,0%	9,5%	6,1%	6,5%	7,3%	6,0%	5,7%	5,6%	20%	21%	
Modern Commerce*	3,0%	3,0%	3,0%	5,2%	8,5%	9,9%	4,0%	7,1%	8,4%	2,9%	5,9%	6,8%	78%	90%	

* 2021P pro-forma

Źródło: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 6. Modern Commerce; Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Przedział wyceny (mln zł)		
	Min	Wartość średnia	Max
DCF FCFF	194,7	235,1	299,9
Wycena porównawcza	130,1	229,8	295,5
Średnia	162,4	232,4	297,7

Źródło: DM BOŚ SA

Transakcje na rynku e-commerce

Transakcje na rynku *ecommerce*, które miały miejsce w ostatnim czasie implikują średni wskaźnik EV/EVITDA na poziomie 26,0x, natomiast wg naszych prognoz Moliera2.com jest przejmowany na wskaźniku EV/EBITDA 13,8x (2021P pro-forma).

Tabela 7. Transakcje na rynku e-commerce

Cel przejęcia	Kupujący/ IPO	Data	Warunki transakcji	Opis
InPost	IPO	27.01.2021	EV: ~37,2 mld zł	InPost; częściowe wyjście przez IPO poprzedniego właściciela Advent International; EV/EBITDA: ~37,4x firma świadczy usługi dostaw przesyłek w Polsce dla sprzedawców działających na EV/Sales: ~15x Allegro i innych platformach handlu internetowego
Answear	IPO	08.01.2021	EV: ~442 mln zł	Answear.com to firma <i>ecommerce</i> założona w 2011 r. zajmująca się sprzedażą EV/EBITDA: ~14,6x markowej odzieży, obuwiu i akcesoriów; firma działa obecnie w 7 krajach Europy EV/Sales: ~1,1x Środkowo-Wschodniej i oferuje około 90 tys. produktów ponad 350 marek
eobuwie.pl	Cyfrowy Polsat InPost	31.03.2021	EV: ~5,3 mld zł	Umowy z Cyfrowym Polsatem i A&R Investments (funduszem będącym akcjonariuszem EV/EBITDA: ~21,4x m.in. InPost) dotyczące akwizycji po 10% akcji eobuwie.pl EV/Sales: ~2,2x
Allegro	IPO	12.10.2021	EV: ~48,3 mld zł	Allegro.eu, globalna platforma <i>ecommerce</i> z pierwszej dziesiątki oraz wiodąca EV/EBITDA: ~30,5x i najbardziej rozpoznawalna platforma w Polsce, zadebiutowała na GPW w wyniku EV/Sales: ~12,1x częściowego wyjścia z grupy funduszy Cinven, Permira i Mid Europa Partners
Średni EV/EBITDA 26.0x				

Źródło: InPost, Answear, CCC, Allegro, DM BOŚ SA

3. Otoczenie rynkowe

- ▲ Dużym zawirowaniem na rynku *fashion* była pandemia SARS-CoV-2, która doprowadziła do spadku światowego rynku odzieży o 19% r/r w 2020 r. Według GUS, sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia spadła w 2020 r. o 17% r/r w Polsce, natomiast w okresie od stycznia do maja 2021 zanotowała wzrost o 24% r/r (w cenach bieżących). Przy braku restrykcji związanych z pandemią w kolejnych miesiącach spodziewamy się znaczącego odbicia rynku w II poł. 2021 r.
- ▲ Zgodnie z szacunkami Statista, rynek *ecommerce* w Europie ma osiągnąć wartość 412 mld EUR w 2021 r., rosnąc 10% r/r, a w latach 2021-25 CAGR tego rynku prognozowany jest na 5%.
- ▲ Według PwC, rynek *ecommerce* w Polsce będzie rósł w latach 2021-26P z CAGR wynoszącym 12% wobec 23% w latach 2017-2020. W segmencie *online fashion & footwear* w latach 2021-26P CAGR ma wynieść 12%, wobec 21% w okresie 2017-20.
- ▲ Wartość krajowego rynku dóbr luksusowych wyniosła 0,7 mld EUR w 2019 r., czyli dość mało w przeliczeniu na osobę w porównaniu do takich krajów jak Niemcy, Francja, Wielka Brytania czy Włochy. Spodziewany w latach 2019-24 CAGR tego rynku wynosi 5%. Pandemia zaburzyła krótkoterminowe prognozy dynamiki rynku. Jego wartość spadła na wiosnę 2020 r., jednakże w miarę przywracania działalności gospodarczej należy spodziewać się wzmożonego popytu.

3.1. Sytuacja makroekonomiczna w Polsce

Wzrost PKB

Polska gospodarka rozwijała się dynamicznie w ostatnich latach, a wzrost PKB przekraczał 5,1%/ 4,1% r/r w 2018/ 2019, osiągając najwyższy poziom od 2007 r. Okazała się ona odporna na spowolnienie gospodarcze w strefie euro czy niepewność związaną z wyjściem Wielkiej Brytanii z UE. Rozwój gospodarczy był napędzany głównie przez konsumpcję.

Recesja wywołana pandemią wirusa SARS-CoV-2 była w Polsce wyraźnie mniej bolesna niż w UE. Wybuch pandemii w marcu 2020 r. spowodował konieczność wprowadzenia restrykcji, które ograniczyły działalność gospodarczą. W efekcie PKB spadł o -2,7% r/r w 2020 r. w Polsce wobec średniej UE w wysokości -6,1%. Odnotowano wyraźny spadek popytu krajowego (-3,7% r/r), a komponentem PKB, który najbardziej ucierpiał, były inwestycje (-8,3% r/r).

Spadek PKB w I kw. 2021 wyniósł -0,9%. Odnotowano niewielkie wzrosty popytu krajowego i inwestycji w tym okresie. Dodatkowo dynamika wynagrodzeń przyspieszyła w porównaniu z 2020 r., a inflacja wyniosła 2,7%.

W najbliższych kwartałach oczekiwane jest w Polsce wyraźne ożywienie gospodarcze ze wzrostem PKB wynoszącym 8,8%/ 3,1%/ 5,9% r/r w II kw./ III kw./ IV kw. 2021P. Zarówno popyt krajowy, inwestycje, jak i wynagrodzenia mają rosnąć w wysokim jednocyfrowym tempie.

Tabela 8. Wskaźniki makroekonomiczne w Polsce wraz z prognozami

	2018	2019	2020	I kw. 2021	II kw. 2021P	III kw. 2021P	IV kw. 2021P
PKB (r/r)	5,1%	4,1%	-2,7%	-0,9%	8,8%	3,1%	5,9%
Popyt krajowy (r/r)	5,5%	3,0%	-3,7%	1,0%	8,5%	3,6%	6,0%
Inwestycje (r/r)	8,7%	7,2%	-8,3%	1,3%	3,9%	5,5%	6,9%
Inflacja CPI (r/r)	1,6%	2,3%	3,4%	2,7%	4,1%	3,9%	4,2%
Wynagrodzenia (r/r)	7,2%	7,2%	5,0%	6,6%	8,9%	5,2%	5,7%
Stopa bezrobocia	3,8%	3,3%	3,1%	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.

Źródło: NBP, BOŚ Bank

Inflacja

Inflacja pozostawała na umiarkowanym poziomie w ostatnich latach, jednak w czasie pandemii zaobserwowano jej wyraźny wzrost. W 2020 r. wyniosła ona ponad 3,4%, blisko maksymalnego dopuszczalnego odchylenia NBP. Obecne prognozy przewidują osiągnięcie poziomu 4% w najbliższych kwartałach.

Bezrobocie

Polska w latach 2005-20 odnotowała największy spadek odsetka osób bezrobotnych (stopa bezrobocia spadła z 17,8% w 2005 r. do 3,1% w 2020 r.). Zgodnie z danymi NBP, poziom bezrobocia nie uległ pogorszeniu w wyniku pandemii, miał miejsce jednak spadek dynamiki wynagrodzeń.

Wynagrodzenia i dochód rozporządzalny

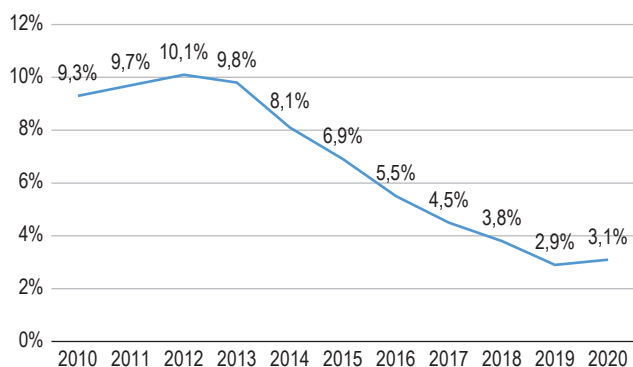
Przeciętne wynagrodzenie rośnie w Polsce regularnie od wielu lat – średnioroczny wzrost w latach 2010 – 2020 wyniósł 4,8%, przy czym w latach 2018 i 2019 wynosił odpowiednio aż 7,5% i 7,2% r/r. Dynamika wynagrodzeń zwolniła na początku pandemii, jednak od I kw. 2021 r. znów zaczęła przyspieszać i wyniosła 6,6% r/r.

Dochód rozporządzalny na osobę rośnie od lat w podobnym tempie co wynagrodzenia. W 2020 r. pomimo pandemii wzrost on o 5,5% r/r i wyniósł 1 919 zł.

Stopy procentowe

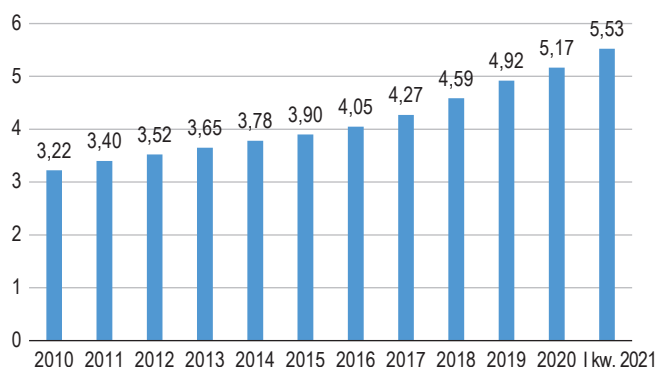
Rada Polityki Pieniężnej postanowiła obniżyć stopę referencyjną NBP z 1,5% do 0,1% w związku z wybuchem pandemii. Dodatkowo uruchomiono program skupu skarbowych papierów wartościowych i dłużnych papierów wartościowych Skarbu Państwa na rynku wtórnym. Oczekuje się, że stopy procentowe pozostaną na dotychczasowym poziomie przez najbliższe kwartały. Konsensus PAP przewiduje podwyżki stóp procentowych w II połowie 2022 r.

Wykres 1. Polska; Stopa bezrobocia



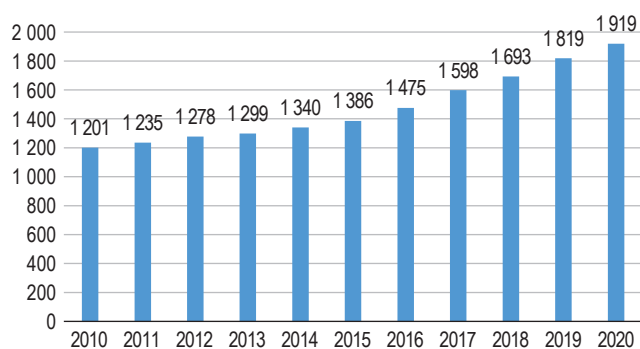
Źródło: GUS

Wykres 2. Polska; Przeciętne wynagrodzenie (tys. zł)



Źródło: GUS

Wykres 3. Polska; Przeciętny dochód rozporządzalny



Źródło: GUS

3.2. Sytuacja makroekonomiczna w UE

PKB

W ostatnich latach gospodarka UE rozwijała się w stabilnym, aczkolwiek powolnym tempie. W 2018/2019 wzrost gospodarczy wyniósł 2,1%/ 1,6% r/r. Wybuch pandemii spowodował konieczność wprowadzenia obostrzeń, co miało poważne skutki gospodarcze. Szacuje się, że gospodarka UE skurczyła się o -6,1% r/r w 2020 r. W podobnym stopniu zmniejszyły się popyt wewnętrzny (-7,4% r/r) i inwestycje (-7,4% r/r). Spadki okazały się mniejsze od szacunków z początku pandemii. Według Komisji Europejskiej 2021 r. ma przynieść odbicie gospodarcze przekraczające 4% r/r.

Bezrobocie

Sytuacja na europejskim rynku pracy uległa pogorszeniu w 2020 r. Dynamika wzrostu wynagrodzeń wyraźnie spadła, z 2,5% r/r w 2019 r. do 0,9% r/r w 2020 r., a bezrobocie wzrosło z 6,7% w 2019 r. do 7,1% w 2020 r. Dane te są średnią dla całej UE. W wielu krajach, szczególnie tych zależnych od przychodów z turystyki, sytuacja jest znacznie trudniejsza.

Inflacja

Według szacunków Komisji Europejskiej inflacja w UE zmniejszyła się z 1,3% w 2019 r. do 0,7% w 2020 r. Dużą rolę odegrała nie tylko recesja, ale również spadek cen surowców. Banki centralne luzowały swoją politykę pieniężną obniżając stopy procentowe, uruchamiając programy skupu aktywów oraz podejmując inne działania. W 2021 r. oczekiwany jest wzrost inflacji wskutek ożywienia gospodarczego, a także znaczący wzrost cen surowców.

Tabela 9. Wskaźniki makroekonomiczne w UE wraz z prognozami

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
PKB (r/r)	2,1%	1,6%	-6,1%	4,2%	4,4%
Popyt krajowy (r/r)	1,8%	1,5%	-7,4%	2,8%	5,9%
Inwestycje (r/r)	3,5%	5,4%	-7,4%	6,2%	5,4%
Inflacja CPI (r/r)	1,6%	1,3%	0,7%	1,8%	1,5%
Wynagrodzenia (r/r)	2,8%	2,5%	0,9%	2,5%	2,7%
Stopa bezrobocia	7,2%	6,7%	7,1%	7,6%	7,0%

Źródło: European Economic Forecast - Spring 2021

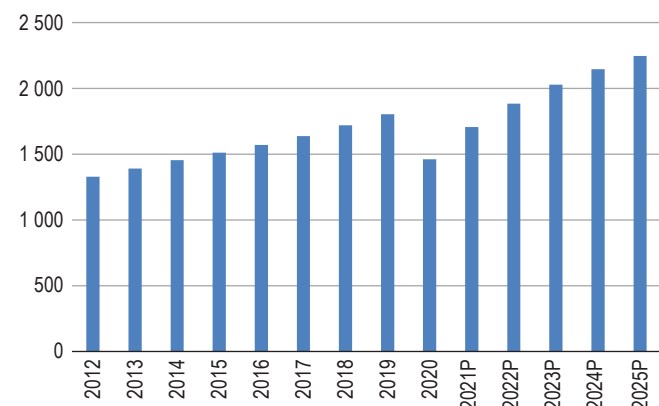
3.3. Rynek odzieży i obuwia

Rynek odzieży w Europie

Wartość rynku odzieży w Europie w 2019 r. wyniosła ok. 357 mld EUR, a średnioroczny wzrost rynku w ostatnich latach przed pandemią był bliski 2,3%. Rynek ten dzielił się na trzy kategorie: odzież damską/ męską/ dziecięcą, a ich udziały w rynku wynosiły 57%/ 30%/ 13%. Trzema największymi rynkami były Niemcy/ Włochy/ Wielka Brytania, które odpowiadały za 18%/ 14%/ 13% wartości rynku. Duże znaczenie w rozwoju branży odzieżowej miała rosnąca popularność *ecommerce*. Klienci coraz częściej wybierali zakupy *online* ze względu na wygodę, różnorodność oferty i niższe ceny. W rezultacie ok. 10% sprzedaży odzieży w 2019 r. generowały sklepy, które prowadziły swoją działalność wyłącznie *online*. Specjalistyczne sklepy detaliczne nadal pozostawały dominującym kanałem sprzedaży odzieży.

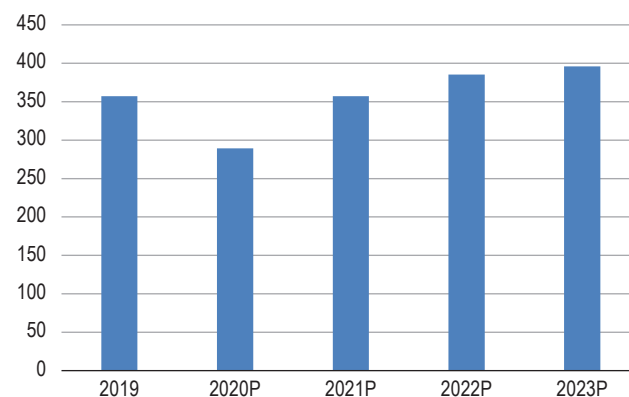
Według szacunków Marketline, europejski rynek odzieży miał rosnąć średniorocznie 2,5%, osiągając wartość 396 mld EUR w 2023 r. Dużym zawirowaniem była pandemia SARS-CoV-2, która doprowadziła do spadku światowego rynku odzieży o 19% r/r w 2020 r. Spodziewamy się, że podobny spadek miał miejsce w Europie. Dramatyczny wzrost znaczenia *ecommerce* był podyktowany koniecznością.

Wykres 4. Świat; Sprzedaż odzieży (mld US\$)



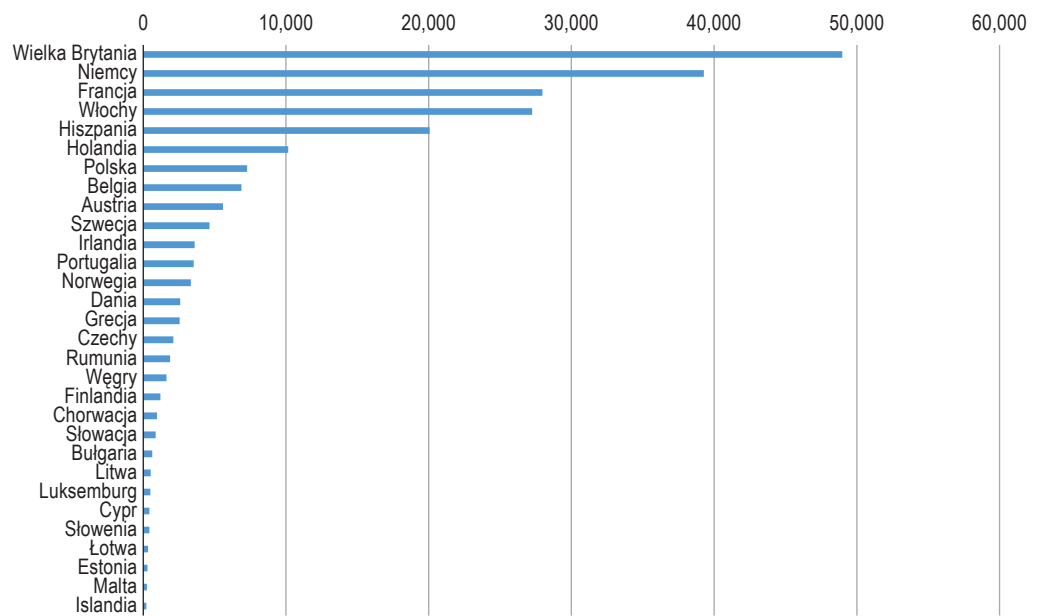
Źródło: Statista

Wykres 5. Europa; Sprzedaż odzieży (mld EUR)



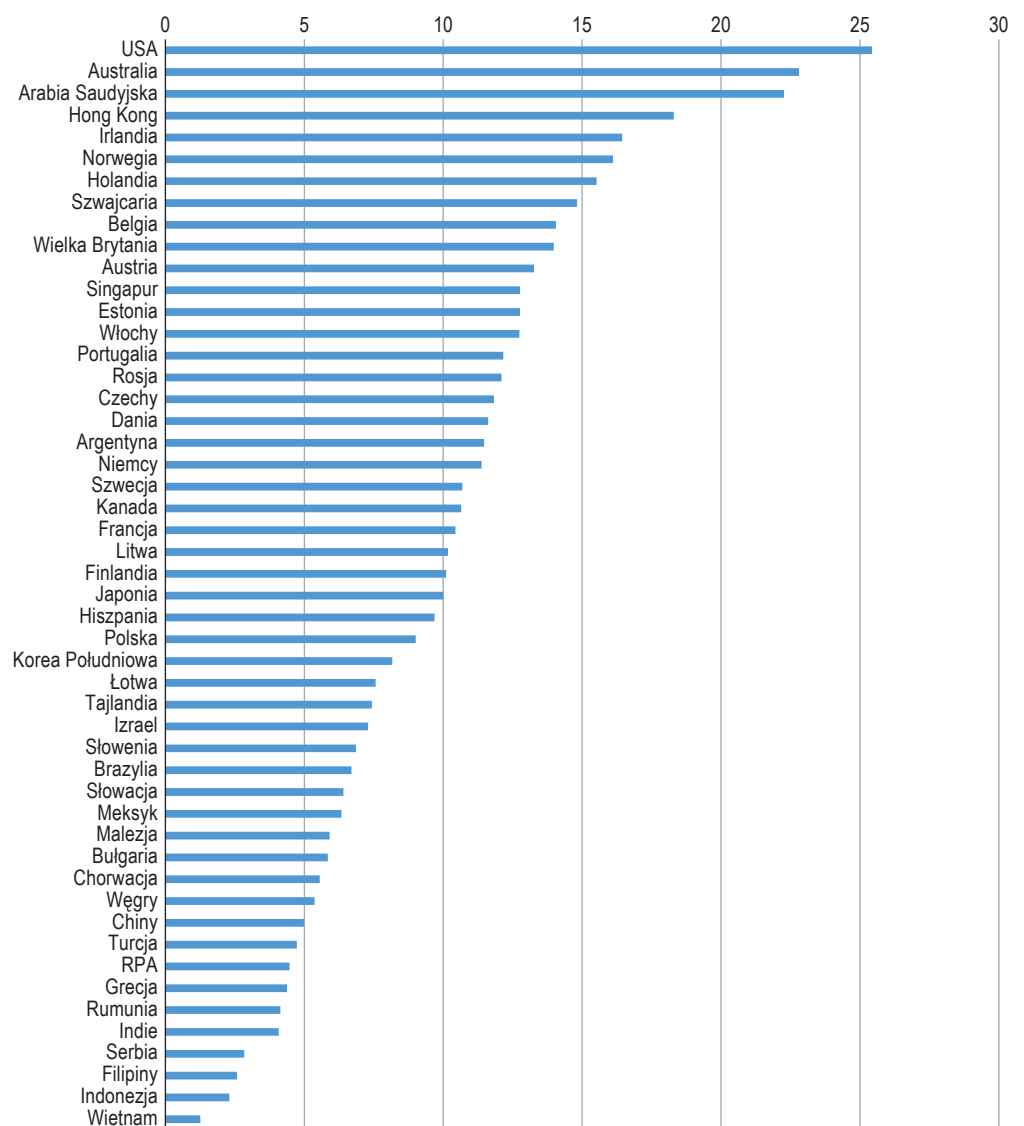
Źródło: PMR, Europe - Apparel Retail, luty 2020, Statista, DM BOS SA

Wykres 6. Przychody ze sprzedaży detalicznej ubrań w branżowych sklepach w Europie, 2018 (mln EUR)



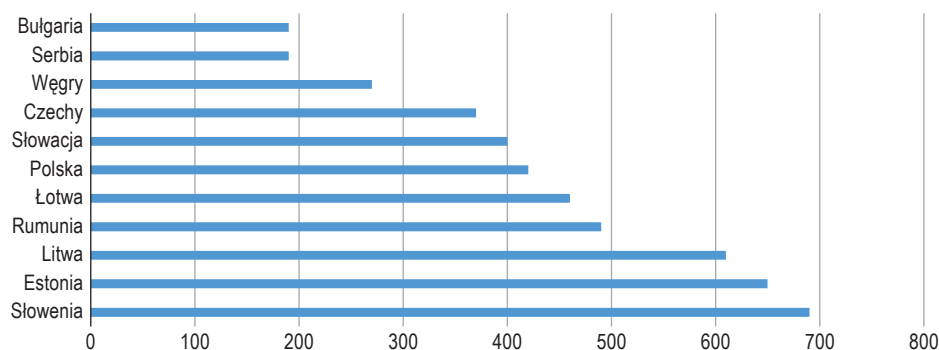
Źródło: Statista

Wykres 7. Wolumen sprzedaży ubrań i akcesoriów na osobę na świecie, 2018 (sztuki)



Źródło: Statista

Wykres 8. Wydatki na odzież i obuwie na osobę w krajach CEE, 2019 (EUR)

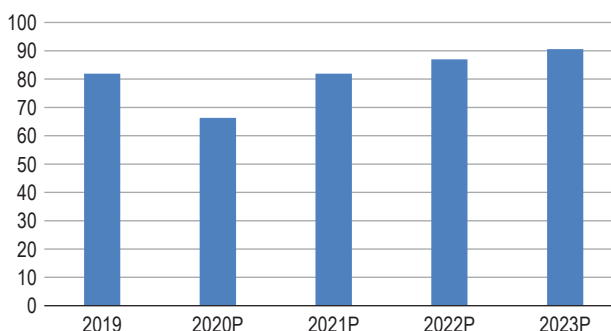


Źródło: Statista

Rynek obuwia w Europie

Wartość europejskiego rynku obuwia rosła w ostatnich latach średniorocznie o 2,2% i w 2018 r. wyniosła 80,2 mld EUR. Podobnie jak w przypadku rynku odzieży, występował podział na: obuwie damskie/ męskie/ dziecięce, a wartość tych rynków stanowiła 54%/ 27%/ 19% całości. Największymi rynkami w Europie były Niemcy/ Włochy/ Wielka Brytania odpowiadające za 14%/ 13%/ 12% udziałów w rynku. Według szacunków Marketline, europejski rynek obuwia miał rosnąć średniorocznie o 2,5%, osiągając wartość 90,6 mld EUR w 2023 r. Podobnie jak rynek odzieży, rynek obuwia zaczął się zmieniać pod wpływem rozwoju *ecommerce*. W 2018 r. 7,3% sprzedaży obuwia generowały sklepy, które prowadziły swoją działalność wyłącznie *online*. Co więcej, sprzedaż obuwia *online* była najszybciej rosnącym kanałem sprzedaży, a wysokie tempo wzrostu miało się utrzymać w najbliższych latach. Pandemia odbiła się na rynku obuwia, podobnie jak na odzieżowym.

Wykres 9. Europa; Sprzedaż obuwia (mld EUR)



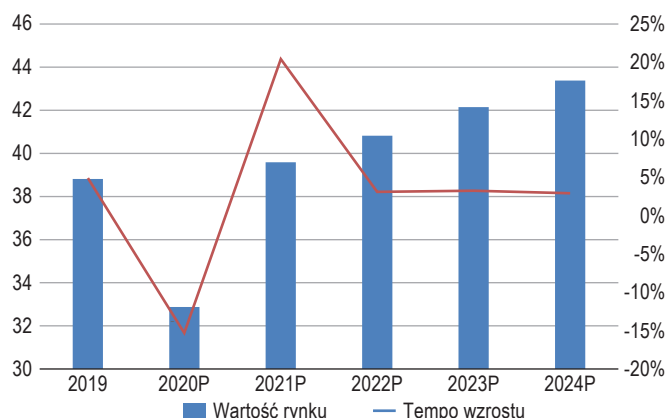
Źródło: Marketline, Europe - Footwear, luty 2020, DM BOŚ SA

Rynek odzieży i obuwia w Polsce

Według PMR, wartość polskiego rynku odzieżowo-obuwniczego wyniosła 38,8 mld zł w 2019 r. Na wysoki wzrost tego rynku w 2019 r. (+4,9% r/r) miała wpływ nie tylko ogólnie dobra sytuacja finansowa gospodarstw domowych, ale również transfery socjalne. Według GUS, sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia spadła w 2020 r. o 17% r/r, natomiast w okresie od stycznia do maja 2021 zanotowała wzrost o 24% r/r.

Polski rynek odzieżowo-obuwniczy charakteryzuje się znaczącym potencjałem rozwoju, ponieważ zarówno wydatki na ten cel, jak i ich udział w całkowitych wydatkach są niższe niż w innych krajach UE. Wynika to ze struktury rodzajowej zakupów oraz relacji cen w poszczególnych grupach towarów i usług konsumpcyjnych. W Niemczech na przykład średnie miesięczne wydatki na osobę na odzież i obuwie wynosiły 122 EUR (ok. 545 zł) na koniec 2018 r., co stanowiło 5,0% całkowitych wydatków.

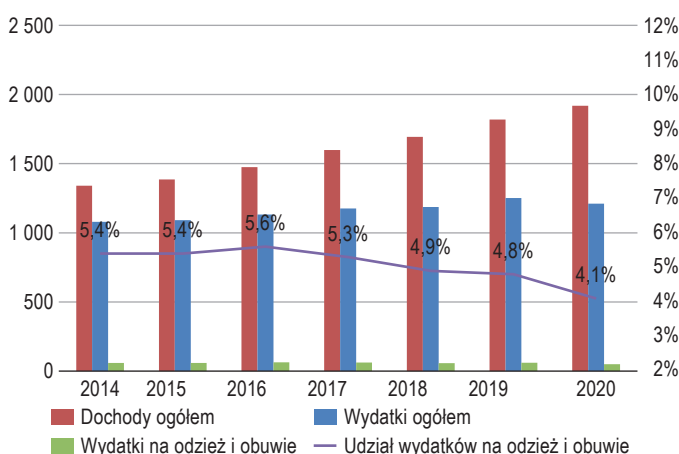
Wykres 10. Polska; Prognoza wartości oraz tempa wzrostu rynku odzieży i obuwia (2020-2024) (mld zł)



Źródło: PMR, GUS, DM BOŚ SA

W Polsce udział wydatków na odzież i obuwanie w całości wydatków spadł z 5,6% w 2016 r. do 4,8% w 2019 r. Pomimo tego kwota wydawana na ubrania cały czas oscyluje wokół 60 zł miesięcznie. W 2020 r., podczas pandemii, zmniejszyła się ona o 17% r/r, do 50 zł, co wynika zapewne z mniejszej liczby okazji do zakupów ze względu na zamknięcie galerii handlowych na wiele miesięcy. Tym samym udział wydatków na odzież i obuwanie w całości wydatków zmniejszył się do 4,1%. Przeciętny dochód rozporządzalny na jedną osobę od lat systematycznie rośnie i w 2020 r. wyniósł w Polsce 1 919 zł. Wydatki na jedną osobę rosną wolniej niż dochody. W 2020 r. miesięczne wydatki na osobę wyniosły 1 210 zł, co było kwotą o 3,4% niższą w porównaniu z 2019 r.

Wykres 11. Miesięczne dochody i wydatki gospodarstw domowych (na 1 osobę w zł) oraz udział wydatków na odzież i obuwanie w całości wydatków



Źródło: PMR, GUS, DM BOŚ SA

Według prognozy PMR (sprzed pandemii), średnioroczne tempo wzrostu wydatków na odzież i obuwanie między 2019-2024 r. miało wynieść ok. 3,4%, a wartość rynku na koniec prognozy 45,8 mld zł. Na spowolnienie konsumpcji ma mieć wpływ stopniowe zmniejszanie się ludności w wieku produkcyjnym.

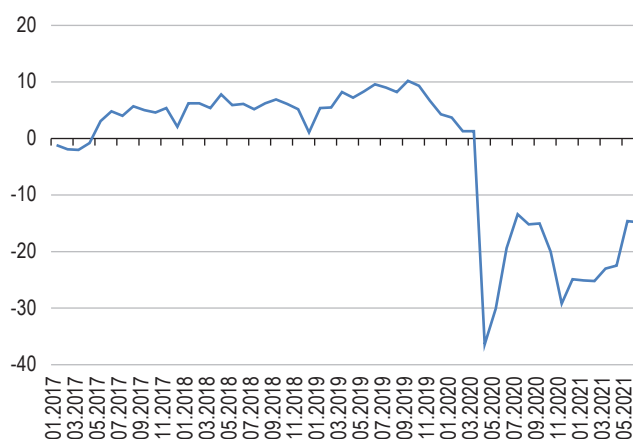
Wpływ na rozwój branży odzieżowo-obuwniczej mają przede wszystkim: dynamika wzrostu gospodarczego, bezrobocie, wysokość dochodów i konsumpcji gospodarstw domowych oraz optymizm konsumentów. Innymi czynnikami są kursy walutowe, polityka monetarna i fiskalna kraju. Pogorszenie się sytuacji gospodarczej oraz niepewność mają istotny wpływ na popyt, co wyraźnie było widoczne podczas wybuchu pandemii.

Sektor odzieżowo-obuwniczy jest wysoce wrażliwy na obowiązujące trendy konsumenckie – jest to branża, w której reakcja na nie jest najszybsza. Digitalizacja, globalizacja i dbałość o środowisko to najważniejsze kierunki rozwoju branży. Szczególne znaczenie ma coraz większa popularność sklepów *online* – zgodnie z danymi KPMG, w 2017 r. 54% Polaków co najmniej raz dokonało

zakupów *online*. Według badania KPMG z 2019 r. ponad 60% Polaków twierdzi, że kupuje odzież, obuwie i dodatki w przemyślany sposób. 40% klientów przyznaje, że przynajmniej raz na miesiąc kupuje nowe ubrania, przy czym nie przeznaczają na ten zakup więcej niż 150 zł. Natomiast 16% Polaków kupuje odzież i obuwie wyłącznie za pośrednictwem Internetu ceniąc oszczędność czasu. Do innych trendów należą: skłonność do zapłacenia wyższej ceny za ubrania produkowane w Polsce (ponad 50% klientów) oraz zapłacenie wyższej ceny za produkt, który wyprodukowano ekologicznie.

Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej (BWUK) jest istotnym wskaźnikiem koniunktury dla branży odzieżowo-obuwicznej w Polsce. Łączy on oceny zmian sytuacji finansowej gospodarstw domowych w ostatnich 12 miesiącach oraz oceny perspektyw na następne 12 miesięcy. W ostatnich latach rósł on systematycznie i utrzymywał się powyżej zera, co oznacza, że wśród badanych przeważała liczba optymistycznie nastawionych konsumentów. W trakcie wybuchu pandemii BWUK spadł z 1,3 do -36,4 w ciągu jednego miesiąca. Po zakończeniu pierwszej fali pandemii wskaźnik wzrósł w okolice -15,0 we wrześniu 2020 r., a po rozpoczęciu drugiej fali ponownie spadł do -29,2 w listopadzie 2020 r. W maju 2021 r. odnotowano wyraźną poprawę nastrojów konsumentów, a wskaźnik BWUK wzrósł do -14,6 i utrzymał się w czerwcu na poziomie -14,8.

Wykres 12. Polska; Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej



Źródło: GUS, Koniunktura Konsumencka, Miesięczna informacja sygnałna

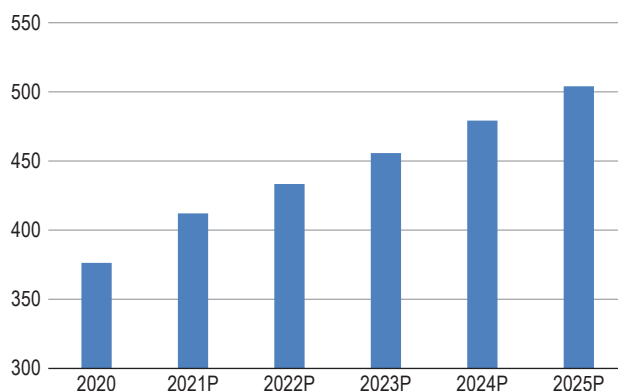
3.4. Rynek ecommerce

Rynek ecommerce w Europie

Zgodnie szacunkami Statista, rynek *ecommerce* w Europie ma osiągnąć wartość 412 mld EUR w 2021, co daje wzrost 9,5% r/r. Co więcej, w najbliższych latach średnioroczne tempo wzrostu ma wynieść 5,2%, a w 2025 r. rynek ten ma osiągnąć wartość 504 mld EUR. Średni koszyk na użytkownika ma wynieść 918 US\$ w tym roku w porównaniu z 777 US\$ w 2019 r. Wartość ta ma zwiększyć się do 1,000 US\$ w 2025 r. Odsetek osób robiących zakupy *online* ma osiągnąć 60% w 2021 r. i wzrosnąć do 67% w 2025 r.

Według Finaria.it, wartość *ecommerce* w Europie wyniesie 465 mld US\$ w 2021 r., po wzroście z 425 mld US\$ w 2020 r., +10% r/r i o 30% więcej w stosunku do okresu sprzed pandemii. Wartość tego rynku jest szacowana na 570 mld US\$ w 2025 r.

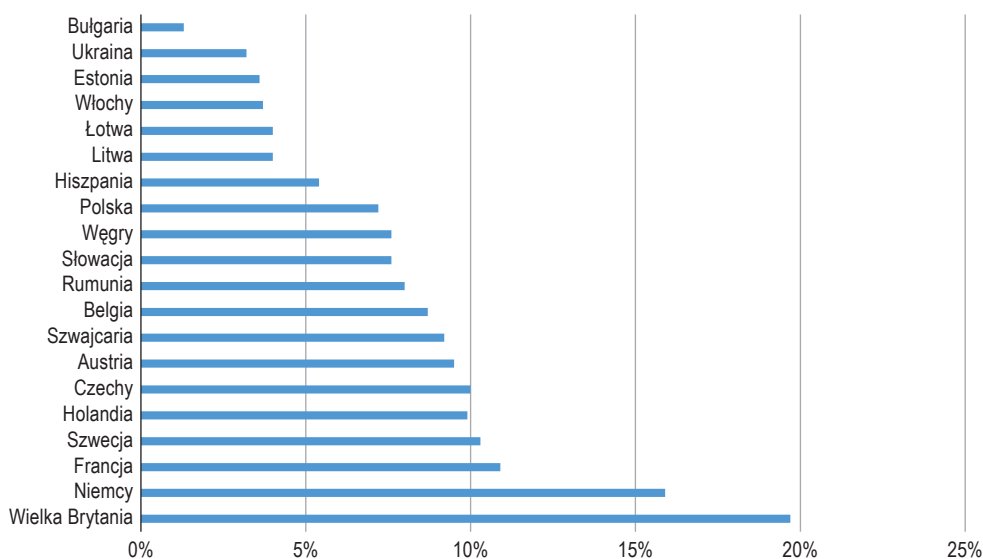
Według Statista, rynek *fashion* w Europie ma wzrosnąć do 144 mld US\$ w 2021 r., 32% więcej niż przed pandemią, a w 2025 r. ma wzrosnąć do 177 mld US\$ przy CAGR wynoszącym 5,3% dla lat 2021-25. Na branżę modową ma przypadać 35% całego rynku zakupów *online* w 2021 r. Największą częścią tego rynku jest odzież z przewidywaną sprzedażą w wysokości 94 mld US\$ w 2021 r. Średnio osoba powinna wydać około 245 US\$ na odzież w 2021 r. Oczekuje się, że w 2023 r. w segmencie *fashion* kanał *online* wygeneruje około 17% przychodów.

Wykres 13. Europa; Wartość rynku ecommerce (mld EUR)


Źródło: Statista, DM BOŚ SA

W 2017 r. 395 mln Europejczyków robiło zakupy *online*, w 2018 r. już 425 mln, w 2019 r. było to 456 mln, by w 2020 r. osiągnąć 481 mln osób. Spodziewany jest dalszy wzrost kupujących *online*, do 506 mln w 2021 r., a penetracja użytkowników ma wynieść 60%, by osiągnąć 570 mln w 2025 r.

W podziale geograficznym 69% przychodów *ecommerce* w Europie przypada na Europę Zachodnią. Europa Południowa/ Europa Północna/ region CEE odpowiadają za 12%/ 11%/ 8% przychodów ze sprzedaży. Wartość sprzedaży *online* w Wielkiej Brytanii/ Niemczech/ Francji/ Hiszpanii jest prognozowana na 104 mld US\$/ 95 mld US\$/ 56 mld US\$/ 24 mld US\$ w 2021 r.

Wykres 14. Penetracja ecommerce w wybranych krajach


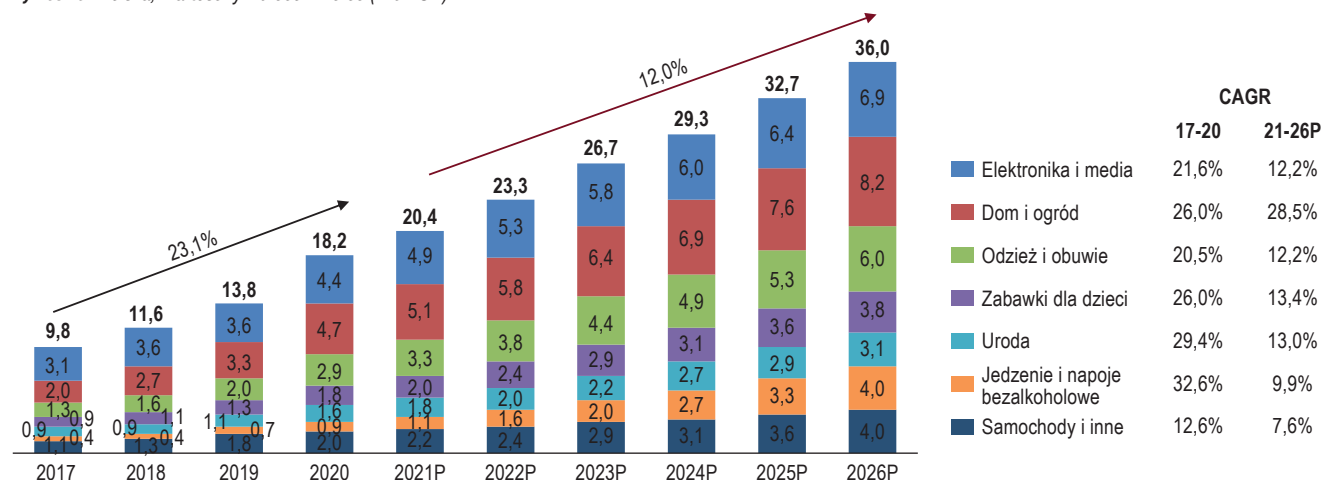
Źródło: Statista, Internet, Answear, DM BOŚ SA

Rynek ecommerce w Polsce

Wartość rynku *ecommerce* w Polsce dynamicznie rosła w ostatnich latach i szacuje się, że w 2020 r. osiągnęła ok. 80 mld zł, więcej o ok. 30% r/r, odpowiadając za ok. 14% sprzedaży detalicznej. Według prognozy PMR, w kolejnych latach wysokie tempo rozwoju będzie nadal widoczne, a rynek osiągnie wartość 116 mld zł w 2023 r. Dynamiczny rozwój został dodatkowo przyspieszony pandemią spowodowaną wirusem SARS-CoV-2, a sprzedaż sklepów internetowych znacząco wzrosła z powodu restrykcji. Według PwC, rynek ten będzie rósł z CAGR wynoszącym 12% w latach 2021-2026P wobec 23% w latach 2017-2020. CAGR w segmencie *fashion & footwear* wyniesie 12% w latach 2021-2026P wobec 21% w latach 2017-2020. Według GUS, dynamika sprzedaży detalicznej w segmencie tekstyliów, odzieży, obuwi przez Internet wyniosła 2%/ -7%/ 28%/ 7%/ -13% r/r w styczniu/ lutym/ marcu/ kwietniu/ maju 2021 r. Spadek dynamiki w maju wynikał z uruchomienia galerii, co za tym idzie przesunięcia się klientów w kierunku *offline*.

W 2019 r. handel internetowy stanowił 11% polskiego handlu detalicznego. PMR prognozował, że w 2025 r. jego udział wyniesie blisko 20%. Według raportu CCC, udział *online* w krajowym rynku obuwia i odzieży wzrósł z 19% w 2019 r. do 27% w 2020 r., a w 2022 r. ma wynieść 32%.

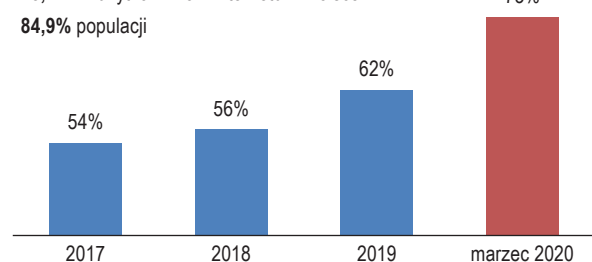
Wykres 15. Polska; Wartość rynku ecommerce (mld EUR)



Źródło: PwC, Spółka

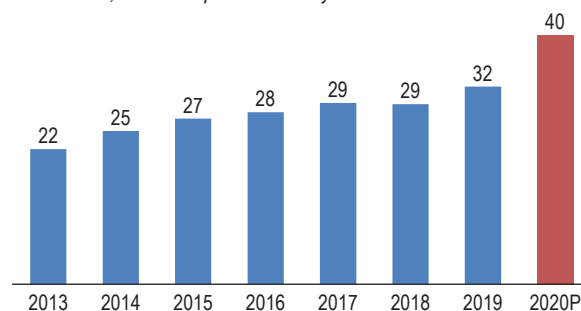
Wykres 16. Polska; Odsetek użytkowników Internetu kupujących online

28,2 mln użytkowników Internetu w Polsce
84,9% populacji



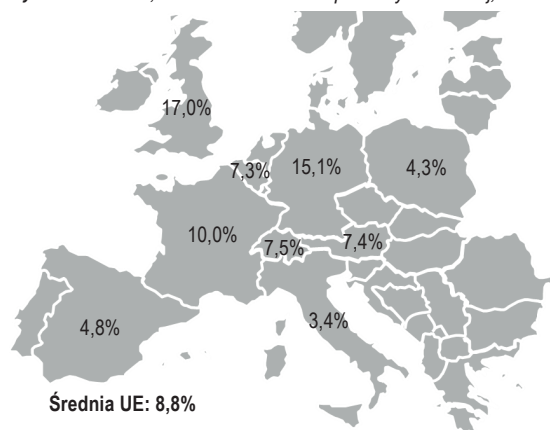
Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Wykres 17. Polska; Liczba sklepów internetowych



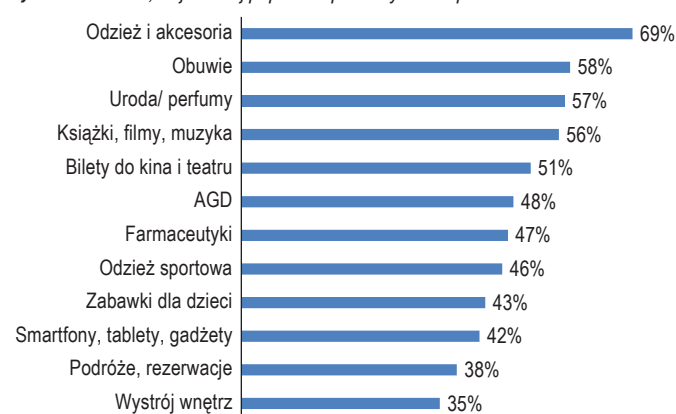
Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Wykres 18. Polska; Udział ecommerce w sprzedaży detalicznej, marzec 2020 r.



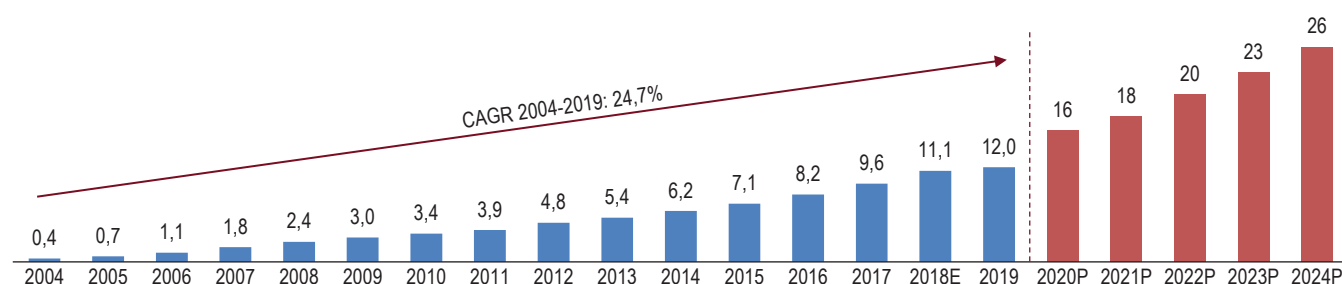
Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Wykres 19. Polska; Najbardziej popularne produkty w zakupach online



Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Wykres 20. Polska; Wartość sprzedaży detalicznej online (mld EUR)

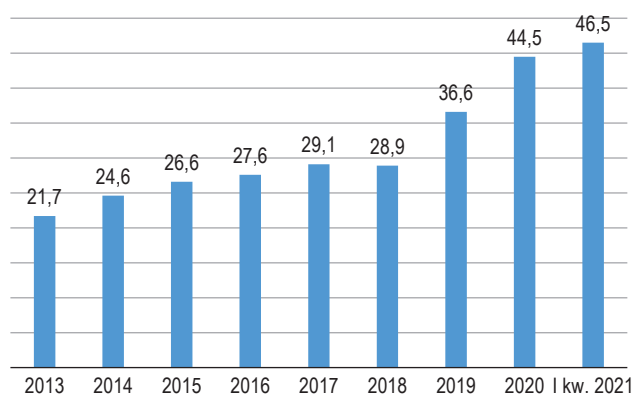


Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Klienci coraz częściej wybierają zakupy *online* nie tylko z powodu wygody, ale również ze względu na niższe ceny dostępne w sklepach internetowych. Wiele firm już stosuje strategię sprzedaży wielokanałowej (*omnichannel*), dzięki której mogą rozwijać różne kanały sprzedaży jednocześnie. Rozwój *ecommerce* wzmacnia również rozwój logistyki – wiele sklepów ma w swojej ofercie dostawę tego samego dnia, bezpłatną dostawę czy usługi abonamentowe. Rozwijana jest sieć paczkomatów i budowane są nowe centra logistyczne, w efekcie czego koszty dostaw maleją.

Rosnące obroty branży *ecommerce* oznaczają również rosnącą liczbę sklepów internetowych, jednocześnie od lat obserwowany jest spadek liczby sklepów stacjonarnych. W I kw. 2021 r. w Polsce pojawiło się 2 tys. nowych sklepów internetowych, o 70% więcej r/r; 3,4 tys. sklepów *online* zostało otwartych, a zamknięto 1,4 tys. Łącznie na koniec I kw. 2021 r. funkcjonowało 46,5 tys. sklepów *online*. Jest to ponad dwa razy więcej niż jeszcze kilka lat temu – trend wyraźnie przyspieszył od 2019 r. Ekspert firmy Dun&Bradstreet szacują, że liczba sklepów internetowych w Polsce na koniec 2021 r. może wynosić nawet 55 tys. Według ExpertSender, 70% Polaków robi zakupy *online*, a połowa kupujących wydaje w ten sposób ponad 300 zł miesięcznie.

Wykres 21. Polska; Liczba sklepów internetowych w Polsce (tys.)



Źródło: Gemius, C&W, Spółka

Jednym z podstawowych czynników wzrostu *ecommerce* jest rosnąca liczba użytkowników Internetu. Dane Eurostatu wskazują, że 84% gospodarstw domowych miało dostęp do Internetu w 2018 r., co dawało ok. 29 mln internautów. Było to mniej niż średnia UE, która wynosiła 89%, a w krajach takich jak Norwegia, Holandia i Islandia odsetek ten przekraczał 95%.

Szybszy i tańszy Internet oraz upowszechnianie się urządzeń mobilnych, takich jak smartfon i tablet, również wspomagają rozwój *ecommerce*. Pozytywny wpływ na rozwój zakupów *online* ma również zakaz handlu w niedziele.

Ponad 50% Internautów korzysta z wielokanałowości podczas zakupów *online*, zazwyczaj zaczynając na telefonie komórkowy i kończąc na laptopie. Według badania Gemius, około 80%/69%/50%/24% zakupów *online* ma miejsce za pomocą komputerów przenośnych/ smartfonów/ komputerów stacjonarnych/ tabletów. Zakupy na pośrednictwem urządzeń mobilnych są najbardziej popularne wśród najmłodszych (15-24 lata).

Dużą rolę w wyborze sklepu internetowego odgrywają opinie w Internecie. Połowa kupujących uznawała opinie za najważniejsze źródło oceny wiarygodności sklepu podczas dokonywania pierwszego zakupu. Stąd duża popularność internetowych rankingów, dzięki którym można łatwo porównywać sklepy.

Częstym powodem nierobienia zakupów w Internecie jest chęć zobaczenia produktu na żywo przed zakupem. Łączy się to z efektem ROPO i odwróconym efektem ROPO. Efekt ROPO (*research online, purchase offline*) oznacza wybór produktu w Internecie, a jego zakup w sklepie stacjonarnym. Dzięki temu klient oszczędza czas robiąc *research online*, a przed zakupem ma szansę zobaczyć produkt na żywo. Odwrócony efekt ROPO oznacza natomiast robienie *researchu* w sklepie stacjonarnym, a jego zakup w sklepie *online*. Dzięki temu rozwiązaniu klient może najpierw zobaczyć produkt na żywo, a zakupu dokonać w sklepie internetowym, który nierzadko oferuje niższe ceny. Efekt ROPO jest najczęściej obserwowany przy kupnie takich produktów jak

produkty spożywcze, sprzęt RTV/AGD, odzież, obuwie, kosmetyki i perfumy. Odwrócony efekt ROPO natomiast najczęściej dotyczy ubrań (w tym ubrań sportowych), obuwia, sprzętu RTV/AGD oraz kosmetyków i perfum.

Badanie Gemius ujawniło, że najczęściej wskazywanymi serwisami zakupu odzieży są Allegro i Zalando, wskazane przez odpowiednio 40% i 34% badanych. Wśród innych znanych serwisów było Olx, H&M czy Bonprix.

Według badania PMR, 32% osób robiących zakupy *online* wybrało sklep internetowy konkretnej marki, 17% internetowy sklep *multibrandowy*, a 10% platformę *ecommerce*. Jedna na pięć firm prowadzących sprzedaż w Internecie współpracuje z koncepcją *multibrandową*.

3.5. Rynek dóbr luksusowych

Rosnący rynek dóbr luksusowych

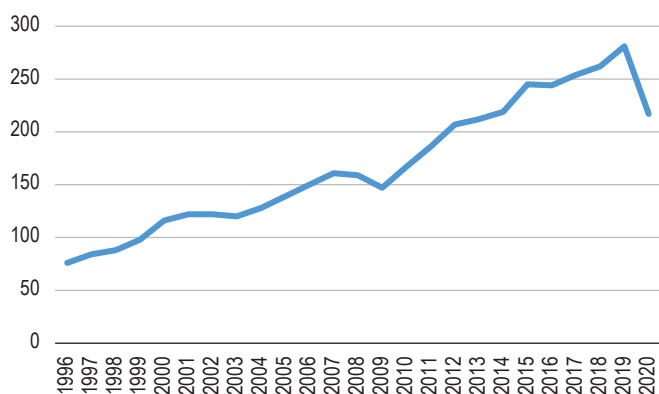
Rynek dóbr luksusowych stale rośnie. Można go podzielić na dziewięć segmentów, a najbardziej znaczące są trzy, mianowicie luksusowe samochody, opieka medyczna oraz dobra osobiste. Odpowiadają one razem za ponad 80% rynku dóbr luksusowych o globalnej wartości 1,3 mld EUR na koniec 2019 r. Ponad 33% rynku dóbr luksusowych, 0,5 mld EUR, to samochody, po 7% wzroście r/r w 2019. Dynamika rynku opieki zdrowotnej była niższa r/r, choć dodatnia. Można przypuszczać, że pandemia wesprze trend rosnących wydatków w obszarze zdrowia. W 2019 r. wzrosły także wydatki w takich segmentach jak żywność, alkohole czy środki transportu (jachty i samoloty). Wraz z przywróceniem działalności gospodarczej po pandemii popyt na wspomniane dobra oraz usługi turystyczne powinien dynamicznie rosnąć.

4,6% CAGR w 2021–27P

Według Fortune Business Insights, wartość globalnego rynku dóbr luksusowych obejmującego takie kategorie, jak odzież, produkty skórzane, biżuteria, zegarki, osiągnęła ponad 316 mld US\$ w 2019 r. Pandemia odcisnęła silne piętno na tym rynku, który w 2020 r. spadł o niemal 18% r/r pod jej wpływem. Utrata części dochodów, niepewność, zamknięcie w domach, brak ważnych dla tej branży wydarzeń modowych czy wreszcie brak wyjazdów turystycznych wpłynęły na znaczący spadek zainteresowania segmentem dóbr luksusowych. Widać to wyraźnie na przykładzie lidera branży – LVMH. Segment kosmetyków spadł w I poł. 2020 r. o 30% r/r, natomiast biżuterii o prawie 40% r/r.

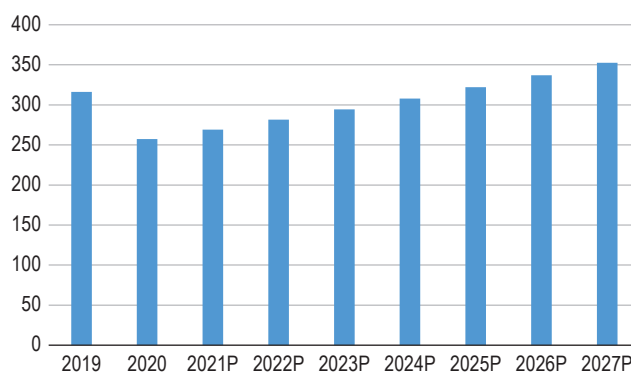
Na lata 2021-2027P przewidywany jest wzrost rynku dóbr luksusowych z 4,6% CAGR. Produkty luksusowe cechują się wysoką jakością i wytrzymałością, świadczą o statusie społecznym ich posiadacza. Dlatego też firmy starają się projektować nietypowe dobra o unikatowych cechach, by zachęcić potencjalnych nabywców. W konsekwencji wprowadzanie nowego produktu na rynek wpływa pozytywnie na perspektywy wzrostu rynku.

Wykres 22. Wartość globalnego rynku osobistych dóbr luksusowych (1996-2020 w mld euro)



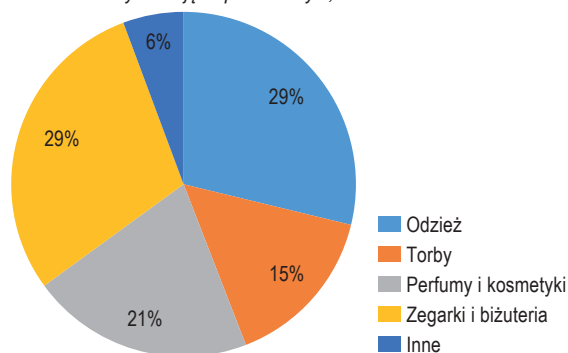
Źródło: Statista, DM BOŚ SA

Wykres 23. Wartość globalnego rynku dóbr luksusowych (odzież, produkty skórzane, biżuteria, zegarki) (mld US\$)



Źródło: fortunebusinessinsights.com, DM BOŚ SA

Wykres 24. Rynek globalnych dóbr luksusowych w ujęciu produktowym, 2019



Źródło: fortunebusinessinsights.com, DMBOŚ SA

Najwyższa dynamika w krajach azjatyckich

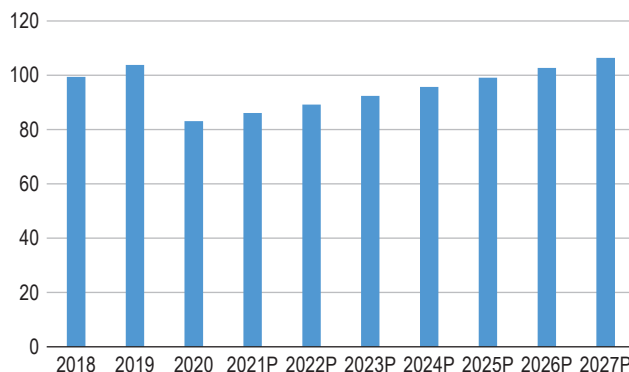
Szczególnie dynamiczny wzrost rynku dóbr luksusowych był obserwowany w krajach azjatyckich, nieco mniejszy w Europie Zachodniej oraz innych częściach świata.

Jednym z najważniejszych dla rozwoju rynku dóbr luksusowych w 2019 r. krajów były Chiny, z rynkiem wartym 30 mld EUR, rosnącym 26% r/r. Rynek azjatycki jest wspierany przez bogacącą się klasę średnią, a także aktywizację zawodową kobiet wpływającą pozytywnie na grupę produktów im oferowanych. W Hongkongu wielkość rynku dóbr luksusowych wyniosła 6 mld EUR po spadku o ok. 20% z powodu protestów. Przewiduje się, że motorem napędowym zapotrzebowania na dobra luksusowe w Hongkongu będzie lokalna społeczność. Popyt ze strony chińskich nabywców przyczynił się do wzrostów również w innych częściach Azji, m.in. w Japonii (rynek wart 24 mld EUR).

Najwyższa wartość w Europie i Ameryce Północnej

Jednak to Europa, jak i kontynenty amerykańskie, pomimo znacznie skromniejszych wzrostów, ciągle są największymi rynkami pod względem wartości, odpowiednio 88 mld EUR i 84 mld EUR. Rynek dóbr luksusowych w USA wspierała dobra kondycja gospodarki przed pandemią, a także rosnąca liczba miliarderów. Kraje Ameryki Południowej notowały spadki wartości tego rynku, jednak przewidywane są wzrosty na fali urbanizacji i podnoszenia poziomu życia. Europa była zróżnicowana pod względem dynamiki, kraje takie jak Hiszpania czy Wielka Brytania notowały wzrosty sprzedaży dóbr luksusowych, podczas gdy odmienna sytuacja miała miejsce we Francji i Niemczech. Reszta regionów generowała sprzedaż w wysokości 12 mld EUR w 2019, malejącą 5% r/r. Rozwojowi rynku sprzyjają liczne wydarzenia związane z modą mające miejsce w krajach Europy Zachodniej. Pandemia nieco zmieniła ten obraz powodując załamanie popytu, w ślad za którym przysła dynamiczna odbudowa.

Wykres 25. Wartość europejskiego rynku dóbr luksusowych (2018-2027P, mld US\$)



Źródło: fortunebusinessinsights.com, DMBOŚ SA

Afryka

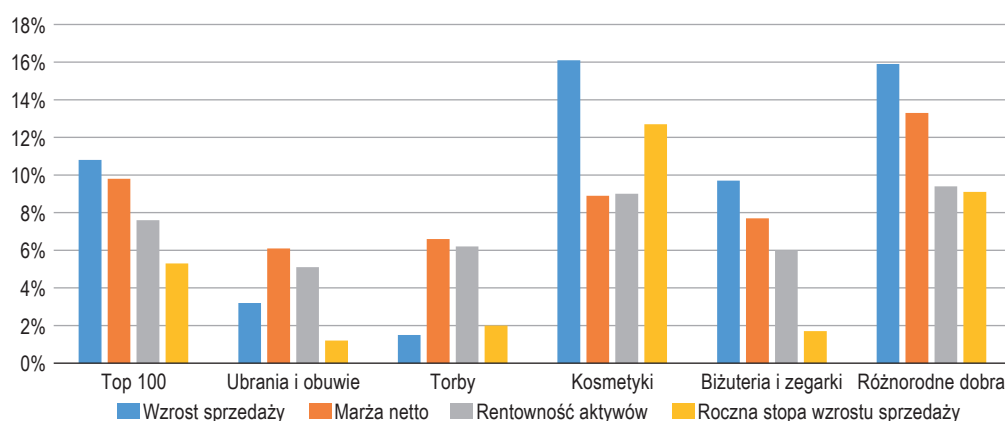
Rozwój rynku dóbr luksusowych w regionie Afryki i Bliskiego Wschodu będzie wspierany głównie przez kraje Zatoki Perskiej.

Online	<p>Sprzedaż <i>online</i> na rynku dóbr luksusowych urosła 22% r/r w 2019 r. odpowiadając już za 12% całkowitej wartości tego rynku. Dodatkowo 3 na 4 transakcje wspierane były kanałami zdalnymi. Zjawisko to najbardziej widoczne było w Azji oraz Europie, chociaż to oba amerykańskie kontynenty odpowiadały za największy udział w segmencie <i>online</i>. Segment dóbr luksusowych osobistych korzysta w większym stopniu na rozwoju sprzedaży <i>online</i> niż inne segmenty rynku dóbr luksusowych. Było to widoczne szczególnie w przypadku akcesoriów, biżuterii oraz zegarków.</p>
Struktura klientów	<p>Nabywcy, podzieleni ze względu na płeć, mają różny udział w konsumpcji dóbr luksusowych. Za większość popytu odpowiadają kobiety, zwłaszcza w przypadku takich produktów jak biżuteria czy perfumy. Mężczyźni wspierają rynek poprzez nabywanie przede wszystkim koszul oraz zegarków.</p>
Dobra luksusowe niższego segmentu	<p>Rynek dóbr luksusowych niższego segmentu zwiększył wartość do 26 mld EUR w 2019 r., głównie dzięki wzrostom w Europie, która obok USA, była najważniejszym rynkiem dla tych produktów. Najważniejszymi dobrami sprzedawanymi na tym rynku są zegarki i biżuteria. Oferowane są one coraz chętniej przez rosnącą liczbę firm jako sposób na dotarcie do młodszych odbiorców.</p>
Akcesoria jako segment największego wzrostu	<p>Akcesoria stanowią zarówno największą, jak i najszybciej rozwijającą się kategorię produktów odpowiadającą za ponad 33% segmentu osobistych dóbr luksusowych w 2019 r. Równie mocno rosnącą grupą dóbr osobistych były buty, biżuteria, produkty skórzane. W trakcie pandemii wyhamował popyt na biżuterię, co szczególnie było widoczne w Azji (Indie i Chiny). Dość duży wzrost (7% r/r w 2019 r.) pokazały produkty związane z urodą. Nieco mniejsze wzrosty miały miejsce w przypadku ubiorów, natomiast płaską dynamiką cechowała się sprzedaż zegarków.</p>
Zmiana pokoleniowa	<p>Młodsze pokolenia konsumentów będą miały coraz większy wpływ na sprzedaż dóbr luksusowych. Pokolenie Y odpowiadało w 2019 r. za 35% całkowitej konsumpcji dóbr luksusowych, podczas gdy pokolenie Z jedynie za 4%. Według prognoz popyt ze strony tych dwóch grup będzie dynamicznie rósł. Już teraz osoby tych generacji odpowiadają za cały wzrost rynku, a w przyszłości trend ten będzie jeszcze bardziej znaczący, wypełniając lukę po zmniejszających się wydatkach starszych konsumentów. Zagrożeniem dla takiego rozwoju wydarzeń jest pandemia, która w wielu miejscach na świecie najmocniej uderzyła w młode osoby i ich dochody, przez co popyt generowany przez te grupy społeczne może być mniejszy w najbliższym czasie.</p>
Trendy na rynku dóbr luksusowych	<p>Wydaje się, że kilka trendów będzie szczególnie wpływało na rynek dóbr luksusowych w przyszłości:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▲ utrzymywanie się mocnych fundamentów; rynek osobistych dóbr luksusowych powinien rosnąć w najbliższych latach, ewentualnie przerywany drobnymi recesjami (pandemia zmieniła ten scenariusz, ale rynek dynamicznie odbił, więc można zakładać, że będzie się dalej rozwijał), ▲ rosnąca rola Chin; znaczenie chińskich konsumentów rośnie; w 2019 r. odpowiadali oni za 90% wzrostu rynku, ▲ rozwój sprzedaży <i>online</i>, ▲ zróżnicowanie popytu; w ciągu najbliższych pięciu lat popyt może być wspierany dwojako: (i) poprzez rosnącą liczbę bardzo bogatych osób, (ii) poprzez rosnącą populację klasy średniej, głównie w krajach azjatyckich, ▲ chęć zmian; konsumenci będą prawdopodobnie otwarci na nowe propozycje produktów i usług, ▲ nowości na rynku; związane m.in. z technologią; można do nich zaliczyć biżuterię z możliwością przesyłu informacji, ▲ strategia zrównoważonego rozwoju; część firm zaczęła zastępować materiały pochodzenia zwierzęcego bardziej ekologicznymi np. zaprzestając używania skór zwierzęcych; coraz częściej stosowanym rozwiązaniem jest także umowa o finansowanie z bankami zakładająca umorzenie części odsetek w przypadku osiągnięcia celów zrównoważonego rozwoju.

Wyniki w sektorze

Segment odzieży luksusowej skupiał największą liczbę firm spośród 100 największych spółek z sektora dóbr luksusowych. Jednak uwagę zwraca fakt, że były to relatywnie niewielkie firmy o dość małym udziale w całym rynku (17%). Również analiza wyników tej części sektora na tle innych pokazuje, że nie jest to rynek rosnący dynamicznie, o przeciętnej zyskowności. Wzrost sprzedaży w 2017 r. wyniósł 3,2% po płaskiej sprzedaży rok wcześniej. Średnioroczna stopa wzrostu sprzedaży w latach 2015-2017 wyniosła jedynie 1,2%. Ten wynik kontrastuje z dużymi wzrostami sprzedaży na całym rynku, zwłaszcza w segmencie kosmetyków oraz różnorodnych produktów. Różnice w przypadku zyskowności mierzonej marżą netto oraz rentowności aktywów są znacznie mniejsze wśród wyodrębnionych segmentów rynku (odzież, torby, perfumy, biżuteria, zegarki, zróżnicowany asortyment). Wartości na poziomie odpowiednio 6% oraz 5% w 2017 r. są nieznacznie poniżej wyników sektora dóbr luksusowych jako całości. Na uwagę zasługuje zwiększenie sprzedaży *online* przez spółki z tego segmentu, w przypadku niektórych nawet jej podwojenie w latach 2016-2017.

Wykres 26. Wyniki poszczególnych segmentów sektora dóbr luksusowych; 2017



Źródło: Deloitte, Spółka, DM BOS SA

3.6. Rynek odzieży luksusowej w Polsce

Niewielka wartość rynku krajowego

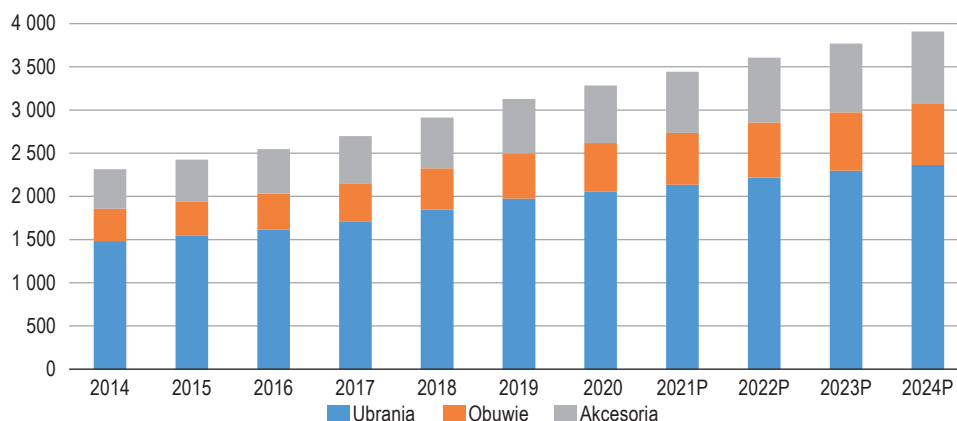
Wartość rynku luksusowego *fashion* wyniosła w Polsce w 2019 r. 0,7 mld EUR, czyli dość mało w porównaniu do takich krajów jak Niemcy, Francja, Wielka Brytania czy Włochy. Rynek brytyjski był wart 8 mld EUR, rynki francuski oraz włoski odpowiednio 10 mld EUR oraz 9,5 mld EUR, natomiast niemiecki 6 mld EUR w 2019 r. W Polsce segment *premium* to nieco ponad 10% całego rynku odzieży i obuwia. Największym segmentem tego rynku są ubrania (63%), pozostałymi segmentami są obuwie oraz akcesoria.

Duża dynamika wzrostu

Przewiduje się, że rynek dóbr luksusowych będzie rósł w tempie 4,6% średniorocznie w latach 2019-2024P. Najszybciej rosnącym segmentem w 2019 r. było obuwie, z dynamiką 9,3% r/r. Również najbliższe lata mają być udane dla tego segmentu rynku. Spodziewany 5-letni CAGR tego rynku wynosi 6,4%. Udział obuwia w całym rynku odzieży w Polsce jest zdecydowanie wyższy niż w części krajów Europy Zachodniej, gdzie nie przekracza on 10%.

Pandemia zaburzyła krótkoterminowe prognozy dynamiki rynku. Jego wartość spadła na wiosnę 2020 r., jednakże w miarę przywracania działalności gospodarczej należy spodziewać się wzmożonego popytu.

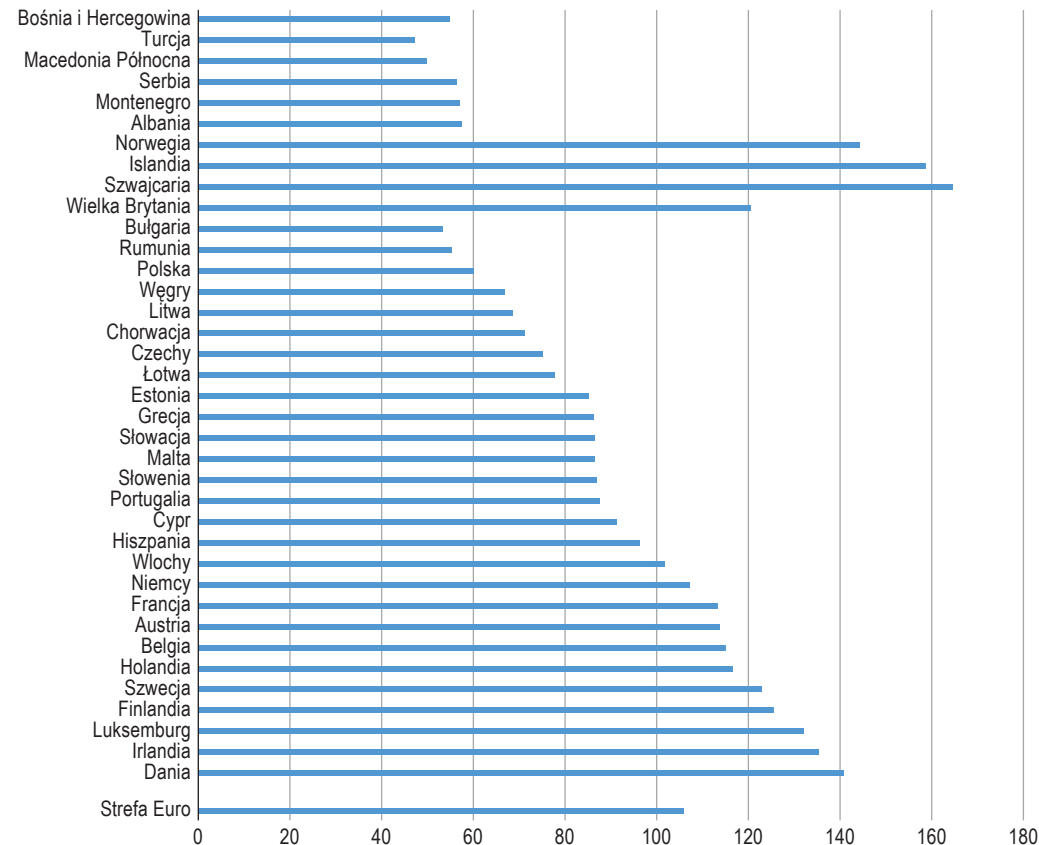
Wykres 27. Polska; Wartość i struktura rynku odzieży luksusowej (mln zł)



Źródło: KPMG, Spółka, DM BOŚ SA

Rynek ten powinien być wspierany wzrostem zamożności społeczeństwa. Index PPP (*price level index*, porównywalne poziomy cen towarów i usług konsumpcyjnych) pokazuje, że w 2019 r. najwyższy poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych wśród państw członkowskich UE zaobserwowano w Danii (41% powyżej średniej UE), a najniższy w Bułgarii (47% poniżej średniej). Dania była najdroższym państwem członkowskim UE w przypadku żywności i napojów bezalkoholowych, odzieży i obuwia w 2019 r., Bułgaria była najtańsza w przypadku napojów alkoholowych i tytoniu, odzieży i obuwia. W Polsce wskaźnik ten wyniósł 60%, czyli Polska plasowała się 40% poniżej średniej EU, co oznacza spory potencjał dla rozwoju wyższych cenowo segmentów rynku.

Wykres 28. Wskaźnik poziomu cen wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, (HFCE) 2019



Analiza poziomów cen towarów i usług konsumpcyjnych w UE koncentruje się na wskaźnikach poziomu cen (PLI), które zapewniają porównanie poziomów cen krajów w stosunku do średniej UE i są obliczane za pomocą paritetu siły nabywczej; wyniki opierają się na badaniach cen obejmujących ponad 2 000 towarów i usług konsumpcyjnych, które zostały przeprowadzone w 37 krajach europejskich uczestniczących w programie paritetów siły nabywczej (PPP) Eurostat-OECD, grupa krajów uczestniczących obejmuje 27 państw członkowskich UE, Wielką Brytanię, trzy kraje EFTA (Islandia, Norwegia i Szwajcaria), pięć krajów kandydujących (Albania, Czarnogóra, Macedonia Północna, Serbia i Turcja) oraz jeden potencjalny kraj kandydujący (Bośnia i Hercegowina).

Źródło: Eurostat

Klientka Większość nabywców ubrań w Polsce stanowią kobiety (60%). W zależności od segmentu rynku dóbr luksusowych nacisk kładziony jest na inne grupy docelowe. Dużą część nabywców stanowią kobiety powyżej 36. r. życia. Coraz większą popularnością cieszą się ubrania szyte na miarę. Podstawową grupą docelową w tym przypadku są mężczyźni w wieku 25 – 35 lat. Przygotowywane na zamówienie ubrania coraz częściej dotyczą także strojów *casualowych*, a nie tylko formalnych.

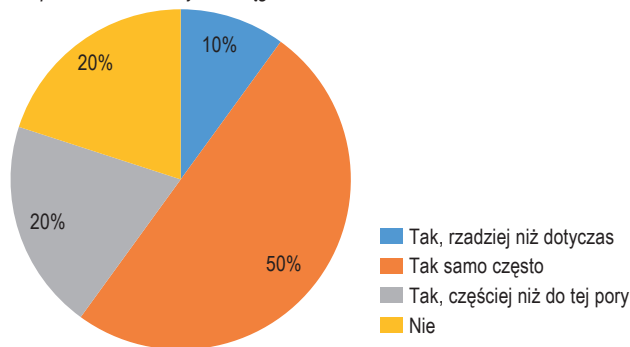
Pokolenie Y Sprzedaż rośnie wśród osób z pokolenia Y (*millennials*), ale także coraz bardziej znaczący udział ma pokolenie Z. Trend ten najprawdopodobniej utrzyma się w następnych latach, chociaż pandemia mogła go spowolnić, jako że młodzi ludzie są jedną z najbardziej dotkniętych grup.

Ochrona środowiska Nabywcy odzieży luksusowej zwracają coraz większą uwagę na kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem, co znajduje odzwierciedlenie np. w zachowaniu firm współpracujących z określonymi dostawcami. W ciągu ostatniej dekady wydatki związane z dobrami luksusowymi w Polsce podwoiły się, ale również inaczej zostały rozłożone akcenty przy nabywaniu dóbr, co znajduje odzwierciedlenie w decyzjach konsumentów nie tylko dotyczących jakości produktów, ale także wspomnianego rozwoju oraz oddziaływania na środowisko.

Struktura klientów Dobra luksusowe cieszą się dużą popularnością w Polsce. Prawie 75% respondentów w badaniu KPMG twierdzi, że kupuje takie produkty. Wśród osób o dochodach powyżej 20 000 zł ten odsetek wynosi aż 95%, chociaż należy zaznaczyć, że różne grupy społeczne uważają różne dobra za luksusowe. Co więcej, zainteresowanie dobrami luksusowymi powinno się utrzymywać. Tylko 20% badanych twierdzi, że w ciągu najbliższych 2 – 3 lat nie zakupi dóbr luksusowych, tyle samo respondentów twierdzi, że będzie nabywało je częściej, a połowa, że w takim samym zakresie.

Ubrania i obuwie są drugą najchętniej kupowaną kategorią dóbr luksusowych w Polsce zarówno wśród ogółu ludzi, jak i tych o najwyższych dochodach (pow. 20 000 zł). Spadek zainteresowania odzieżą jest obserwowany wraz z wiekiem. Dobra luksusowe są kupowane w Polsce najczęściej w sklepach stacjonarnych oraz przez Internet, rzadziej zagranicą. Kanał *online* jest domeną ludzi młodych (71% w wieku 18 – 35 lat). Najważniejszymi bodźcami do nabywania dóbr w ten sposób są wygoda oraz niższe ceny.

Wykres 29. Polska; Zamiar kupna dóbr luksusowych w ciągu 2-3 lat



Źródło: KPMG, *Luxury goods market in Poland 2019*

Również wśród usług odzież zajmuje wysoką pozycję. Ubrania zamawiane u projektantów stanowią czwartą najchętniej używaną usługę po wizytach w hotelach, spa czy restauracjach. Zagadnienia związane z modą są również chętnie obserwowane w mediach społecznościowych, zwłaszcza przez kobiety (70%), zdecydowanie mniej przez mężczyzn (42%), niezależnie od miejsca zamieszkania (miasto/ wieś).

3.7. Gracze na krajowym rynku ecommerce

Odzież i obuwie...

W I poł. ub. r. około 42%/ 58% zakupów odzieży *online* odbywało się poprzez komputery stacjonarne/ strony mobilne. Gracze z najpopularniejszymi stronami w kategorii odzież i obuwie to:

...zalando.pl,

▲ Zalando – niemiecki sprzedawca *online* z szerokim asortymentem odzieży, obuwia i akcesoriów; prowadzi działalność w Europie Zachodniej, a także w Polsce i Czechach; model biznesowy obejmuje zarówno sprzedaż produktów znajdujących się na stoku w magazynach, jak również poprzez marketplace, jak Allegro; zatrudnia 14,2 tys. pracowników; od 2014 r. GMV (*gross merchandise value*; sumaryczna wartość transakcji zawartych na platformie) Zalando rosło średniorocznie o 26%, by w 2020 r. osiągnąć 10,7 mld EUR; strategia zakłada osiągnięcie ponad 30 mld EUR GMV do 2025 r. oraz uzyskanie ponad 10% udziałów na europejskim rynku mody w dłuższym terminie (obecnie 3%); spółka zamierza osiągnąć te cele poprzez zwiększanie penetracji dotychczasowych rynków (obecnie 10%) oraz otworzenie się na nowe rynki; w najbliższych 2 latach spółka rozpocznie działalność w Rumunii, Słowacji, Słowenii, Chorwacji, na Węgrzech i w krajach bałtyckich,

...eobuwie.pl,

▲ Eobuwie – spółka zależna od CCC koncentrująca się na sprzedaży obuwia i akcesoriów w Europie; oprócz Polski jest obecna w krajach Europy Zachodniej i Środkowej; posiada w ofercie 85 tys. SKU własnych i zewnętrznych marek (ponad 500); oferuje obuwie damskie, męskie, dziecięce, sportowe, *premium*, akcesoria i torebki; posiada 25 sklepów stacjonarnych, ale większość przychodów generuje kanał *online*; przychody w 2020 r. wyniosły 2,2 mld zł (+53% r/r); strategia zakłada trzykrotny wzrost przychodów w latach 2019-2023, osiągnięcie 230-250 mln zł EBITDA w 2021 r. i utrzymanie marży EBITDA w przedziale 8-10%; Eobuwie wygenerowało sprzedaż w wysokości 645 mln zł, więcej 78% r/r w I kw. 2021 r., spółka wprowadziła usługę dostawy tego samego dnia, która jest dostępna w 36 miastach w Polsce,

...reserved.com,

▲ Reserved – marka LPP powstała w 1998 r. działająca w obszarze sprzedaży własnej odzieży w niższym segmencie cenowym w Europie; posiada 440 salonów w 25 krajach i jest dostępna za pośrednictwem platformy *online* w 30 krajach w Europie i na Bliskim Wschodzie; rocznie sprzedaje 210 mln sztuk odzieży; sprzedaż internetowa całej grupy LPP w 2020 r. wzrosła o 106% r/r i przekroczyła 2,2 mld zł, z czego największy udział posiadała marka Reserved; dalszy rozwój marki ma się opierać o jednoczesną rozbudowę kanału *online* i sklepów stacjonarnych,

...vinted.pl,

▲ Vinted to litewski koncept, który pozwala użytkownikom kupować, sprzedawać i wymieniać nowe lub używane przedmioty, głównie odzież i akcesoria; posiada 50 mln użytkowników w Europie i Stanach Zjednoczonych, w tym 3,6 mln w Polsce; wartość spółki jest szacowana na ponad 1 mld US\$,

...hm.com

▲ H&M to szwedzkie przedsiębiorstwo posiadające w ofercie odzież, akcesoria, obuwie pod własnymi markami; zatrudnia 110 tys. osób; posiada ponad 5 tys. sklepów stacjonarnych w 74 krajach oraz ofertę *online* w 52 krajach; w 2020 r. sprzedaż wyniosła ok. 22 mld US\$, z czego 28% zostało wygenerowane przez kanał *online*.

Inne podmioty na krajowym rynku odzieżowo-obuwniczym to:

▲ Allegro prowadzące największą platformę transakcyjną *online* w Polsce, za pośrednictwem której dziennie sprzedawane jest blisko 760 tys. przedmiotów; platforma allegro.pl umożliwia składanie ofert kupna i sprzedaży między innymi odzieży i obuwia; jest najbardziej rozpoznawalną platformą na której można kupić odzież i obuwie w Polsce; społeczność Allegro liczy ponad 14 mln użytkowników; Allegro posiadało 13 mln aktywnych kupujących w 2020 r.; roczne obroty na tej platformie przekraczają 35 mld zł; zatrudnia 3,2 tys. osób; jednym z głównych filarów strategii Allegro jest rozwój SMART! – programu nielimitowanych darmowych dostaw po wykupieniu rocznego abonamentu; od 2020 r. notowane na GPW z kapitalizacją wynoszącą 60 mld zł wg. stanu na czerwiec 2021 r.,

- ▲ Bonprix wchodzące w skład OTTO Group z Hamburga, największego koncernu tego typu na świecie; w ofercie tej spółki znajduje się odzież damska, męska i dziecięca oraz produkty przemysłowe dla gospodarstw domowych; firma obecna jest w 30 krajach na 4 kontynentach; w roku finansowym 2020/21 88% sprzedaży pochodziło z kanału *online*,
- ▲ About you – niemiecki modowy sklep internetowy oferujący odzież, obuwie, akcesoria oraz artykuły sportowe kilkuset marek zarówno z własnego magazynu, jak również w modelu *marketplace*; ma w swojej ofercie ponad 400 tys. produktów od ponad 2 tys. marek; 30 mln aktywnych użytkowników miesięcznie; About you prowadzi swoją działalność w 23 krajach, m.in. Niemczech, Polsce, Czechach, Słowacji, Rumunii, Węgrzech; w ubiegłym roku spółka osiągnęła 1,2 mld EUR przychodów; zatrudnia ponad 1,0 tys. pracowników; w czerwcu 2021 r. pozyskała w ramach IPO na giełdzie we Frankfurcie 657 mln EUR, które zamierza przeznaczyć na zwiększenie skali rozwoju na międzynarodowych rynkach, rozwój infrastruktury technologicznej i centrów dystrybucyjnych,
- ▲ Answear, podmiot notowany na GPW, koncentrujący się na sprzedaży rozpoznawalnych marek; ok. 90 tys. produktów – ubrania, buty i akcesoria dla kobiet, mężczyzn i dzieci z ponad 350 światowych marek; prowadzi działalność w 7 krajach regionu CEE: Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Rumunia, Bułgaria, Ukraina; 52% 28%/ 20% sprzedaży stanowią odzież/ obuwie/ akcesoria; 28%/ 30%/ 42% to marki budżetowe/ marki ze średniej półki cenowej/ marki *premium*; 616 pracowników; sprzedaż w Polsce/ pozostałych krajach stanowi ok. 30%/ 70%; ekspansja zakłada wejście do Rosji, Kazachstanu w 2021 r., do Chorwacji, Słowenii, Grecji w 2022 r., do Litwy, Łotwy, Estonii w 2023 r., do Serbii, Bośni, Hercegowiny, Mołdawii w 2024 r.; 11 mln wizyt na platformie miesięcznie; 224 zł średnia wartość zamówienia netto; 63% klientów to kobiety, 66% zamówień jest dokonywanych za pośrednictwem urządzeń mobilnych.

Spółki pozycjonujące się w segmencie luksusowym i *premium* to:

- ▲ Moliera2,
- ▲ Vitkac, najbardziej ekskluzywny obiekt handlowy w Polsce mieszczący się u zbiegu ulicy Brackiej i Alei Jerozolimskich w Warszawie; oferuje nie tylko najbardziej luksusowe marki odzieżowe, ale także ekskluzywne, głównie włoskie, meble, zaprasza do restauracji na ostatnim piętrze,
- ▲ Gomez, *multibrandowe* salony stacjonarne (Poznań, Suchy Las, Warszawa) i internetowy dom mody gomez.pl oferujący odzież, obuwie, torebki i akcesoria najlepszych marek *premium* na świecie,
- ▲ Showroom, sklep internetowy z ubraniami i dodatkami z europejskich butików; w 2019 r. stał się częścią grupy Miinto, która w ramach regionalnych platform umożliwia sprzedaż *online* produktów z niezależnych butików; koncept Miinto wywodzi się z Danii, firma jest obecna w Szwecji, Norwegii, Holandii, Belgii, Szwajcarii i Włoszech; Showroom oferuje ponad 2 tys. marek 900 niezależnych projektantów i butików,
- ▲ Modivo, należące do eobuwie.pl; spółka oferuje szeroką ofertę marek odzieżowych *premium*; prowadzi sprzedaż na 14 rynkach europejskich, przy jednoczesnym ciągłym rozwoju i dalszej ekspansji; posiada w ofercie 200 tys. produktów i ok. 200 marek; 97 mln zł przychodów, 186% więcej r/r, w I kw. 2021 r., udział sprzedaży Modivo w całkowitej sprzedaży eobuwie.pl to 13% w I kw. 2021; w 2020 r. powstał pierwszy sklep stacjonarny Modivo.

Wyroby jubilerskie i luksusowe

Około 40%/ 60% zakupów *online* wyrobów jubilerskich i luksusowych miało miejsce w ub. r. poprzez komputery stacjonarne/ strony mobilne. Najpopularniejsze strony w kategorii wyrobów jubilerskich i luksusowych na rynku krajowym to: (i) apart.pl, (ii) pandora.net, (iii) yes.pl, (iv) zegarownia.pl, (v) wkruk.pl.

4. Historia Spółki, akcjonariat

- ▲ **Pięciu akcjonariuszy posiada aktualnie łącznie ok. 80% akcji Spółki i tyle samo głosów na Walnym Zgromadzeniu.**
- ▲ **Największym akcjonariuszem Spółki jest Pan Marcin Michnicki.**

Historia

Najważniejsze informacje z historii Modern Commerce:

- ▲ 2010:
 - utworzenie i rejestracja spółki Air Market SA powstałej ze spółki z o.o.,
 - podwyższenie kapitału,
 - split akcji,
- ▲ 2011:
 - emisja 5 000 akcji serii C,
 - emisja 120 000 akcji serii D,
- ▲ 2013:
 - emisja 30 000 akcji serii E,
- ▲ 2015:
 - przejęcie Złote Wyprzedaże SA przez Spółkę poprzez nabycie 16 372 775 akcji Złote Wyprzedaże SA z siedzibą w Warszawie stanowiących 98,55% w jej ówczesnym kapitale zakładowym oraz w głosach na Walnym Zgromadzeniu; jednocześnie dotychczasowi inwestorzy Złote Wyprzedaże SA nabyli akcje serii I Spółki,
 - rejestracja w KRS podwyższenia kapitału zakładowego Spółki o kwotę 10,176 mln zł do poziomu 10,384 mln zł w wyniku emisji 101 758 169 akcji serii I,
- ▲ 2016:
 - nabycie przez Spółkę 240 666 akcji spółki Złote Wyprzedaże SA, w wyniku czego jej udział w kapitale zakładowym oraz w głosach na Walnym Zgromadzeniu wzrósł do 100%,
 - zmiana nazwy na Modern Commerce SA,
 - zawarcie umowy inwestycyjnej i umowy wspólników pomiędzy Modern Commerce, Złote Wyprzedaże, a Vente-Privee Holding.com Societe Anonyme; emisja w Złotych Wyprzedażach i zmiana struktury własnościowej; 51%/ 40%/ 9% należy do Vente-Privee Holding.com Societe Anonyme/ Modern Commerce/ osób fizycznych,
- ▲ 2017:
 - emisja 13 500 000 akcji serii K,
 - emisja i przydział 1 161 obligacji serii A o łącznej wartości nominalnej 1,161 mln zł zamiennych na 5 805 555 akcji serii J,
- ▲ 2020:
 - wyjście inwestora strategicznego, czyli Vente-Privee Holding.com Societe Anonyme ze spółki Złote Wyprzedaże, rozwiązanie umowy inwestycyjnej i umowy wspólników,
 - nieodpłatne nabycie od Vente-Privee Holding.com Societe Anonyme 21 182 137 akcji własnych przez Złote Wyprzedaże oraz ich umorzenie, wzrost udziału Modern Commerce w Złotych Wyprzedażach do 82%,
 - rejestracja w KRS obniżenia kapitału zakładowego spółki Złote Wyprzedaże SA, w wyniku którego udział Spółki w kapitale i w głosach wzrósł do 81,63%.
 - porozumienie inwestycyjne z mniejszościowym akcjonariuszem Złotych Wyprzedaży, wniesienie aportem 3 738 024 akcji Złotych Wyprzedaży w zamian za objęcie nowych akcji Modern Commerce (seria K), planowane osiągnięcie 100% zaangażowania w spółce Złote Wyprzedaże,

- podpisanie listu intencyjnego z udziałowcami spółki Rebel Tang Sp. z o.o. zakładającego nabycie przez Spółkę udziałów w ww. spółce, a następnie podpisanie umowy inwestycyjnej ze spółką Rebel Tang oraz jej współnikami, na podstawie której Spółka nabyła udziały w Rebel Tang stanowiące 10% kapitału zakładowego oraz prawo do nabycia udziałów dających razem z udziałami już nabytymi łącznie 28% w kapitale zakładowym tej spółki,
- podpisanie listu intencyjnego z udziałowcem Mamissima sp. z o.o. w celu nabycia 70% tej spółki,
- nabycie prawa ochronnego do znaku towarowego AMERICANOS, podpisanie umowy udzielenia wyłącznej licencji na korzystanie z tego znaku towarowego będące jednocześnie umową przedwstępną jego sprzedaży,

▲ 2021:

- nabycie 3 738 024 akcji, 18% akcji, Złotych Wyprzedaży i osiągnięcie 100%,
- podpisanie umowy inwestycyjnej z większościovym udziałowcem spółki Mamissima Sp. z o.o. zakładającej nabycie przez Spółkę 1 222 udziałów w ww. spółce, stanowiących 50,02% w kapitale zakładowym i w głosach, w zamian za 15 000 000 akcji Spółki nowej emisji, pod warunkiem rejestracji w KRS upoważnienia dla Zarządu Spółki do podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego, w ramach którego zostaną wyemitowane ww. akcje; w razie spełnienia się wskazanego warunku Spółka zobowiązała się do nabycia kolejnych 488 udziałów w Mamissima, po nabyciu których będzie posiadała 70%,
- objęcie przez Spółkę 16 nowo wyemitowanych udziałów w spółce Rebel Tang, w związku z podwyższeniem kapitału zakładowego tej spółki do 5 800 zł, dających z udziałami nabytymi wcześniej 26 udziałów, czyli 22,4% w kapitale zakładowym i w głosach,
- podpisanie listu intencyjnego ze współnikiem IT Fashion Polska Group & Partners określającego wstępne warunki nabycia 100% udziałów w tej spółce,
- złożenie przez jednego z obligatariuszy obligacji serii A oświadczenia o zamianie 400 obligacji serii A o wartości nominalnej 400 000 zł na 2 000 000 akcji serii J,
- spełnienie się warunku zawieszającego dot. nabycia udziałów w spółce Mamissima, przeniesienie na Spółkę własności do 1 222 udziałów w ww. spółce stanowiących 50,02% w kapitale zakładowym i w głosach; zobowiązanie się Spółki do zapłaty za udziały, do emisji oraz zaoferowania na rzecz podmiotu sprzedającego 15 000 000 nowych akcji w zamian za wkład pieniężny,
- rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego w wyniku emisji 26 792 474 akcji serii L objętych za aport w postaci 3 738 024 akcji Złotych Wyprzedaży,
- podwyższenie kapitału zakładowego Spółki w wyniku emisji i objęcia przez akcjonariusza 2 000 000 akcji serii J wyemitowanych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału,
- wykup 761 obligacji serii A o wartości nominalnej 761 000 zł,
- emisja i objęcie przez pojedynczego obligatariusza niezabezpieczonych obligacji serii B o łącznej wartości nominalnej 1,5 mln zł uprawniających do objęcia 12 500 000 akcji zwykłych na okaziciela Spółki serii M,
- zakończenie subskrypcji 15 000 000 akcji serii N w związku z transakcją nabycia udziałów w Mamissima,
- zawarcie umowy inwestycyjnej ze współnikiem spółki IT Fashion Polska Group & Partners Sp. z o.o., w której Spółka zobowiązała się nabyć 100 udziałów stanowiących 100% udział w kapitale zakładowym i w głosach na zgromadzeniu współników tej spółki za kwotę 100 mln zł; wykonanie transakcji jest uzależnione od spełnienia warunku zawieszającego w postaci rejestracji przez właściwy sąd podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji Spółki za nie mniej niż 60 mln zł,
- zbycie prawa ochronnego do znaku towarowego AMERICANOS (wykonanie przedwstępnej umowy sprzedaży).

Kapitał zakładowy

Ostatnie zmiany statutu – w związku z podjęciem uchwał na ZWZ Spółki zwołanym na dzień 16 czerwca 2021 r. wskazują, że kapitał zakładowy Spółki wynosi nie mniej niż 19 mln zł i nie więcej niż 35 mln zł dzieląc się na nie mniej niż 161 127 896 oraz nie więcej niż 351 851 488 akcji o wartości nominalnej 0,10 zł każda, w tym:

- 1 500 000 akcji serii A,
- 152 251 akcji serii B,
- 5 000 akcji serii C,
- 120 000 akcji serii D,
- 300 000 akcji serii E,
- 101 758 169 akcji serii I,
- 2 000 000 akcji serii J,
- 13 500 000 akcji serii K,
- 26 792 474 akcji serii L,
- 15 000 000 akcji serii N,
- do 148 131 000 akcji serii O,
- do 42 592 594 akcji serii P.

Emisja akcji serii O powinna pozwolić Spółce na nabycie 60% udziału IT Fashion Polska Group & Partners, właściciela Moliera2, i realizację innych projektów inwestycyjnych.

Akcje serii P zostaną objęte przez wspólników: (i) Mamissima w zamian za aport w postaci 1 221 udziałów stanowiących około 50% kapitału zakładowego Mamissima (cena emisyjna akcji serii P będzie równa cenie emisyjnej akcji serii O) oraz (ii) wspólników IT Fashion Polska Group & Partners za wkład niepieniężny w postaci 20 udziałów stanowiących 20% kapitału zakładowego IT Fashion Group & Partners (cena emisyjna akcji serii P będzie równa cenie rynkowej akcji z dnia zamknięcia transakcji, ale nie niższa niż cena emisyjna akcji serii O).

Kapitał docelowy – do 30 mln nowych akcji

Ponadto Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Spółki upoważniło Zarząd Spółki do podwyższenia kapitału zakładowego w drodze jednej lub kilku emisji nie więcej niż 30 000 000 nowych akcji Spółki kolejnych serii (kapitał docelowy) w terminie do 3 lat od dnia wpisania do rejestru przedsiębiorców zmiany statutu przewidującej kapitał docelowy.

Zarząd może emitować warranty subskrypcyjne z terminem wykonania prawa zapisu na akcje upływającym nie później niż okres, na który zostało mu udzielone upoważnienie do podwyższenia kapitału zakładowego. Za zgodą Rady Nadzorczej Zarząd może pozbawić akcjonariuszy w całości lub części prawa poboru w stosunku do akcji oraz warrantów subskrypcyjnych emitowanych w granicach kapitału docelowego.

Dzięki możliwości emisji akcji w ramach kapitału docelowego Zarząd będzie miał elastyczność w zakresie:

- ▲ regulowania zobowiązań związanych z przejęciami innych podmiotów,
- ▲ pozyskania środków na bieżącą działalność Spółki,
- ▲ cele inwestycyjne związane z rozwojem Spółki.

Cena emisyjna akcji będzie ustalana w odniesieniu do wartości rynkowej akcji lub będzie określana przy zastosowaniu adekwatnych metod wyceny.

Akcje serii M

Ponadto warunkowy kapitał zakładowy Spółki (nie więcej niż ok. 1 mln zł) został uchwalony celem przyznania praw do objęcia akcji serii M przez obligatariuszy obligacji zamiennych na akcje. Prawo objęcia akcji serii M w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego może być wykonane do 31 grudnia 2023 r. Spółka dokonała 29 kwietnia 2021 r. przydziału 1 500 sztuk obligacji oznaczonych literą B o wartości nominalnej 1 000 zł każda, o łącznej wartości nominalnej 1,5 mln zł. Wszystkie obligacje zostały objęte przez jednego obligatariusza. Cena emisyjna jednej obligacji równa jest jej wartości nominalnej. Obligacje serii B, o maksymalnym terminie wykupu do dnia 30 grudnia 2022 r., są oprocentowane w wysokości 3% w skali roku. Obligacje serii B są niezabezpieczone i uprawniają obligatariusza do objęcia 12 500 000 akcji zwykłych na okaziciela

Spółki serii M, o wartości nominalnej 0,10 zł każda. Zamiana obligacji na akcje serii M będzie dokonana w drodze konwersji wartości nominalnej obligacji na akcje. Cena emisyjna jednej akcji serii M wynosi 0,12 zł. Obligatariusz ma prawo zażądać wykupu obligacji serii B przed dniem wykupu wyłącznie w drodze zamiany obligacji serii B na akcje serii M zgodnie z postanowieniami warunków emisji. Wcześniejszy wykup obligacji w drodze dokonania zamiany obligacji na akcje serii M jest możliwy w następujących dniach wcześniejszego wykupu: 30 czerwca 2021 r., 20 grudnia 2021 r. oraz 27 lipca 2022 r..

Akcjonariat

Pięciu akcjonariuszy posiada łącznie ok. 80% akcji Spółki i tyle samo głosów na Walnym Zgromadzeniu.

Największym akcjonariuszem Spółki jest Pan Marcin Michnicki posiadający bezpośrednio oraz pośrednio przez spółkę Probatu, w której jest właścicielem udziałów stanowiących 99% kapitału zakładowego, ok. 42% akcji Spółki. Znaczący akcjonariusze Spółki posiadają swoich reprezentantów w jej organach.

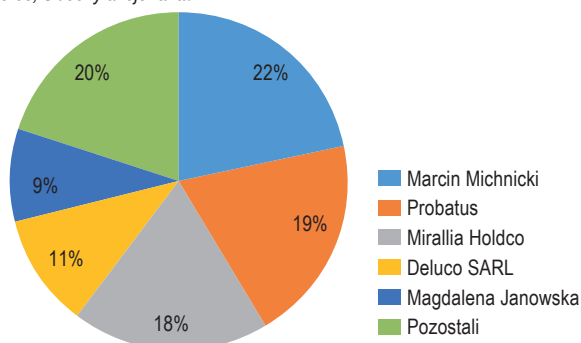
Pan Marek Dąbrowski, Członek Zarządu, posiada 54,5% akcji Mirallia Holdco. Pan Stephane Heusdens, Członek Rady Nadzorczej, posiada 45,5% Mirallia Holdco. Mirallia Holdco jest właścicielem ok. 18% akcji Spółki.

Pan Christophe Delachaux, Członek Rady Nadzorczej, posiada 100% udziału w Deluco SARL, podmiocie, który posiada ok. 11% akcji Spółki.

Magdalena Janowska posiada 15 000 000 akcji stanowiących 9% wszystkich akcji Spółki.

Pozostali akcjonariusze mają aktualnie 20% akcji Spółki.

Wykres 30. Modern Commerce; Obecny akcjonariat



Źródło: Spółka

5. Cele emisji akcji serii O

- ▲ Planowana emisja akcji serii O powinna pozwolić Spółce na nabycie (i) 60% udziału IT Fashion Polska Group & Partners, właściciela Moliera2 oraz (ii) realizację innych projektów inwestycyjnych.

Celem emisji akcji serii O jest pozyskanie środków na nabycie 60% udziału IT Fashion Polska Group & Partners i realizację innych projektów inwestycyjnych.

Warunki transakcji

Modern Commerce zamierza kupić docelowo 100% akcji spółki IT Fashion Polska Group & Partners, właściciela marki Moliera2.com za 100 mln zł.

Płatność za 80% IT Fashion Polska Group & Partners będzie dokonana w dwóch transzach:

- ▲ 60 mln zł za 60% akcji, płatne w gotówce,
- ▲ 20 mln zł za 20% akcji, płatne w postaci akcji Modern Commerce; sprzedawca, czyli IT Fashion Polska Group & Partners, będzie uprawniony do sprzedaży połowy udziałów wnoszonych za 10 mln zł w ciągu 30 dni po 30. czerwca 2024 r. lub po 30. czerwca 2025 r.

Pozostałe 20% akcji IT Fashion Polska Group & Partners będzie kupione za minimum 20 mln zł płatnych rocznie w 2 transzach w latach 2022 i 2023 każda transza (po audycie wyników finansowych). Minimalna wartość każdej transzy to 10 mln zł. Jeśli spółka, której akcje będą przedmiotem nabycia, osiągnie wyższe wyniki finansowe niż założone, płatność będzie wyższa.

Możliwa konwersja na akcje

Sprzedawca akcji IT Fashion Polska Group & Partners będzie miał prawo do skonwertowania wybranej transzy płatności na nowo emitowane akcje Modern Commerce. Liczba wyemitowanych akcji będzie zależała od wartości odpowiedniej transzy i 6M VWAP akcji Modern Commerce z 10% dyskontem.

6. Strategia rozwoju

- ▲ Strategią Modern Commerce, jako spółki holdingowej, jest budowanie wartości Grupy poprzez zrzeszanie podmiotów z branży *ecommerce*, które dzięki włączeniu do Grupy powinny zyskiwać na efektywnym zarządzaniu, a także synergiiach operacyjnych oraz ekonomii skali.
- ▲ W ramach realizacji strategii Spółka zamierza włączyć w struktury Grupy: (i) 80% spółki IT Fashion Polska Group & Partners, właściciela marki Moliera2.com (docelowo 100%), (ii) pozostałe udziały Mamissima.
- ▲ Dzięki tym akwizycjom Grupa chce osiągnąć wiodącą pozycję na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium*. Sprzedaż marek z wyższych półek cenowych, co za tym idzie wyższa wartość jednostkowego koszyka powinna wspierać rentowność pojedynczej transakcji.
- ▲ Cele finansowe Grupy na lata 2021-2024 obejmują poprawę pro-forma łącznych przychodów planowanych na 2021P w wysokości 128 mln zł do skonsolidowanych przychodów w wysokości 260 mln zł w 2024P. EBITDA ma urosnąć z ponad 8 mln zł w 2021P do blisko 30 mln zł w 2024P.
- ▲ Główne synergii mają się pojawić w obszarze: (i) stworzenia eksperckiego zespołu pracowników we wszystkich obszarach nowoczesnego *ecommerce*, (ii) wprowadzenia zrównoważonej grupowej strategii sprzedażowej przy braku kanibalizacji oferty, (iii) spojrzenia na wszystkie biznesy przez pryzmat najsilniejszej marki Grupy, czyli Moliera2, posiadającej przewagę negocjacyjną w postaci portfolio serwisów, (iv) optymalizacji działań logistycznych, (v) promowania i skalowania usług *marketplace*.

Akwizycje

Strategia Modern Commerce polega na budowie kompetencji wewnątrz Grupy oraz skalowaniu pojedynczych biznesów przy zastosowaniu nowoczesnych rozwiązań, opartych głównie na *data science*. W ramach realizacji strategii rozwoju Modern Commerce podjął prace zmierzające do włączenia w struktury Grupy:

- ▲ 80% spółki IT Fashion Polska Group & Partners, właściciela marki Moliera2.com,
- ▲ pozostałych udziałów należącej do Grupy spółki Mamissima.pl.

IT Fashion Polska Group & Partners prowadzi działalność w zakresie sprzedaży detalicznej odzieży, obuwia oraz akcesoriów marek luksusowych oraz marek *premium* w ramach sklepów internetowych (m.in. na domenie moliera2.com) oraz w butikach zlokalizowanych w Warszawie, Sopocie, Poznaniu, Katowicach i Zakopanem. Przejęcie tego podmiotu spowoduje, że platformy działające w ramach Grupy zyskają partnera, dzięki któremu będą mogły wyskalować swoje biznesy i dalej zwiększać jakość świadczonych usług oraz obsługi posprzedażowej.

Przejęcie Mamissima pozwala Grupie poszerzyć ofertę o produkty przeznaczone dla dzieci od wieku niemowlęcego do przedszkolnego, a także wprowadzić dodatkowy model sprzedaży w e-sklepie Złote Wyprzedaże, w którym handel *flash sale* odbywa się obecnie w ramach kilkudniowych kampanii. Akwizycja Mamissimy powiększa ofertę Grupy o ponad 33 tys. unikatowych produktów dostępnych *online*. Sklep internetowy Mamissima jest obecny na rynku od ponad 10 lat. Oferuje on akcesoria, zabawki, kosmetyki, meble, ubranka, gry, zestawy artystyczne i artykuły szkolno-przedszkolne. Sprzedaje produkty ok. 200 marek – zarówno topowych, jak i niszowych, polskich oraz zagranicznych.

Cele strategiczne

Akwizycje te powinny pozwolić grupie współpracującej z ponad 500 dostawcami i producentami wypracować cele strategiczne, którymi w latach 2021-2024 są:

- ▲ stworzenie ekosystemu firm *ecommerce* na krajowym rynku poprzez konsolidację komplementarnych platform, głównie w obszarze dóbr luksusowych i *premium*,

- ▲ osiągnięcie wiodącej pozycji na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium*,
- ▲ osiągnięcie korzyści skali i synergii operacyjnych pomiędzy platformami prowadzących do fundamentalnych przewag konkurencyjnych, w tym poprzez:
 - wykorzystanie potencjału marketingowego marki Moliera2, m.in. w obszarze niezagospodarowanych kategorii *fashion*, innych dóbr i usług luksusowych,
 - wykorzystanie doświadczenia spółki z Grupy – Złotych Wyprzedaży – w sprzedaży w drugim cyklu życia produktu,
 - wspólną infrastrukturę logistyczno-operacyjną,
 - wykorzystanie wspólnych rozwiązań analityczno-technologicznych i narzędzi MarTech.

Cele finansowe

Cele finansowe Grupy na lata 2021-2024 to:

- ▲ pro-forma łączne przychody/ EBITDA w wysokości ok. 128 mln zł/ ponad 8 mln zł w 2021 r.,
- ▲ skonsolidowane przychody w wysokości 160 mln zł – 170 mln zł, przy udziale przychodów *ecommerce* w całości przychodów na poziomie 75% – 80%,
- ▲ rentowność EBITDA w okolicy 9% w 2022 r.,
- ▲ skonsolidowane przychody przekraczające 260 mln zł, a EBITDA bliska 30 mln zł w 2024 r.

Synergie

Przyjęty plan działań obejmuje uzyskanie synergii wewnątrz Grupy. Planowane działania operacyjne zakładają m.in.:

- ▲ sformatowanie struktury Grupy do końca I kw. 2022 r.,
- ▲ stworzenie eksperckiego zespołu pracowników we wszystkich obszarach nowoczesnego *ecommerce*,
- ▲ wprowadzenie zrównoważonej strategii sprzedażowej; wspólny kierunek przy doborze celów sprzedażowych bazujący na największej rynkowo bazie dostawców (suma kontrahentów pojedynczych podmiotów z Grupy); selektywny dobór oferty i cyklu życia produktu dla poszczególnych serwisów minimalizuje ryzyko wzajemnej kanibalizacji,
- ▲ rozszerzenie oferty produktów oraz usług w obszarze kategorii *premium* oraz luksus,
- ▲ wykorzystanie potencjału do zagospodarowania nowych obszarów w ramach wspólnego konceptu, na przykład luksusowe wycieczki czy najwyższej jakości ubezpieczenia *travel*,
- ▲ wzmocnienie wizerunku i świadomości poszczególnych marek Grupy; spójna strategia komunikacji w tworzeniu jednolitego podmiotu, wykorzystanie kompetencji i wieloletnich doświadczeń w ramach współpracy podmiotów w Grupie,
- ▲ budowę jednej aplikacji mobilnej w technologii *white label* (klient płacąc za koszyk będzie poruszał się po stronie dostosowanej graficznie i funkcjonalnie do sklepu internetowego, nie widząc, który serwis płatności *online* pośredniczy w realizacji transakcji); wykorzystanie wspólnego silnika technologicznego; unifikację pozostałych narzędzi dedykowanych serwisom Grupy,
- ▲ zgrupowanie i zarządzanie bazami klientów; stworzenie *one data pool*,
- ▲ optymalizację działań logistycznych w ramach unifikacji operatora dla wszystkich jednostek z Grupy ze zdecydowanym skróceniem dostawy w ramach oferty stałej oraz przygotowanie obsługi logistycznej pod międzynarodową ekspansję,
- ▲ dalsze dynamiczne promowanie i skalowanie usługi *marketplace* w ramach projektu *Moliera2&Friends* oraz uruchomienie podobnych inicjatyw w pozostałych jednostkach Grupy,
- ▲ zwiększenie efektywności wykorzystania kapitału obrotowego, w szczególności w zakresie zarządzania gospodarką magazynową oraz obiegiem gotówki.

W ramach prowadzonych działań Grupa zamierza utrzymać niezależność ofertową poszczególnych serwisów. Zastrzega jednak dalszą analizę optymalnego scenariusza dla wzmocnienia marki Moliera2 w ramach pełnej oferty Grupy. W obecnym ujęciu poszczególne marki będą funkcjonowały do końca I kw. 2022 r. W tym czasie synergia przebiegać ma pod znakiem zaprezentowanych powyżej założeń. Spółki będą integrowane stopniowo, aby nie utraciły obecnej dynamiki wzrostu poszczególnych marek.

**Kierunek rozwoju
poszczególnych segmentów**

W Moliera2 do końca 2021 r. ma być przeprowadzony audyt wszystkich procesów spółki, który pozwoli na zidentyfikowanie i obranie optymalnych działań do osiągnięcia założonej strategii. Usprawnieniu będą podlegały kluczowe procesy z obszaru księgowości, raportowania (analitiky), budżetowania oraz struktury przedsiębiorstwa. Dodatkowo przeanalizowana zostanie architektura technologiczna wszystkich serwisów w Grupie, w szczególności pod kątem funkcjonalności, przepustowości oraz użyteczności (UX). Spółka zamierza utworzyć platformę do oferowania rzeczy używanych, która ma stanowić uzupełnienie oferty dla obecnych klientów, ale także umożliwić pozyskanie nowych. Jest to zgodne z obecnym trendem ponownego wykorzystywania odzieży używanej, który został zainicjowany przez Vinted. Spółka ma możliwość certyfikowania oryginalności produktów, które będą oferowane na platformie, co stanowi istotną przewagę. Ponadto za pośrednictwem platformy mogą być oferowane marki, które nie znajdują się w obrocie pierwotnym Spółki.

Złote Wyprzedaże w 2021 r. będą skupione na wzbogaceniu oferty serwisu poprzez akwizycję nowych marek do aktualnego portfolio, w tym poszerzenie kompetencji *new business*. Spółka zamierza również kontynuować rozpoczęte już projekty rozwojowe w tym *marketplace*. Na przełomie lat 2021 i 2022 Złote Wyprzedaże rozpoczną inwestycje technologiczne, które pozwolą na sprawne wykorzystanie zgromadzonego potencjału bazy danych i jeszcze bardziej efektywny marketing. W 2022 r. spółka planuje kompetencyjnie wesprzeć Moliera2 w stworzeniu nowego konceptu obsługi posprzedażowej w drugim cyklu życia produktu.

W Mamissima aktualnie trwają procesy łączenia kluczowych kompetencji pomiędzy serwisem Mamissima oraz Złotymi Wyprzedażami, w szczególności w zakresie strategii marketingowej oraz realizacji ustalonych KPI. Do końca 2021 r. połączone zostaną pozostałe kluczowe obszary – m.in. produkcja, logistyka oraz księgowość. Dodatkowo rozpoczęto wstępne rozpoznanie w przypadku stworzenia oferty produktów marki własnej. W dłuższej perspektywie planowane jest wprowadzenie kategorii *premium* przy wykorzystaniu doświadczenia Moliera2 w obsłudze kategorii dóbr luksusowych.

ESG

Grupa przygotowuje plan zrównoważonego rozwoju w ramach czynników *Environmental, Social and Governance (ESG)*. W najbliższych latach Modern Commerce planuje rozwijać współpracę z kontrahentami, których oferta jest zgodna z zasadami ochrony środowiska oraz prospołecznymi, w tym dotyczącymi obniżenia wskaźników emisji CO2, zużycia energii elektrycznej i ilości wytwarzanych odpadów.

7. Model biznesowy

- ▲ Ambicją Grupy jest dołączenie do grona czołowych graczy na polskiej scenie *ecommerce* sklepów luksusowych.
- ▲ Aktualnie Spółka posiada (i) 100% Złotych Wyprzedaży, (ii) 50% Mamissimy, (iii) 22% Rebel Tang. Pracuje nad przejęciem 80% akcji właściciela Moliera2, by z czasem zwiększyć swój udział do 100%. Ponadto planuje zwiększyć zaangażowanie w Mamissima do 100%.
- ▲ Złote Wyprzedaże.pl to jeden z wielomarkowych graczy na krajowym rynku *ecommerce*, którego model biznesowy opiera się na *flash-sale* (wyprzedaż ograniczona czasowo). Po zakończeniu współpracy z Vente-Privée Group rozpoczął się proces przemodelowania firmy, który trwa do dziś.
- ▲ Mamissima jest sklepem internetowym oferującym szeroki przekrój marek wyższych segmentów dedykowanych dzieciom i ich rodzicom (akcesoria, zabawki, ubrania, kosmetyki i inne artykuły dla dzieci od wieku niemowlęcego do przedszkolnego). Spółka zamierza poszerzyć ofertę o markę własną.
- ▲ Rebel Tang, młoda spółka, prowadzi działalność w zakresie tworzenia sieci wirtualnych restauracji w formule franczyzowej (*Virtual Restaurant as a Service*) funkcjonujących wyłącznie w formule dostawy do klienta.
- ▲ Moliera2 to jeden z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, który przyciąga klientów zdywersyfikowaną ofertą i obecnością zarówno w kanałach *offline*, jak i *online*. Ponad dziesięcioletnia obecność spółki w segmencie *online* owocuje dobrą pozycją marketingową wśród krajowych detalistów w segmencie luksusowym.

Grupa spółek ecommerce

Modern Commerce obejmuje grupę spółek koncentrujących się w sektorze *online*. Aktualnie Spółka posiada 100% Złotych Wyprzedaży, 50% Mamissimy, 22% Rebel Tang (uwzględniając objęcie 16 udziałów w marcu 2021 r.). Modern Commerce pracuje nad akwizycją 80% akcji podmiotu, który jest właścicielem Moliera2, by z czasem uzyskać 100%. Ponadto planuje zwiększyć zaangażowanie w Mamissima do 100%. Po tych akwizycjach Grupa powinna stać się jednym z czołowych graczy na polskiej scenie internetowych sklepów luksusowych.

Wykres 31. Modern Commerce; Struktura Grupy



* uwzględniając objęcie 16 udziałów w marcu 2021 r.
Źródło: Spółka

Tabela 10. Modern Commerce; Model biznesowy

Opis	Modern Commerce			Moliera2	Modern Commerce
	Złote Wyprzedaże	Mamissima	Rebel Tang		+ Moliera2
	Multibrandowy internetowy dyskont z modelem biznesowym <i>flash-sale</i>	Sklep internetowy oferujący szeroką gamę produktów do pielęgnacji niemowląt najlepszych marek	Pionier na polskim rynku VRaaS	Lider w sektorze luksusowej odzieży <i>online</i> w Polsce z najwyższą średnią wartością koszyka	Gracz na polskim rynku <i>ecommerce</i> , łączący unikalne możliwości na jednej platformie
Przychody w 2020 r. (mln zł)	15,4	7,4	0,1	76,8	99,7
GMV w 2020 r. (mln zł)	24,9	9,1	b.d.	127,6	161,6
Unikalni użytkownicy (tys.)	426	136	b.d.	429	991
Wyświetlenia strony (mln)	5,0	0,6	b.d.	4,0	9,6
Średni koszyk (zł)	290	262	34	1 397	b.d.
Średni współczynnik konwersji (%)	0,6	1,4	b.d.	1,1	b.d.

Źródło: Spółka

7.1. Złote Wyprzedaże

Flash-sale

Złote Wyprzedaże to jeden z największych wielomarkowych graczy na krajowym rynku *ecommerce* działający od 2010 r. Złote Wyprzedaże prowadzą działalność jako klub zakupowy, którego członkom oferowane są produkty, w tym znanych światowych marek oraz popularnych projektantów, w atrakcyjnych cenach. Sprzedaż powyższych artykułów odbywa się za pośrednictwem serwisu internetowego w ramach kilkudniowych (5-7 dni) wyprzedaży (*flash-sale*), o których zarejestrowani użytkownicy informowani są poprzez regularnie rozsyłany *newsletter*, powiadomienia w aplikacjach zainstalowanych na telefonach, informacje zamieszczane w serwisach internetowych oraz media społecznościowe. Wśród oferowanych przez serwis marek znajdują się m.in.: Calvin Klein, Armani, Versace, Diesel, Guess, Tommy Hilfiger i wiele innych.

Wykres 32. Złote Wyprzedaże; Marki partnerów



Źródło: Spółka

Dzięki takiemu modelowi biznesowemu ilość zamówionych towarów pokrywa się z popytem w danym okresie, co z kolei umożliwia dopasowanie ceny kosztem wydłużenia realizacji zamówienia. Spółka obecnie przechodzi proces zmian strategicznych związanych ze zmianami w kierownictwie, pojawieniem się nowych marek, wprowadzeniem optymalizacji operacyjnych.

Podstawowe informacje

Złote Wyprzedaże oferują:

- ▲ dyskonto do 90%,
- ▲ 44 nowe marki (umowy podpisane w 2019 r.),
- ▲ 16-dniowy średni okres dostarczenia towaru do klienta (charakterystyka modelu sprzedaży *flash sale*),
- ▲ do 240 kampanii każdego miesiąca (plan na 2021 r.).

Osobami zarządzającymi w Złotych Wyprzedażach są:

- ▲ Maciej Tygielski, Dyrektor Zarządzający, posiadający doświadczenie w zarządzaniu sprzedażą, rozwoju biznesu, strategii i marketingu oraz wdrażaniu nowoczesnych rozwiązań Mar-Tech; wcześniej związany m.in. z Bauer Media Group, Prudentialem, oraz Myshop.mobi,
- ▲ Leszek Kobyliński, Dyrektor ds. Integracji Ecommerce, związany z sektorem mediów od 15 lat, z doświadczeniem w tworzeniu strategii, audytach danych, implementacji rozwiązań z obszaru inżynierii i analizy danych; poprzednio pracował w Axel Springer Polska, Motor-Press, Vogel Burda Media,
- ▲ Wojciech Klecha, Dyrektor Finansowy, posiadający szerokie doświadczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstw; wcześniej związany z PGNiG SA i PGNiG Upstream International AS; obecnie również z E-fitness oraz Sprzedajemy.pl,
- ▲ Marcin Michnicki, Członek Rady Nadzorczej, z doświadczeniem w zakresie M&A, CEO w Probatu (od 2002 r.), członek rad nadzorczych w ponad 15 spółkach.

Zakończenie współpracy z VP

W czerwcu 2020 r. Złote Wyprzedaje zdecydowały zakończyć współpracę z Vente-Privee Francja (VP), co jednocześnie rozpoczęło proces przemodelowania firmy. Współpraca ze strategicznym inwestorem w latach 2016 – 2020 pozwoliła na zwiększenie skali operacji i przyciągnięcie nowych klientów.

W momencie zakończenia współpracy z VP marka zlotewyprzedaze.pl obchodziła 10. rocznicę istnienia na rynku, co pozwoliło na sprawną komunikację tej informacji wśród użytkowników serwisu. Odłączenie od głównego udziałowca VP postawiło firmę przed nowymi wyzwaniami, z których kluczowym było pozyskiwanie marek do portfolio firmy. Do tej pory ponad 60% oferty stanowiły kampanie Veepee, a tylko 40% pozyskiwanych było lokalnie. Zapewnienie odpowiedniej oferty markowych produktów stało się jednym z priorytetów działu sprzedaży. W tym celu rozwinięta została komórka *Key Account Managers (New Business)*, która w IV kw. 2020 r. rozpoczęła pozyskiwanie nowych dostawców.

Istotnym w aspekcie kontynuowania działalności spółki w kolejnych latach było umorzenie całości zadłużenia z tytułu pożyczek udzielonych spółce Złote Wyprzedaje przez VP oraz znacznej części zobowiązań z tytułu dostaw towarów i usług logistycznych należnych podmiotom z grupy VP. Znaczący spadek bieżących obciążeń związanych z obsługą zadłużenia oraz przeprowadzona w II i III kw. 2020 r. restrukturyzacja kosztowa pozwoliła na utrzymanie operacji w 2020 r. i na wprowadzanie kolejnych etapów restrukturyzacyjnych, w tym przede wszystkim budowy nowego portfela dostawców towarów oraz reorganizacji procesów sprzedażowych.

Spółka prowadziła przebudowę swojego biznesu w okresie marzec – październik 2020 r. koncentrując się na wygaszaniu współpracy z VP. Na koniec września 2020 r. współpraca z VP została całkowicie zakończona.

Efekt przeprowadzonych zmian jest już widoczny w poprawiających się wynikach operacyjnych spółki za ostatnie miesiące. Spodziewana jest dalsza poprawa sytuacji w najbliższych okresach, z planowanym osiągnięciem *break-even* na II i III kw. 2021 r.

W efekcie analizy spodziewanych negatywnych skutków epidemii Spółka zdecydowała się przeprowadzić optymalizacje kosztowe dotyczące struktury zatrudnienia, które powinny przyczynić się do polepszenia rentowności Spółki jeszcze w 2021 oraz dalszej poprawy wyników w kolejnych latach. Podstawowym celem będzie zwiększenie średniego obrotu per realizowana kampania wyprzedazowa oraz skupienie się na dostarczaniu atrakcyjnej oferty wyprzedazowej do klienta.

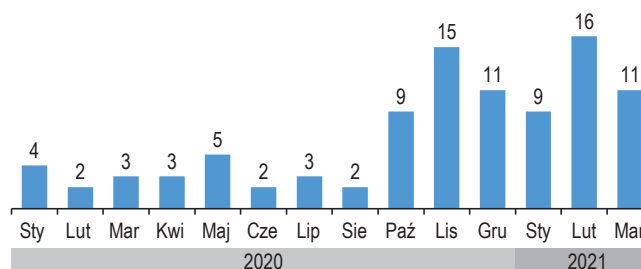
Ponadto podjęto kroki zmierzające do uzdrowienia struktury bilansu poprzez negocjacje umorzenia długu Spółki względem większościowego akcjonariusza. Spółka prowadzi rozmowy mające na celu zrestrukturyzowanie długu handlowego powstałego wobec spółek z grupy VP oraz negocjacje w sprawie dalszej współpracy.

Fundamenty

Fundamentem przyszłego wzrostu Złotych Wyprzedaży są:

- ▲ uzyskanie pełnej niezależności po zakończeniu współpracy z VP,
- ▲ zmiany personalne,
- ▲ restrukturyzacja kosztowa, w tym obniżenie zatrudnienia o 30%, wydatków na marketing o 80%, kosztów utrzymania o 20%, kosztów wsparcia i utrzymania ERP o 70%,
- ▲ wprowadzenie nowych programów i kampanii, w tym:
 - *quick shopping*, czyli szybkie zakupy (dostęp do ofert *last-minute* z dyskontami do 90% i szybkimi (48 godzin) dostawami,
 - *dropshipping* (model logistyczny wykorzystywany przy sprzedaży przez internet, polegający na przeniesieniu procesu wysyłki na dostawcę; rola sklepu internetowego sprowadza się do zbierania zamówień i przesyłania ich do dostawcy, który realizuje wysyłkę towaru do klienta),
 - studio fotograficzne wewnątrz firmy,
- ▲ rosnąca liczba nowych umów partneringowych z dostawcami.

Wykres 33. Złote Wyprzedaże; Nowe umowy partneringowe



Źródło: Spółka

Plan

Plan rozwoju Złotych Wyprzedaży zakłada:

- ▲ analizę behawioralną preferencji klientów,
- ▲ rozwinięcie aplikacji mobilnych wewnątrz firmy,
- ▲ optymalizację kosztów dostawy (projekt jedna paczka dla wielu kampanii),
- ▲ wejście na nowe rynki,
- ▲ rozwój oferty możliwości sprawdzania ceny,
- ▲ wprowadzenie strategii ASO (pozycjonowanie aplikacji mobilnych w *App Store* i *Google Play*) i SEO (optymalizacja widoczności w *Google Search*),
- ▲ rozwój *marketing-mix* (nowe kanały),
- ▲ zaawansowane raportowanie i analityka.

Wyniki finansowe

Złote Wyprzedaże jeszcze nie osiągnęły pozytywnych wyników ze swojej działalności podstawowej. Sprzedaż tego podmiotu spadła z 18,2 mln zł w 2019 r. do 15,4 mln zł w 2020 r., co wynikało z zakończenia współpracy z VG, a co za tym idzie, utraty dostępu do topowych marek. Strata na sprzedaży tego podmiotu wyniosła 6,5 mln zł w 2019 r. i 2,6 mln zł w 2020 r. W I kw. 2021 r. miał miejsce znaczący jej spadek r/r, z 1,7 mln zł w I kw. 2020 r. do 0,2 mln zł w I kw. 2021 r.

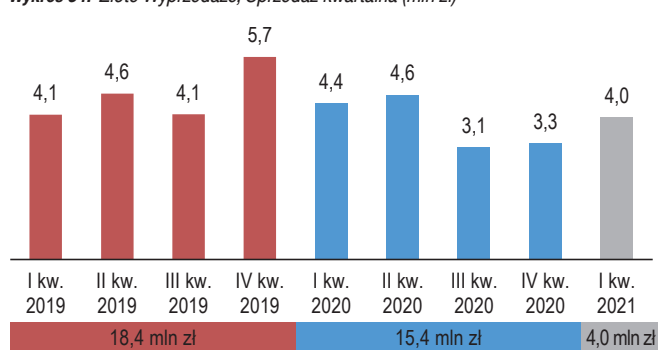
W tym samym czasie Złote Wyprzedaże wykazały wysoki poziom zobowiązań i rezerw na zobowiązania (11,4 mln zł na koniec 2020 r. wobec 25,7 mln zł na koniec 2019 r.), a kapitały wyniosły -6,0 mln zł w 2020 r. Nie została jak dotąd podjęta formalna decyzja o kontynuacji działania tego podmiotu.

Tabela 11. Złote Wyprzedaże; Podstawowe dane finansowe

(mln zł)	2019	2020	I kw. 20	I kw. 21
Przychody ze sprzedaży	18,2	15,4	4,4	4,0
Koszty operacyjne	24,7	18,0	6,1	4,1
Amortyzacja	0,9	0,4	0,2	0,0
Zużycie materiałów i energii	0,2	0,2	0,1	0,1
Usługi obce	8,2	5,7	2,0	0,8
Podatki i opłaty	0,0	0,0	0,0	0,1
Wynagrodzenia	3,7	2,7	0,8	0,6
Ubezpieczenie społeczne i inne świadczenia	0,8	0,5	0,2	0,1
Pozostałe koszty rodzajowe	0,2	0,0	0,0	0,0
Wartość sprzedanych produktów	10,7	8,4	2,8	2,5
Zysk (strata) na sprzedaży	-6,5	-2,6	-1,7	-0,2
Pozostałe przychody operacyjne	0,0	17,6	0,0	0,5
Pozostałe koszty operacyjne	0,4	0,5	0,0	0,0
EBIT	-6,9	14,5	-1,7	0,3
Zysk netto	-7,0	14,2	-1,7	0,3
EBITDA	-6,0	14,9	-1,5	0,4

Źródło: Spółka

Wykres 34. Złote Wyprzedaże; Sprzedaż kwartalna (mln zł)

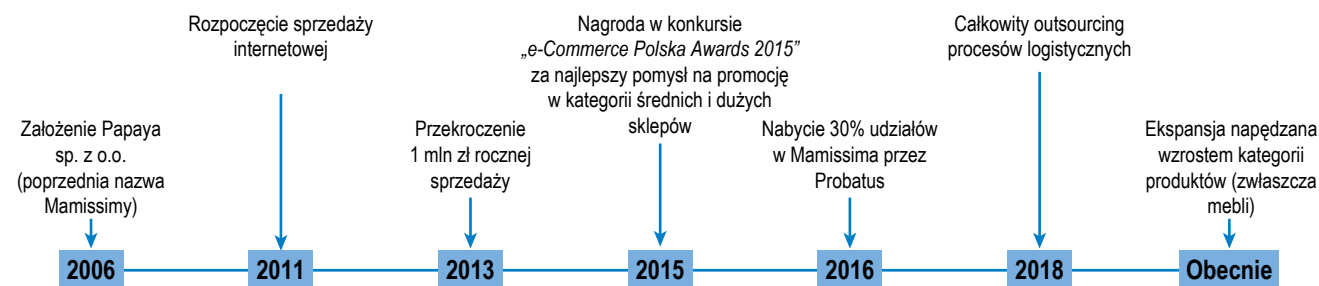


Źródło: Spółka

7.2. Mamissima

12 marca 2021 r. Spółka podpisała umowę inwestycyjną zakupu 50% udziałów w spółce Mamissima z o.o. za 3 mln zł. Modern Commerce planuje zwiększenie zaangażowania do 100% do końca września 2021 r.

Wykres 35. Mamissima; Historia spółki



Źródło: Spółka

Dla dzieci

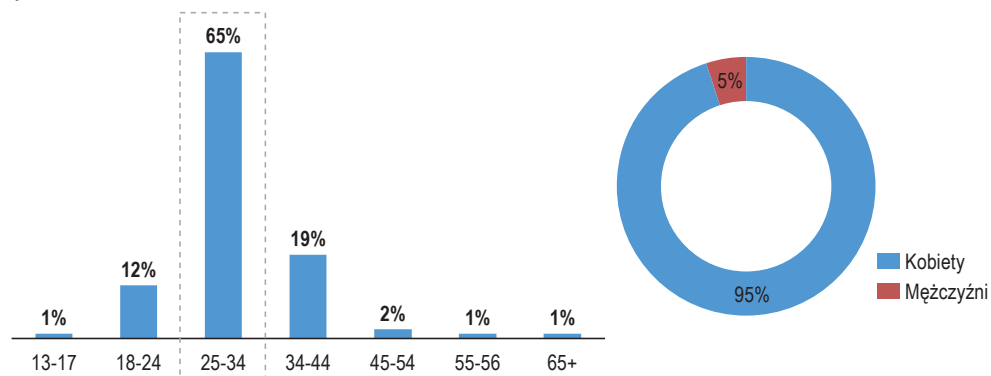
Mamissima jest sklepem internetowym posiadającym jeden showroom w Warszawie. Firma oferuje szeroki przekrój towarów dedykowanych dzieciom i ich rodzicom marek wyższych segmentów cenowych. Spółka zamierza poszerzyć ofertę o markę własną. Mamissima ma za sobą szereg kampanii marketingowych włączając wynajmowanie przestrzeni banerowych na stronach internetowych swoich dostawców w celu poprawy przejrzystości marki. Pandemia spowodowała czasowe ograniczenie przychodów (-10%) związane z zamknięciem *showroomu*. W najbliższych latach Mamissima planuje poszerzenie portfolio produktów, przenegocjowanie warunków dostaw, a także wprowadzenie usług związanych z edukacją rodziców. Typowy klient Mamissimy to kobieta w wieku 25 – 34 lata. Docelowym klientem Spółki są zamożne kobiety z dużych miast i chęcią powrotu po kolejne zakupy.

Wykres 36. Mamissima; Oferowane produkty



Źródło: Spółka

Wykres 37. Mamissima; Profil klienta



Źródło: Spółka

Podstawowe informacje

Kluczowe dane o Mamissima:

- ▲ 7,4 mln zł przychodów w 2020 r.,
- ▲ ponad 300 marek,
- ▲ ponad 11 tys. towarów,
- ▲ ponad 200 nowych towarów tygodniowo,
- ▲ 198 tys. sesji miesięcznie,
- ▲ 1,4% wskaźnik konwersji,
- ▲ 287 tys. *followersów* na Facebooku,
- ▲ 71 tys. *followersów* na Instagramie,
- ▲ 50 tys. newsletterów,
- ▲ 2-5 dni czas dostawy.

Spółka jest zarządzana przez:

- ▲ Małgorzatę Witkowską, CEO, odpowiedzialną za operacyjne wdrażanie nowych marek, negocjowanie umów z dostawcami, prowadzenie kampanii marketingowych w *social media* i organizowanie wydarzeń promocyjnych,
- ▲ Magdalenę Janowską, współwłaścicielkę, odpowiedzialną za poszukiwanie i nabywanie nowych marek, współpracę z ekspertami i influencerami w celach marketingowych, a także strategię marketingową spółki na stronie i blogu.

7.3. Rebel Tang

Akwizycja

17 grudnia 2020 r. Spółka podpisała umowę inwestycyjną ze spółką Rebel Tang oraz jej wspólnikami, na podstawie której miała prawo objąć udziały w kapitale zakładowym Rebel Tang dające łącznie 28% w kapitale zakładowym tej spółki. Łączna kwota inwestycji to 2 mln zł.

Food-tech

Rebel Tang (RP) jest pionierem na rynku *Cloud Kitchen* w Polsce łącząc gastronomię z nowoczesną technologią (*food-tech*). Przy wykorzystaniu *big data* jest w stanie dokładnie określić jakiego typu restauracja jest pożądana w danej okolicy. Zapewnia wsparcie we wdrażaniu wybranych konceptów swoich restauracji.

Virtual Restaurant as a service

Rebel Tang skupia się na rozwoju serwisu VRaaS (*Virtual Restaurant as a service*), który umożliwia partnerom szybkie i łatwe otwieranie wirtualnych restauracji na bazie franszyzy. Pozwala im skupić się na podstawowej działalności, czyli przygotowywaniu jedzenia, odciążając z pozostałych prac. Spółka zaczęła działać w maju 2020 r. i do końca roku uruchomiła 5 conceptów gastronomicznych w 11 lokalizacjach. Biznes Rebel Tang wspierała pandemia Covid-19 zmuszająca restauratorów do szukania nowych rozwiązań.

Podstawowe informacje

Kluczowe dane o Rebel Tang:

- ▲ 0,1 mln zł przychodów w 2020 r.,
- ▲ planowane 1,9 mln zł przychodów w 2021 r.,
- ▲ 100 otwartych wirtualnych restauracji,
- ▲ 8 miast,
- ▲ 11 różnych lokalizacji,
- ▲ 40% średniorocznego wzrostu rynku dostaw jedzenia przed pandemią,
- ▲ 167 mln zł – wartość rynku *Virtual Restaurant/ Cloud Kitchen* w 2019 r.

Rebel Tang oferuje:

- ▲ zarządzanie zamówieniami,
- ▲ zarządzanie menu,
- ▲ logistykę i dostawę,
- ▲ analizę danych.

Rebel Tang integruje:

- ▲ platformy jedzeniowe (UberEats, BoltFood, Glovo, Wolt),
- ▲ logistykę (Stava, eliGo, Let's Deliver),
- ▲ *ecommerce* (Social Foods).

Kluczowe osoby w Spółce to:

- ▲ Marek Cynowski, CEO, z 15-letnim doświadczeniem w *ecommerce* i transformacji cyfrowej, poprzednio zatrudniony w Groupon, Poczcie Polskiej, SentiOne,
- ▲ Stanisław Magdij, COO, z 20-letnim doświadczeniem w branży HoReCa, poprzednio zatrudniony w Amrest, Rossman, Bierhalle,
- ▲ Łukasz Piekut, CMO, z 10-letnim doświadczeniem w komunikacji i marketingu cyfrowym, poprzednio zatrudniony w They.pl, Brand Rock, Mówią na Mieście.

Wykres 38. Rebel Tang; Marki



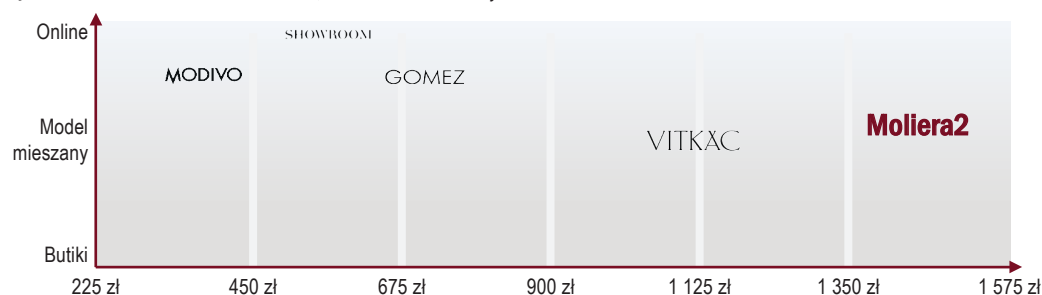
Źródło: Spółka

7.4. Moliera2

Luksus/ premium

Moliera2 to jeden z najbardziej ekskluzywnych krajowych detalistów, który przyciąga klientów zdywersyfikowaną ofertą i obecnością zarówno *online*, jak i *offline*. Ponad dziesięcioletnia obecność spółki w segmencie *online* owocuje doskonałą pozycją marketingową wśród krajowych detalistów w segmencie luksusowym. Spółka może pochwalić się najlepszą pozycją wśród krajowych sprzedawców segmentu luksusowego w Internecie w kategorii: (i) średnia cena koszyka, (ii) udział ruchu mobilnego (*mobile traffic*), udział poszukiwania organicznego (*organic search*). Główną grupę klientów spółki stanowią przedstawiciele generacji Y (*millennials*) i kolejnej – Z. Spodziewana jest konwergencja sprzedaży w kierunku segmentu *online*.

Wykres 39. Luksusowi detaliści w Polsce; Średnia wartość koszyka



Źródło: Spółka

Podstawowe informacje

Kluczowe dane o Moliera2:

- ▲ 76,8 mln zł przychodów w 2020 r.,
- ▲ 41,5% ruchu na stronie generowanego organicznie (luty 2021),
- ▲ 182 tys. to baza klientów,
- ▲ 61 tys. czytelników otrzymujących *newsletter*,
- ▲ 49 tys. członków należących do klubu lojalnościowego,
- ▲ 4,9 tys. zł – średni CLTV (*customer lifetime value*, suma przychodów, jaką generuje dla firmy klient przez okres trwania relacji z nią),
- ▲ 350 marek do wyboru, w tym 100 posiadanych na wyłączność,
- ▲ 38 tys. dostępnych SKU,
- ▲ 160 tys. wiadomości wysyłanych pocztą elektroniczną do klientów,
- ▲ program Moliera2&Friends wprowadzony w marcu 2020 r. jako odpowiedź na restrykcje związane z pandemią wywołaną wirusem SARS-CoV-19;

online:

- ▲ 4 tys. wyświetleń strony w 2020 r.
- ▲ 429 tys. unikalnych użytkowników na koniec grudnia 2020 r.
- ▲ 1,14% wskaźnik konwersji,
- ▲ 1,4 tys. wartość średniego koszyka w 2020 r.;

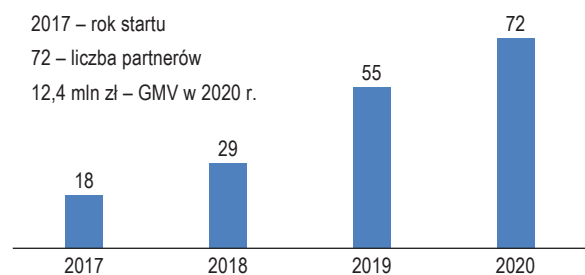
marketplace:

- ▲ uruchomiony w 2017 r.,
- ▲ 72 partnerów w 2020 r.,
- ▲ 12,4 mln zł GMV w 2020 r.;

offline:

- ▲ 7 butików (Warszawa, Poznań, Katowice, Sopot, Zakopane),
- ▲ 2 500 m. kw. powierzchnia sklepów,
- ▲ 1,3 tys. wartość średniego koszyka w 2020 r.,
- ▲ 7,4% CAGR średniego koszyka w latach 2018-2020,
- ▲ 21,8 tys. transakcji w 2020 r.

Wykres 40. Moliera2; Marketplace; Liczba partnerów



Źródło: Spółka

Wykres 41. Moliera2; Marketplace; Luksusowe butik

- 7 luksusowych butików
- W najbardziej zamożnych regionach Polski
- 28,0 mln zł – przychody w 2020 r.
- 1 283 zł – średni koszyk
- 7,4% – CAGR wartości koszyka
- 2 500 m² – całkowita powierzchnia butików
- 21,8 tys. – liczba transakcji



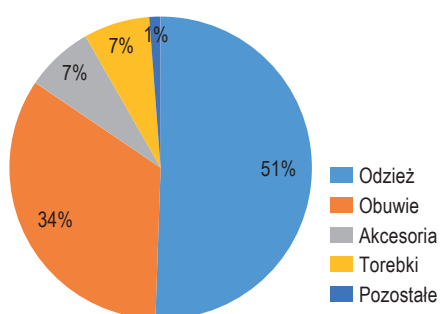
Źródło: Spółka

Wykres 42. Moliera2; Transformacja



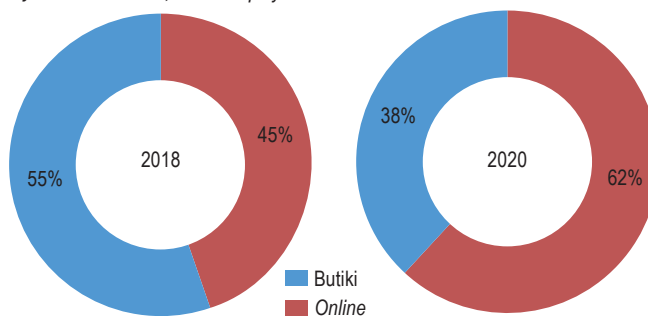
Źródło: Spółka

Wykres 43. Moliera2; Struktura sprzedaży wg kategorii



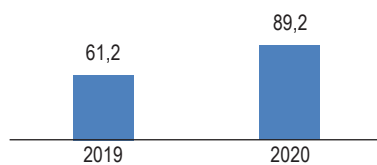
Źródło: Spółka

Wykres 44. Moliera2; Struktura przychodów



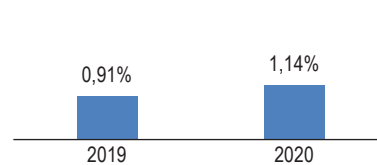
Źródło: Spółka

Wykres 45. Moliera2; Online; Liczba transakcji (tys.)



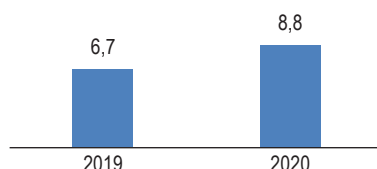
Źródło: Spółka

Wykres 46. Moliera2; Online; Wskaźnik konwersji



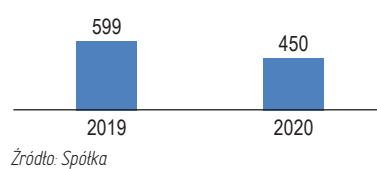
Źródło: Spółka

Wykres 47. Moliera2; Online; Liczba sesji (mln)



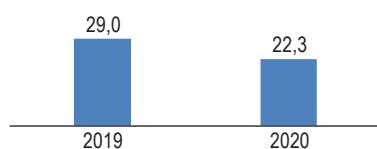
Źródło: Spółka

Wykres 48. Moliera2; Online; Średni przychód na transakcję (zł)



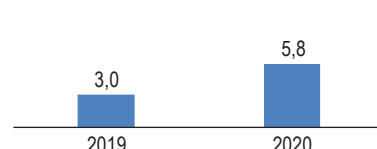
Źródło: Spółka

Wykres 49. Moliera2; Przychody – dojrzałe butiki* (mln zł)



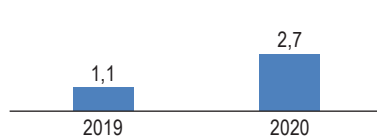
* Grupę tworzą butiki: Warszawa, PTK i Poznań
Źródło: Spółka

Wykres 50. Moliera2; Przychody – rozwijające się butiki* (mln zł)



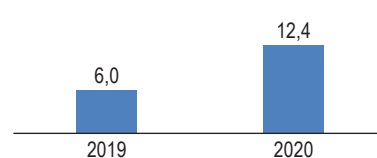
* Grupę tworzą butiki: Katowice, Sopot, Beauty i Zakopane
Źródło: Spółka

Wykres 51. Moliera2; Marketplace; Przychody z prowizji (mln zł)



Źródło: Spółka

Wykres 52. Moliera2; Marketplace; Obrót (mln zł)



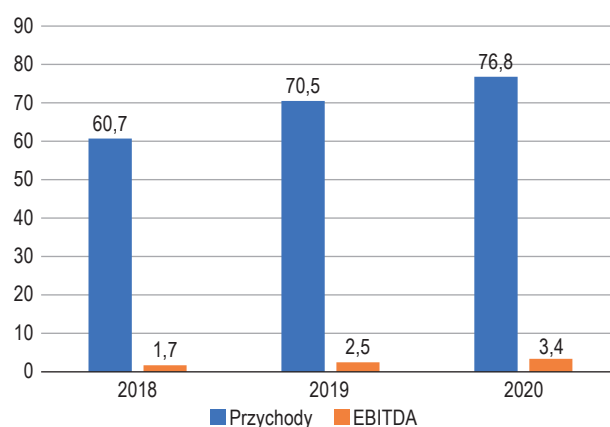
Źródło: Spółka

Tabela 12. Moliera2.pl na rynku wyrobów luksusowych w Polsce

	Sprzedaż (mln zł)	Online	Offline	Typ	Obecność na rynku polskim (lata)
Moliera 2	77 (2020)	Tak	Tak	Luksus, premium	12
Vitkac	440 (2019)	Tak	Tak	Luksus	9
Gomez	134 (2019)	Tak	Tak	Premium	6
Modivo	237 (2020)	Tak	Tak	Premium	2
Showroom	45 (2018)	Tak	Nie	Luksus, premium, vintage	8

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Wykres 53. Moliera2; Dane finansowe (mln zł)



Źródło: Spółka

8. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ W 2020 r. spółka Modern Commerce przechodziła okres transformacji po zakończeniu współpracy z Grupą Vente-Privée osiągając 15,4 mln zł przychodów oraz stratę na podstawowej działalności operacyjnej w wysokości 2,7 mln zł.
- ▲ Zakładamy konsolidację 80% IT Fashion Polska Group & Partners (Moliera2.com) od sierpnia 2021 oraz sukcesywne zwiększanie udziału do 100% w latach 2022-23. Zakładamy również zwiększenie udziału w Mamissima z 50,02% do 100% w III kw. 2021 r.
- ▲ Modern Commerce dzięki przejęciu spółki IT Fashion Polska Group & Partners (Moliera 2.com) skokowo zwiększy skalę działalności. Szacujemy, że w latach 2021P i 2022P sprzedaż Grupy zwiększy się r/r odpowiednio o 339% oraz 146%, natomiast CAGR sprzedaży w latach 2021-25 prognozujemy na 50%.
- ▲ Dzięki utylizacji szerokiego wachlarza synergii poakwizycyjnych i osiągnięciu wiodącej pozycji na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium* Spółka powinna istotnie poprawić rentowność na swojej działalności. Szacujemy, że marża EBITDA sukcesywnie będzie rosła z poziomu 5,2% w 2021P do 10,3% w 2025P. Niemniej jednak w długim horyzoncie należy oczekiwać rozwodnienia marży z uwagi na rosnącą konkurencyjność w branży *ecommerce*.
- ▲ Rozwój *ecommerce* oraz sprzedaży w modelu wielokanałowym jest dość kosztowny. Powinno mieć to odzwierciedlenie w skali wydatków inwestycyjnych do poniesienia przez Grupę w najbliższych latach, umożliwiającą zakładany przez nas dynamiczny wzrost przychodów. Zakładamy relacje nakładów inwestycyjnych do sprzedaży na poziomie 3% w okresie prognoz.

2020 r. – początek transformacji

W 2020 r. spółka Modern Commerce osiągnęła przychody w wysokości 15,4 mln zł, natomiast strata na działalności operacyjnej (przed pozostałymi przychodami i kosztami operacyjnymi) wyniosła 2,7 mln zł. Rok 2020 był dla Spółki okresem transformacji po zakończeniu współpracy z Grupą Vente-Privée. Z jednej strony Spółka straciła dostęp do sprzedaży produktów wielu marek, co przelożyło się na spadek sprzedaży w II poł. 2020 r., z drugiej strony Modern Commerce podjął wiele inicjatyw mających na celu optymalizację struktury kosztów w Grupie, co pozwoliło na zmniejszenie straty na podstawowej działalności operacyjnej w 2020 r. w ujęciu r/r. W I kw. 2021 r. – pomimo wciąż nieznacznie niższej sprzedaży r/r – Spółce udało się wypracować 0,4 mln zł EBITDA wobec -1,5 mln zł w I kw. 2020 r.

Struktura sprzedaży – Moliera2.com – kluczowe aktywo w Grupie

Po sfinalizowaniu transakcji zakupu 80% IT Fashion Polska Group & Partners, Moliera2.com stanie się kluczowym aktywem w grupie Modern Commerce. Szacujemy, że przychody Moliera2.com powinny odpowiadać za 61,8% skonsolidowanych przychodów Grupy w 2021 r. oraz 77,4% w 2022 r. (pełna konsolidacja). Modern Commerce dzięki przejęciu spółki IT Fashion Polska Group & Partners (Moliera2.com) skokowo zwiększy skalę działalności. Szacujemy, że w 2021P i 2022P sprzedaż Grupy zwiększy się r/r odpowiednio o 339% oraz 146%, natomiast CAGR sprzedaży w latach 2021-25 prognozujemy na 50%.

Rentowność – ekonomia skali i synergii poakwizycyjne

Poprzez kilkukrotne zwiększenie skali przychodów zyski Grupy Modern Commerce będą nie tylko pod wpływem pozytywnego efektu dźwigni operacyjnej, ale również szeregu różnych inicjatyw, które mają być wdrożone po finalizacji transakcji i pozwolą uwolnić dodatkowe synergii pomiędzy poszczególnymi spółkami i w Grupie. Ponadto działalność Moliera2.com będzie dalej optymalizowana.

Główne synergii mają się pojawić w obszarze: (i) stworzenia eksperckiego zespołu pracowników we wszystkich obszarach nowoczesnego *ecommerce*, (ii) wprowadzenia zrównoważonej grupowej strategii sprzedażowej przy braku kanibalizacji oferty, (iii) zwiększenia siły zakupowej przy wykorzystaniu najsilniejszej marki Grupy, czyli Moliera2, (iv) optymalizacji działań logistycznych, (v) promowania i skalowania usług *marketplace*.

Dzięki wykorzystaniu szerokiego wachlarza synergii poakwizycyjnych i osiągnięciu wiodącej pozycji na krajowym rynku sprzedaży *online* dóbr luksusowych i *premium* Spółka powinna istotnie poprawić rentowność na swojej działalności. Szacujemy, że marża EBITDA sukcesywnie będzie rosła z poziomu 5,2% w 2021P do 10,3% w 2025P. Niemniej jednak w długim horyzoncie należy oczekiwać rozwodnienia marży z uwagi na rosnącą konkurencyjność w branży *ecommerce*.

Struktura kosztów

Dominujący udział w strukturze kosztów Modern Commerce w 2020 r. miały usługi obce (przede wszystkim marketing, logistyka itp.) oraz wynagrodzenia, odpowiednio 60% i 28% kosztów rodzajowych. Prognozujemy, że po przeprowadzeniu akwizycji struktura kosztów ulegnie zmianie, natomiast dwie wyżej wspomniane kategorie kosztów będą nadal dominujące. Z uwagi na wspomniane powyżej spodziewane przez nas synergiczne relacje poszczególnych kategorii kosztów do przychodów powinny ulec znaczącej poprawie (również ze względu na efekt dźwigni operacyjnej).

Nakłady inwestycyjne

Rozwój *omnichannel* jak i również *ecommerce* jest dosyć kosztowny. Powinno to mieć odzwierciedlenie w skali wydatków inwestycyjnych do poniesienia przez Grupę w najbliższych latach, aby umożliwić jej rozwój. Zakładamy relacje nakładów inwestycyjnych do sprzedaży na poziomie 3% w okresie prognoz.

Cele finansowe Grupy zbieżne z naszymi prognozami

Spółka Modern Commerce w swojej strategii zaprezentowała cele finansowe w zakresie kształtowania się przychodów i EBITDA w okresie 2021-24. Spółka zakłada zwiększenie przychodów z poziomu 128 mln zł pro-forma w 2021P do 260 mln zł w 2024P przy jednoczesnym wzroście skonsolidowanej EBITDA Grupy z 8 mln zł w 2021P do 30 mln zł w 2024P. Nasze prognozy finansowe dla Grupy Modern Commerce są zbieżne z założeniami Grupy. Prognozujemy wzrost przychodów i EBITDA z poziomu 128,3 mln zł/ 8,7 mln zł w 2021 pro-forma do 275,7 mln zł/ 29,1 mln zł w 2024.

Ryzyko walutowe

Modern Commerce poprzez swoje spółki zależne dokonuje rozliczeń za produkty nabywane od producentów lub dystrybutorów w euro (EUR) bądź dolarach (US\$), natomiast przychody realizuje w złotych. Spółka posiada zatem otwartą ekspozycję walutową i ryzyko z nim związane. Na chwilę obecną Spółka nie podejmuje działań celem neutralizacji tego ryzyka, ale nie wyklucza takich działań w przyszłości.

Polityka dywidendowa

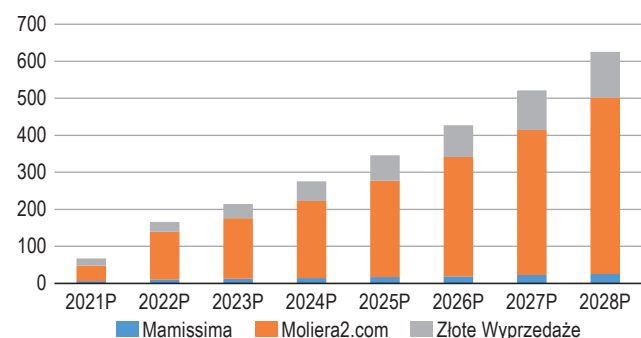
Zakładamy, że ze względu na dynamiczny rozwój Modern Commerce nie będzie przeznaczać wypracowanych zysków na dywidendę w najbliższych latach.

Ograniczony wpływ Rebel Tang i Mamissima na wyniki Grupy

Mimo iż prognozujemy dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów Mamissimy w ciągu najbliższych kilku lat, szacujemy jej wkład do przychodów oraz marży brutto Grupy na poziomie średnio jednocyfrowym w okresie prognoz.

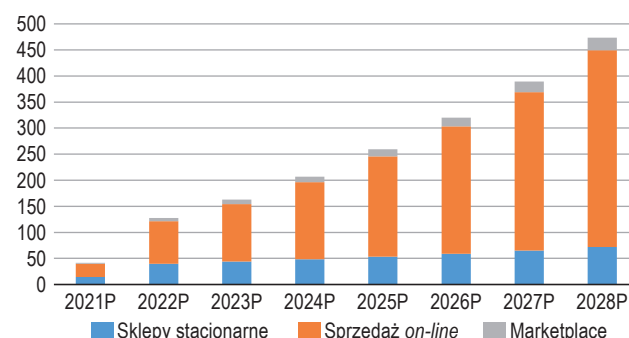
Rebel Tang z uwagi na skalę swojej działalności oraz posiadany udział Grupy w spółce powinien mieć ograniczony wpływ na zysk netto Modern Commerce (konsolidacja przez mniejszości). Zakładamy, że projekt ten powinien stać się rentowny przy większej skali działalności, co powinno nastąpić w perspektywie około 2 lat.

Wykres 54. Modern Commerce; Struktura sprzedaży Grupy (mln zł)



Źródło: DM BOŚ SA

Wykres 55. Modern Commerce; Struktura sprzedaży Moliera2.com (mln zł)



Źródło: DM BOŚ SA

Spółka Moliera2 w okresie od stycznia do maja 2021 roku zrealizowała przychody w wysokości 39 mln zł, natomiast zysk operacyjny i netto wyniosły odpowiednio 1,2 mln zł i 0,9 mln zł. Spółka przez pierwsze pięć miesięcy 2021 roku zrealizowała 51% zeszłorocznych przychodów.

Tabela 13. Moliera2; Wyniki finansowe styczeń – maj 2021

PSR, mln zł	1 stycznia – 31 maja 2021	1 stycznia – 31 marca 2021	2020
Przychody	39,0	22,8	76,8
EBIT	1,2	-0,3	2,4
marża EBIT	3,1%	-1,3%	3,1%
Zysk netto	0,9	-0,5	1,5
marża netto	2,3%	-2,2%	2,0%

Źródło: Spółka

9. Sprawozdania finansowe (PSR; skonsolidowane)

Tabela 14. Modern Commerce; Bilans

(mln zł)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Majątek trwały	0,2	6,5	9,1	12,4	16,4	21,3
– wartości niematerialne i prawne	0,2	0,4	0,7	1,0	1,3	1,8
– rzeczowy majątek trwały	0,1	6,0	8,4	11,4	15,1	19,5
Wartość firmy	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Inwestycje długoterminowe	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Majątek obrotowy	7,4	69,6	73,4	85,9	113,4	139,2
– zapasy	4,5	49,6	60,4	75,1	96,7	121,4
– należności handlowe netto	0,1	0,3	0,7	0,9	1,2	1,5
– środki pieniężne i ekwiwalenty	1,8	19,1	11,1	8,4	13,9	14,4
Rozliczenia międzyokresowe czynne, pozostałe	2,7	3,0	3,4	3,6	3,8	4,1
Aktywa	20,2	89,9	96,8	112,7	144,5	175,5
Kapitały własne	2,7	36,3	43,6	58,3	79,1	105,1
Rezerwy	0,6	0,2	0,5	0,7	1,0	1,2
Zobowiązania, w tym:	16,1	32,1	41,3	52,4	62,7	67,1
– odsetkowe	2,7	9,4	13,4	16,4	16,4	8,9
Rozliczenia międzyokresowe bierne	0,8	21,3	11,3	1,3	1,7	2,1
Pasywa	20,2	89,9	96,8	112,7	144,5	175,5
Wskaźniki:						
Zadłużenie/ Kapitały własne	1,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1
Kapitał pracujący netto/ Aktywa ogółem	-0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Wskaźnik bieżący	0,5	2,3	1,8	1,7	1,8	2,1
Wskaźnik szybki	0,2	0,7	0,3	0,2	0,3	0,3
Sprzedaz/ Aktywa ogółem	0,8	1,2	1,7	2,0	2,0	2,1
Sprzedaz/ Kapitał pracujący netto	b.z.	7,1	5,3	5,6	5,8	5,7
Rotacja zapasów w dniach	b.z.	240	199	188	183	184
Rotacja należności kr. w dniach	b.z.	1	1	2	1	2
Rotacja zobowiązań handlowych w dniach	b.z.	160	92	89	88	88
Cykl obrotu gotówki w dniach	b.z.	81	109	101	97	97
ROA	b.z.	3,6%	10,4%	14,0%	16,2%	16,2%
ROE	b.z.	10,2%	24,3%	28,7%	30,4%	28,1%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 15. Modern Commerce; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż	15,4	67,6	166,1	214,2	275,7	346,2
Przychody ze sprzedaży towarów	15,4	65,3	158,8	204,4	263,6	331,2
Koszt sprzedanych towarów	-8,4	-41,3	-100,7	-131,5	-170,9	-216,2
Zysk brutto na sprzedaży towarów	7,0	24,1	58,1	72,9	92,7	115,0
Przychody z usług	0,0	2,3	7,4	9,8	12,1	15,0
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-9,7	-23,3	-53,6	-64,2	-79,4	-99,4
Zysk na sprzedaży	-2,7	3,1	11,9	18,5	25,3	30,6
Pozostałe przychody operacyjne	17,6	1,6	2,9	3,0	3,0	3,1
Pozostałe koszty operacyjne	-1,4	-1,9	-2,9	-3,4	-3,4	-3,5
EBITDA	13,9	3,5	14,2	21,2	29,1	35,7
EBIT	13,5	2,7	11,9	18,1	24,9	30,2
Przychody finansowe	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Zysk z działalności gospodarczej	13,0	2,6	11,7	17,8	24,6	30,0
Udział w spółkach konsolidowanych metodą praw własności	0,0	-0,7	-0,6	0,3	1,1	2,0
Zysk brutto	13,0	1,9	11,0	18,1	25,8	32,0
Podatek dochodowy	0,0	-0,4	-2,1	-3,4	-4,9	-6,1
Zyski mniejszości	0,0	-0,4	-0,8	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	13,0	2,0	9,7	14,6	20,9	25,9
Marże:						
Zysk brutto na sprzedaży towarów	45,5%	36,8%	36,6%	35,7%	35,2%	34,7%
Zysk na sprzedaży	-17,6%	4,7%	7,5%	9,0%	9,6%	9,2%
EBITDA	90,1%	5,2%	8,5%	9,9%	10,6%	10,3%
EBIT	87,5%	4,0%	7,1%	8,4%	9,0%	8,7%
Zysku przed opodatkowaniem	84,4%	2,8%	6,6%	8,4%	9,3%	9,2%
Zysku netto	84,5%	2,9%	5,9%	6,8%	7,6%	7,5%
Wzrosty nominalne:						
Sprzedaży	b.z.	339%	146%	29%	29%	26%
Zysku na sprzedaży towarów	b.z.	b.z.	288%	56%	37%	21%
EBITDA	b.z.	-74%	300%	50%	37%	22%
EBIT	b.z.	-80%	335%	52%	38%	21%
Zysku przed opodatkowaniem	b.z.	-85%	473%	64%	42%	24%
Zysku netto	b.z.	-85%	390%	50%	42%	24%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 16. Modern Commerce; Przepływy pieniężne

(mln zł)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	-0,8	-0,7	4,7	11,0	14,0	18,6
Zysk netto	13,0	2,0	9,7	14,6	20,9	25,9
Amortyzacja	0,4	0,8	2,3	3,2	4,2	5,5
Zmiana w kapitale obrotowym	-2,1	-3,6	-5,9	-6,8	-11,0	-12,7
Pozostałe	-12,1	0,1	-1,5	0,0	-0,1	-0,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,1	-63,0	-15,0	-16,4	-8,3	-10,4
Wydatki inwestycyjne	-0,1	-63,0	-15,0	-16,4	-8,3	-10,4
Pozostałe	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-0,3	80,2	3,8	2,7	-0,3	-7,7
Wpływy z emisji akcji	0,0	80,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia	0,0	0,3	4,0	3,0	0,0	-7,5
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
Zmiana stanu gotówki	-1,2	16,5	-6,4	-2,7	5,5	0,5

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły $365 / (\text{przychody ze sprzedaży} / \text{średni stan należności w danym okresie})$.

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$.

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$.

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopy dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedowóżaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązaniymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Niniejszy raport został sporządzony w **Wydziale Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska SA z siedzibą w Warszawie** (dalej DM BOŚ SA) w celu informacyjnym. Raport jest rekomendacją w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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 jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu „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”.

Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie analityczny i nie stanowi prospektu ani innego dokumentu informacyjnego w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (dalej jako „Rozporządzenie 2017/1129”) oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. Dz. U. z 2020 r. poz. 2080, dalej jako „Ustawa o ofercie”).

Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie stanowią oferty sprzedaży ani zachęty do składania ofert kupna. Jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o Modern Commerce SA („Spółka”) i ofercie publicznej papierów wartościowych Spółki w Polsce („Oferta”) jest memorandum ofertowe („Memorandum”), które nie stanowi memorandum informacyjnego ani prospektu w rozumieniu Ustawy o ofercie oraz Rozporządzenia 2017/1129. W związku z Ofertą w Polsce Memorandum jest opublikowane i dostępne na stronie internetowej Spółki (<http://moderncommercesa.com/>).

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie analityczny i w żadnym wypadku nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji o nabyciu papierów wartościowych Spółki.

Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ SA. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ SA na dzień jego wydania. DM BOŚ SA ostrzega, iż niniejszy raport nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U. 2021, poz. 328 z późn. zm.) (dalej: „Ustawa o obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, a także nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji klienta.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które DM BOŚ SA, działając w dobrej wierze i z należytą starannością, uważa za wiarygodne. DM BOŚ SA nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności oraz trafności tych informacji. DM BOŚ SA, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania klienta podjęte na podstawie niniejszego raportu, nie ponoszą odpowiedzialności za straty lub utracone korzyści klienta, ani za wszelkie szkody, poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych klienta oraz skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego raportu lub zawartych w nim informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym raporcie stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. Informacje tu zawarte mogą stanowić stwierdzenia dotyczące przyszłości. Stwierdzenia takie mogą być identyfikowane poprzez użycie określeń dotyczących przyszłości, takich jak np. „może”, „będzie”, „spodziewa się”, „jest oczekiwany”, „powinno”, „przewiduje się”, „uważać”, „sądzić”, „zakłada się”, a także ich zaprzeczeń, ich odmian lub zbliżonych terminów. Stwierdzenia dotyczące przyszłości wiążą się z szeregiem znanych i nieznanymi ryzyk, niepewności oraz innych czynników, które mogą wpłynąć na wyniki, poziom działalności, osiągnięte cele Spółki i spowodować, że będą one istotnie różne od zakładanych przyszłych wyników. Z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, DM BOŚ SA nie jest zobowiązany do aktualizowania ani weryfikowania jakichkolwiek stwierdzeń dotyczących przyszłości, które mogą być tu zawarte w przypadku wystąpienia jakichkolwiek przyszłych zdarzeń, powzięcia nowych informacji czy wystąpienia jakichkolwiek innych okoliczności.

Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ SA. Klient wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym raporcie na własne ryzyko i odpowiedzialność. Ponadto rozpowszechnianie tego dokumentu w niektórych państwach może być zabronione. Niedozwolona jest dystrybucja niniejszego dokumentu w innych krajach.

Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

W DM BOŚ SA obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ SA, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ SA. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ SA tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ SA, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

Powyższy raport został sporządzony w związku z Ofertą akcji serii O Spółki na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA ze Spółką, a DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie z tytułu usług świadczonych w związku z Ofertą, w tym z tytułu przygotowania niniejszego raportu.

DM BOŚ SA, jego dyrektorzy, członkowie kierownictwa, pracownicy, doradcy ani agenci nie ponoszą odpowiedzialności ani nie składają oświadczeń i zapewnień, wyraźnych czy dorozumianych, w zakresie prawdziwości, poprawności lub kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale (ani w zakresie ewentualnych pominięć informacji w tym materiale), lub w innych informacjach dotyczących Spółki, lub ich podmiotów zależnych lub powiązanych, czy to w formie pisemnej, ustnej, wizualnej czy elektronicznej i niezależnie od sposobu transmisji lub udostępnienia, ani z tytułu strat wynikających w jakikolwiek sposób z korzystania z tych materiałów lub ich treści lub w inny sposób z nimi związanych.

Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ SA oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

Wybrane fragmenty niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji dokładności faktów zawartych w części opisowej niniejszego raportu.

DM BOŚ SA dotożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszego raportu.

DM BOŚ SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.

Niniejszy raport jest pierwszym raportem adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców, publikowanym opracowaniem DM BOŚ SA dotyczącym Spółki.

Nadzór nad DM BOŚ SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia raportu jest: 8 lipca 2021 r., godz. 8.30.

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 8 lipca 2021 r., godz. 8.40.

Źródła informacji: Raporty bieżące, materiały Spółki, Memorandum, sprawozdania finansowe Spółki, GPW oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP. Wymienione źródła informacji DM BOŚ SA uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności.

DM BOŚ SA zawarł ze Spółką umowę dotyczącą wykonania czynności związanych z przygotowaniem i przeprowadzeniem oferty publicznej akcji Spółki. Z tytułu wykonanych usług DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM BOŚ SA zawarł ze Spółką umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji, z tytułu wykonania której otrzymał wynagrodzenie.

DM BOŚ SA pełnił w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz pełni funkcję animatora dla akcji Spółki.

Jednocześnie DM BOŚ SA nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka. DM BOŚ SA nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Spółki będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych ze Spółką po stronie osoby przygotowującej rekomendację lub osoby bliskiej. Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Spółki ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Spółki. Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską, a Spółką.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ SA, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a Spółką nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność raportu, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub Spółki.

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Information: (+48) 0 801 104 104