

SFD

Wzrost przychodów, presja na rentowność

Obniżamy rekomendację z KUPUJ do TRZYMAJ dla spółki SFD oraz obniżamy wartość godziwą z PLN 5.51 do PLN 2.94 na akcję. Spółka zaraportowała solidny wzrost przychodów o 23% r/r do PLN 131m w okresie styczeń-maj 2022 i oczekujemy, że ten trend wzrostowy zostanie podtrzymany również w kolejnych miesiącach (głównie dzięki rozwojowi oferty produktowej oraz podwyżkom cen produktów). W rezultacie podwyższamy prognozę przychodów o 5% w 2022-23r. Z drugiej strony, wzrost kosztów (koszty materiałów, wynagrodzenia, koszty logistyki) będzie wywierać presję na rentowność, co częściowo może zostać skompensowane podwyżkami cen. Obniżamy prognozę EBIT o 24% do PLN 15.3m w 2022r. oraz o 27% do PLN 16.2m w 2023r. Oczekujemy, że spółka podtrzyma politykę dywidendową i oczekujemy DPS PLN 0.11 w 2023r. oraz PLN 0.11 w 2024r. (zakładając stopę wypłaty dywidendy 40%).

Dalszy wzrost przychodów

Spółka zaraportowała wzrost przychodów o 23% r/r do PLN 131m w okresie 5M22 dzięki wzrostowi wolumenów oraz podwyżkom cen. Dzięki poprawie w dostawach, spółka obecnie posiada około 90% swojej oferty dostępne, co powinno wspierać sprzedaż w nadchodzących miesiącach. Jednocześnie spółka zdecydowała się na podwyżki dwucyfrowe cen produktów (podobnie jak konkurencja), co powinno stanowić również wsparcie dla rentowności. Podwyższamy prognozę przychodów o 5% do PLN 297m w 2022r. oraz o 5% do PLN 333m w 2023r.

Rentowność pod presją w krótkim terminie

W naszej ocenie rosnące koszty operacyjne oraz ekspansja działalności na rynkach zagranicznych negatywnie będą wpływać na generowaną rentowność w krótkim terminie (pomimo podwyżek cen produktów). Oczekujemy stabilizacji marży brutto ze sprzedaży w okolicy 35% (vs. poprzednio 36%) oraz podwyższamy założenia dotyczące kosztów wynagrodzeń (o 18% w 2022r. oraz o 19% w 2023r.), w rezultacie obniżając prognozę EBIT o 24% i 27% w 2022-23. Jednak wraz ze zwiększaniem skali działalności oczekujemy utrzymania rentowności operacyjnej w okolicy 5% w kolejnych latach.

Wycena i polityka dywidendowa

Na naszych prognozach SFD obecnie wyceniane jest na wskaźniku P/E na poziomie 10.1x w 2022r. oraz 10.0x w 2023r. Zakładając stopień wypłaty dywidendy 40%, oczekujemy DPS PLN 0.11/akcję z wyniku za 2022r. oraz PLN 0.11/akcję z zysku za 2023r. (DY około 4%).

Tabela 1. SFD – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	142.3	196.9	245.4	297.2	332.9	367.7
EBITDA	5.5	16.6	16.8	18.6	22.1	26.6
EBIT	3.9	14.7	14.2	15.3	16.2	17.7
Zysk netto	2.4	11.5	11.0	12.2	12.4	13.6
P/E (x)	5.5	14.2	12.8	10.1	10.0	9.1
P/BV (x)	4.9	10.6	8.9	7.1	7.1	5.9
DPS (PLN)	0.00	0.04	0.06	0.06	0.11	0.11

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

SFD

TRZYMAJ

FV PLN 2.94 z PLN 5.51

5% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 30 czerwca 2022 PLN 2.80

Rekomendacja obniżona z KUPUJ



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	44.0
Kapitalizacja (EUR m)	26.4
12M śr. dzienny wolumen (k)	16.8
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	5.76/1.98
Waga w WIG	n.m.
Reuters	SFDP.WA
Bloomberg	SFD PW

Stopy zwrotu

1M	-1.4%
3M	10.9%
12M	-43.5%

Akcjonariat

Mateusz Dominik Pazdan	76.24%
Pozostali	23.76%

Analityk

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

SFD

TRZYMAJ

FV PLN 2.94

Kapitalizacja EUR 26m

Potencjał wzrostu 5%

Mnożniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E (x)	14.2	12.8	10.1	10.0	9.1
EV/EBITDA (x)	10.6	8.9	7.1	7.1	5.9
EV/Sprzedaż (x)	0.9	0.6	0.4	0.5	0.4
P/BV (x)	7.51	3.78	2.63	2.27	1.96
FCF yield (%)	9.3%	10.7%	10.9%	-9.3%	10.1%
DY (%)	1.3%	3.0%	2.1%	4.0%	4.0%

Na akcję	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Liczba akcji (m szt.)	42.2	42.2	44.0	44.0	44.0
EPS (PLN)	0.27	0.26	0.28	0.28	0.31
BVPS (PLN)	0.52	0.89	1.07	1.24	1.43
FCFPS (PLN)	0.36	0.36	0.30	-0.26	0.28
DPS (PLN)	0.05	0.10	0.06	0.11	0.11

Zmiana r/r (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	38.3%	24.6%	21.1%	12.0%	10.5%
EBITDA	205.2%	0.7%	10.9%	18.9%	20.5%
EBIT	274.7%	-3.6%	7.9%	5.5%	9.5%
Zysk netto	374.1%	-4.5%	10.8%	1.2%	9.9%

Wskaźniki	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Marża brutto (%)	35.1%	35.1%	35.0%	35.3%	35.4%
Marża EBITDA (%)	8.5%	6.8%	6.3%	6.6%	7.2%
Marża EBIT (%)	7.5%	5.8%	5.2%	4.9%	4.8%
Marża netto (%)	5.9%	4.5%	4.1%	3.7%	3.7%
Dług netto / EBITDA (x)	0.75	0.50	0.44	1.50	1.30
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.57	0.22	0.17	0.61	0.55
Dług netto / Aktywa (x)	0.23	0.12	0.09	0.26	0.25
ROE (%)	64.6%	37.2%	29.0%	24.4%	23.1%
ROA (%)	24.9%	18.0%	15.7%	11.7%	10.4%
ROIC (%)	39.0%	28.7%	24.6%	18.4%	15.5%

Założenia	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	196.9	245.4	297.2	332.9	367.7
Produkty i usługi	141.9	200.4	253.1	289.7	325.4
Towary i materiały	55.0	44.9	44.0	43.2	42.3

Koszty/przychody	92.4%	94.0%	94.8%	95.1%	95.2%
Amortyzacja	1.0%	1.0%	1.1%	1.8%	2.4%
Zużycie mat. i energii	44.3%	51.5%	53.7%	54.9%	55.8%
Usługi obce	15.8%	16.2%	16.3%	16.4%	16.4%
Podatki i opłaty	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
Wynagrodzenia	8.9%	9.6%	10.2%	10.0%	9.7%
Ubezpieczenia społ.	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
Pozostałe koszty rodz.	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Wart. sprzed. towarów	20.6%	13.3%	11.2%	9.8%	8.7%

Cykl gotówki (dni)	68	79	78	75	74
Zapasy	102	97	96	93	92
Należności	8	17	17	16	16
Zobowiązania	42	36	35	34	34

P&L (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przychody	142.3	196.9	245.4	297.2	332.9	367.7
Koszty operacyjne	-138.0	-182.0	-230.7	-281.8	-316.7	-350.0
Amortyzacja	-1.5	-1.9	-2.6	-3.3	-5.9	-8.9
Zużycie materiałów i energii	-55.6	-87.3	-126.5	-159.7	-182.8	-205.3
Usługi obce	-21.1	-31.1	-39.7	-48.3	-54.5	-60.2
Podatki i opłaty	-0.4	-0.5	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3
Wynagrodzenia	-13.0	-17.5	-23.6	-30.4	-33.4	-35.6
Ubezpieczenia społeczne i inne	-2.5	-2.9	-4.1	-5.1	-5.5	-5.9
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7
Wartość sprzedanych towarów	-43.6	-40.5	-32.7	-33.4	-32.7	-32.1
Pozostałe przych. oper. netto	-0.4	-0.2	-0.5	0.0	0.0	0.0
EBITDA	5.5	16.6	16.8	18.6	22.1	26.6
EBIT	3.9	14.7	14.2	15.3	16.2	17.7
Koszty finansowe netto	-0.8	-0.4	-0.3	-0.3	-0.9	-0.9
Zysk przed opodatkowaniem	3.2	14.4	13.9	15.1	15.3	16.8
Podatek dochodowy	-0.7	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9	-3.2
Zysk netto	2.4	11.5	11.0	12.2	12.4	13.6

BILANS (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Aktywa trwałe	13.9	14.4	15.6	17.5	45.1	50.4
Wartości niematerialne i prawne	6.0	5.4	5.8	5.8	5.8	5.8
Rzeczowe aktywa trwałe	5.7	6.8	7.4	9.3	36.9	42.2
Inwestycje długoter.	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Pozostałe aktywa trwałe	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Aktywa obrotowe	25.3	39.0	53.2	68.8	80.7	85.9
Zapasy	19.4	31.8	38.2	46.4	51.8	57.0
Należności handlowe	4.2	3.8	10.3	12.5	14.0	15.4
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.5	0.6	2.3	7.6	12.5	11.1
Pozostałe aktywa obrotowe	1.1	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
Aktywa razem	39.2	53.4	68.8	86.3	125.8	136.3
Kapitały własne	13.9	21.8	37.4	46.9	54.4	63.1
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rezerwy	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Zobowiązania długoter.	2.3	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
Zobowiązania finansowe	2.3	2.7	2.2	2.2	2.2	2.2
Pozostałe zobow. długoter.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania krótkoter.	22.5	28.5	28.6	36.6	68.6	70.5
Zobowiązania handlowe	9.5	13.1	14.0	17.0	18.9	20.8
Zobowiązania finansowe	11.2	10.3	8.4	13.4	43.4	43.4
Pozostałe zobow. krótkoter.	1.8	5.1	6.2	6.2	6.2	6.2
Pasywa razem	39.2	53.4	68.8	86.3	125.8	136.3
Dług brutto (PLN m)	13.6	13.0	10.7	15.7	45.7	45.7
Dług netto (PLN m)	13.1	12.4	8.4	8.1	33.1	34.6

CASH FLOW (PLN m)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Przepływy pien. z dz. oper.	3.1	7.2	2.9	8.5	14.5	18.8
Zysk netto	2.4	11.5	11.0	12.2	12.4	13.6
Amortyzacja	1.5	1.9	2.6	3.3	5.9	8.9
Zmiana w kap. obrotowym netto	-2.2	-6.6	-12.3	-7.3	-4.9	-4.8
Pozostałe	1.3	0.3	1.6	0.4	1.1	1.1
Przepływy pien. z dz. inw.	-1.0	-1.4	-1.6	-5.2	-33.5	-14.2
Zmiana WNIP	0.6	0.6	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7
Zmiana RzAT	-3.2	-3.0	-3.2	-4.5	-32.8	-13.5
Pozostałe	1.6	1.0	2.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	-1.8	-5.7	0.4	2.0	24.0	-6.1
Zmiana w kap. własnym	0.0	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	0.0	-0.8	-2.5	5.0	30.0	0.0
Dywidenda wypłacona	0.0	-2.1	-4.3	-2.6	-4.9	-4.9
Pozostałe	-1.8	-2.7	-1.6	-0.4	-1.1	-1.1
Zmiana śr. pieniężnych	0.3	0.0	1.7	5.3	5.0	-1.5
Śr. pien. na koniec okresu	0.5	0.6	2.3	7.6	12.5	11.1

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Czynniki ryzyka	7

Wycena

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

Tabela 2. SFD – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	75%	3.16
Wycena DDM	25%	2.28
Wycena porównawcza	0%	4.91
Wartość godziwa (FV)		2.94
Wartość rynkowa		2.80
Potencjał wzrostu/spadku		5%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2022-31E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 7.0-7.4% w latach prognozy oraz 7.4% w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, niezalewarowaną betę w wysokości 1.3x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 3.0%.

Tabela 3. SFD – Wycena DCF (PLNm)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	>2031E
Przychody	297.2	332.9	367.7	406.8	447.9	484.2	523.7	564.2	608.2	656.1	
EBITDA	18.6	22.1	26.6	31.7	37.0	41.3	46.8	52.4	58.5	65.2	
EBIT	15.3	16.2	17.7	22.8	26.8	29.2	33.9	37.0	43.8	51.8	
Podatek	-2.9	-3.1	-3.4	-4.3	-5.1	-5.5	-6.4	-7.0	-8.3	-9.8	
NOPAT	12.4	13.1	14.3	18.5	21.7	23.6	27.4	30.0	35.5	41.9	
Amortyzacja	3.3	5.9	8.9	8.9	10.2	12.1	12.9	15.4	14.7	13.5	
Zmiana w kapitale obrotowym	-7.3	-4.9	-4.8	-5.4	-5.7	-3.5	-3.8	-3.7	-3.9	-4.2	
Capex	-5.2	-33.5	-14.2	-9.1	-14.1	-15.4	-12.4	-13.2	-15.7	-15.0	
FCF	3.2	-19.4	4.2	12.9	12.2	16.8	24.3	28.5	30.6	36.2	37.9
Dyskonto (%)	95%	84%	74%	65%	57%	50%	44%	39%	34%	29%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	3.0	-16.3	3.1	8.4	7.0	8.4	10.7	11.0	10.3	10.7	
Wartość FCF 2021-30E (PLNm)	56										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	94										
EV (PLNm)	150										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	3										
Dług netto (PLNm)	8										
Wartość kapitału (PLNm)	139										
Liczba akcji (m)	44.0										
Wartość godziwa FV (PLN)	3.16										

		WACC (%)				
		12.9%	13.9%	14.9%	15.9%	16.9%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	2.0%	3.36	3.16	3.00	2.85	2.73
	2.5%	3.47	3.26	3.08	2.92	2.79
	3.0%	3.59	3.36	3.16	3.00	2.85
	3.5%	3.73	3.47	3.26	3.08	2.92
	4.0%	3.88	3.59	3.36	3.16	3.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. SFD – Wyliczenia WACC

WACC	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Stopa wolna od ryzyka	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Beta zalewarowana	1.7	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału	16.0%	18.8%	18.2%	17.4%	16.9%	17.1%	16.7%	16.4%	16.1%	15.9%	16.2%
Premia za dług	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	0.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7.3%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	9.4%
% waga długu	25.0%	45.6%	42.0%	37.7%	33.8%	30.5%	27.2%	24.5%	21.7%	19.1%	19.1%
% waga kapitału	75.0%	54.4%	58.0%	62.3%	66.2%	69.5%	72.8%	75.5%	78.3%	80.9%	80.9%
WACC	13.8%	13.4%	13.5%	13.5%	13.6%	14.2%	14.2%	14.3%	14.3%	14.3%	14.9%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DDM

Wyceniamy spółkę SFD również w oparciu o model zdyskontowanych dywidend. Spółka uchwaliła politykę dywidendową na lata 2020-22 ustalając stopień wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 20%. W grudniu 2020r. WZA spółki zdecydowało o wypłaceniu dywidendy zaliczkowej z zysku za 2020r. (DPS PLN 0.04/akcję), zaś w czerwcu 2021r. WZA zdecydowało o wypłaceniu pozostałej dywidendy z zysku za 2020r. (DPS PLN 0.06/akcję; łączna dywidenda DPS PLN 0.10/akcję, stopień wypłaty dywidendy 37%). W kolejnych latach zakładamy, że spółka utrzyma politykę dywidendową przy 40% stopniu wypłaty.

Tabela 5. SFD – Wycena DDM (PLNm)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
Zysk netto (PLNm)	12.2	12.4	13.6	17.8	21.1	23.1	27.1	29.9	35.7	42.5	42.5
zmiana y/y	11%	1%	10%	31%	19%	9%	17%	10%	19%	19%	0%
Stopień wypłaty dywidendy (%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	88%
Dywidenda wypłacona (PLNm)	4.4	4.9	4.9	5.4	7.1	8.5	9.3	10.9	12.0	14.3	37.3
Kapitał własny (PLNm)	46.9	54.4	63.1	75.4	89.4	104.1	122.0	141.1	164.8	193.0	198.2
ROE (%)	29%	24%	23%	26%	26%	24%	24%	23%	23%	24%	25%
Koszt kapitału (%)	16%	19%	18%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	16%	16%
Współczynnik dyskontowy (%)	93%	77%	66%	57%	50%	42%	37%	32%	28%	25%	
Zdyskontowane dywidendy (PLNm)	0.0	3.8	3.3	3.1	3.5	3.6	3.4	3.5	3.4	3.5	
Wzrost w okresie rezydualnym (%)		3%									
Suma zdyskot. dywidend 2021-30E (PLNm)		31									
Wartość rezydualna (PLNm)		282									
Zdyskontowana wart. rezydualna (PLNm)		69									
Wartość kapitału (PLNm)		100									
Liczba akcji (m)		44.0									
FV/akcję (PLN)		2.28									

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

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

Tabela 6. SFD – wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (EURm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Xiamen Kingdomway Group	9,839	16.3	14.4	13.2	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	3.4	3.2
Natural Food International Holding	775	10.6	8.7	7.8	3.4	2.6	1.9	0.3	0.2	0.2
NewTree Co.	400	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Naturhouse Group	484	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bellring Brands	15,149	21.2	19.7	16.9	15.8	13.0	11.5	3.0	2.6	2.4
Usana Health Sciences	6,148	13.6	11.9	n.a.	6.6	6.0	n.a.	1.0	1.0	n.a.
Herbalife Nutrition	9,841	5.6	4.6	4.0	6.2	5.4	n.a.	0.9	0.9	0.8
Mediana		13.6	11.9	10.5	6.4	5.7	6.7	1.0	1.0	1.6
SFD		10.1	10.0	9.1	7.1	7.1	5.9	0.4	0.5	0.4
Premia/dyskonto (%)		-25%	-16%	-14%	11%	24%	-11%	-56%	-51%	-74%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		3.8	3.3	3.2	2.5	2.1	3.3	6.6	6.6	12.8
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		4.91								

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 1. SFD – zmiana prognoz finansowych (PLNm)

	2022E			2023E			2024E		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana
Przychody ze sprzedaży, w tym	297.2	282.4	5%	332.9	318.3	5%	367.7	349.6	5%
z produktów i usług	253.1	236.5	7%	289.7	273.3	6%	325.4	305.5	7%
z towarów i materiałów	44.0	45.9	-4%	43.2	45.0	-4%	42.3	44.1	-4%
Koszty działalności operacyjnej	-281.8	-262.2	8%	-316.7	-296.2	7%	-350.0	-326.8	7%
Amortyzacja	-3.3	-4.0	-18%	-5.9	-6.6	-10%	-8.9	-9.5	-6%
Zużycie materiałów i energii	-159.7	-146.9	9%	-182.8	-169.7	8%	-205.3	-189.7	8%
Usługi obce	-48.3	-45.7	6%	-54.5	-52.1	5%	-60.2	-57.6	5%
Podatki i opłaty	-1.1	-1.2	-6%	-1.2	-1.3	-6%	-1.3	-1.4	-6%
Wynagrodzenia	-30.4	-25.8	18%	-33.4	-28.1	19%	-35.6	-30.7	16%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	-5.1	-4.3	16%	-5.5	-4.7	17%	-5.9	-5.2	14%
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.6	-0.4	28%	-0.6	-0.5	27%	-0.7	-0.6	28%
Wartość sprzedanych towarów i usług	-33.4	-34.0	-2%	-32.7	-33.1	-1%	-32.1	-32.2	0%
Zysk ze sprzedaży	15.3	20.3	-24%	16.2	22.2	-27%	17.7	22.8	-22%
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
EBITDA	18.6	24.2	-23%	22.1	28.7	-23%	26.6	32.3	-18%
EBIT	15.3	20.3	-24%	16.2	22.2	-27%	17.7	22.8	-22%
Przychody finansowe	0.1	0.5	-72%	0.2	0.5	-55%	0.2	0.4	-50%
Koszty finansowe	-0.4	-0.6	-32%	-1.1	-1.1	6%	-1.1	-0.8	38%
Zysk brutto	15.1	20.2	-25%	15.3	21.6	-29%	16.8	22.4	-25%
Podatek dochodowy	-2.9	-3.8	-25%	-2.9	-4.1	-29%	-3.2	-4.3	-25%
Zysk netto	12.2	16.3	-25%	12.4	17.5	-29%	13.6	18.1	-25%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

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

- **Ryzyko wzrostu kosztu materiałów i surowców.** Spółka oferuje produkty marek własnych oraz obcych. W związku z pandemią COVID-19 istnieje ryzyko ograniczenia dostaw oraz wzrostu cen surowców i materiałów, co może spowodować wzrost cen sprzedaży produktów.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji.** Rynek odżywek i suplementów diety w Polsce wciąż pozostaje mocno rozdrobniony. Potencjalne nasilenie konkurencji, konsolidacja branży, spadek pozycjonowania sklepu SFD w wyszukiwaniach internetowych mogą negatywnie wpłynąć na poziom przychodów generowanych przez spółkę.
- **Ryzyko związane z odpowiedzialnością w zakresie ochrony zdrowia.** Ewentualne wprowadzenie przepisów prawnych może zmienić obowiązujące uwarunkowania dotyczące handlu suplementami diety, co może spowodować zmiany w asortymencie spółki. Obecnie Unia Europejska przymierza się do ustalenia minimalnych i maksymalnych dawek witamin i składników mineralnych, co mogłoby negatywnie wpłynąć na działalność spółki m.in. wprowadzenie dodatkowych badań (przejęcie nowych przepisów jest planowane na 1Q24).
- **Ryzyko makroekonomiczne.** Spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego może negatywnie wpłynąć na popyt na usługi i produkty spółki SFD.
- **Ryzyko działalności na rynkach zagranicznych.** W 2020r. spółka podjęła decyzję o rozpoczęciu sprzedaży internetowej w Czechach oraz na Słowacji. Wejście na nowe rynki może negatywnie wpłynąć na koszty spółki, związane przede wszystkim z transportem oraz marketingiem.
- **Ryzyko różnic kursowych.** Działalność spółki uzależniona jest od kursu EUR oraz USD, co jest związane z zakupami produktów importowanych m.in. z USA oraz sprzedażą produktów i towarów na rynkach europejskich.

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

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

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

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

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

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

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwp>.

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

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej spółki.

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

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

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia 2022 – 31 marca 2022)

	Liczba	%
Kup	12	71%
Trzymaj	3	18%
Sprzedaj	2	12%
Suma	17	100%

Historia ratingów – SFD

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 6.50	PLN 4.69	Marek Szymański
14/12/2021	KUPUJ	PLN 5.51	PLN 3.90	Marek Szymański
04/07/2022	TRZYMAJ	PLN 2.94	PLN 2.80	Marek Szymański