

SFD

Zwiększanie skali działalności

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla SFD od zalecenia KUPUJ ustalając wartość godziwą na poziomie PLN 6.50 na akcję. Spółka SFD jest jednym z kluczowych producentów i dystrybutorów odżywek i suplementów diety dla osób aktywnie uprawiających sport w Polsce oraz rozwija segment żywności dietetycznej. Blisko 80% przychodów stanowią marki własne, zaś głównym kanałem dystrybucji jest e-commerce (72% przychodów w 2020r.). W 1H21 spółka przeprowadziła emisję akcji, w wyniku czego pozyskała środki pieniężne w wysokości ok. PLN 9m, które w większość zostaną przeznaczone na zakup gruntu pod budowę własnego centrum logistycznego. Oczekujemy, że głównymi czynnikami wzrostu w kolejnych latach będzie rozwój na rynkach zagranicznych oraz w segmencie żywności dietetycznej, związany ze zmianą nawyków żywieniowych Polaków. Na naszych prognozach spółka obecnie wyceniana jest na P/E 14.3x w 2021E oraz 11.3x w 2022E. Jednocześnie oczekujemy, że spółka utrzyma politykę wypłaty dywidendy na poziomie ok. 30% zysku.

2020-23E CAGR przychodów na poziomie 16%

Po mocnym 2020 roku, kiedy spółka SFD odnotowała 38% r/r wzrost sprzedaży, przychody spółki wciąż pozostają w trendzie wzrostowym pomimo wysokiej bazy (+22% r/r w okresie styczeń-lipiec). W naszej ocenie głównym czynnikiem wzrostu przychodów spółki w kolejnych latach będzie segment żywności dietetycznej (zmieniające się podejście Polaków do kwestii odżywiania) oraz rozwój działalności na rynkach zagranicznych (uruchomienie sprzedaży e-commerce w Czechach i na Słowacji w 2021r. w oparciu o dostawy z magazynu w Opolu z możliwością wchodzenia na kolejne rynki w tej formule). W rezultacie prognozujemy wzrost przychodów z PLN 197m w 2020r. do PLN 309m w 2023E (2020-23E CAGR na poziomie 16%).

Poprawa rentowności dzięki rosnącej skali działalności

W 2020r. SFD odnotowało poprawę marży EBITDA z 3.8% w 2019r do 8.5%, co związane było z zmianą struktury sprzedaży (rosnący udział sprzedaży marek własnych generujących wyższe rentowności niż marki obce). Oczekujemy, że rosnąca skala działalności pozwoli spółce na negocjowanie korzystniejszych warunków zakupowych, co będzie wspierać rentowności. Z drugiej strony, rosnące minimalne wynagrodzenia w Polsce oraz rozwój na rynkach zagranicznych mogą wywołać presję na koszty operacyjne. Podsumowując, oczekujemy że spółka wygeneruje PLN 21.0m EBITDA w 2021E (+26% r/r; marża 8.9%) oraz utrzyma marżę EBITDA w przedziale 10-11% w kolejnych latach.

Wycena i polityka dywidendowa

Na naszych prognozach SFD obecnie wyceniane jest na wskaźniku P/E na poziomie 14.3x w 2021E oraz 11.3x w 2022E. Jednocześnie oczekujemy, że spółka utrzyma politykę dywidendową – zakładamy stopień wypłaty dywidendy 30%, co implikuje DPS PLN 0.10 w 2022E oraz PLN 0.12 w 2023E.

Tabela 1. SFD – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	118.6	142.3	196.9	235.1	274.4	308.9
EBITDA	2.3	5.5	16.6	21.0	27.1	32.0
EBIT	1.1	3.9	14.7	18.4	22.6	24.3
Zysk netto	-0.2	2.4	11.5	14.5	18.2	19.2
P/E (x)	n.m.	5.5	14.2	14.3	11.3	10.8
P/BV (x)	9.1	4.9	10.6	9.9	7.6	7.0
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.04	0.06	0.10	0.12

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

SFD

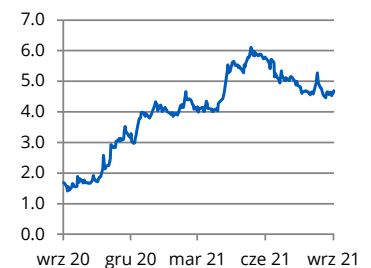
KUPUJ

FV PLN 6.50

39% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 3 września 2021 PLN 4.69

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	44.0
Kapitalizacja (EUR m)	45.8
12M śr. dzienny wolumen (k)	25.0
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	6.21/1.28
Waga w WIG	n.m.
Reuters	SFDP.WA
Bloomberg	SFD PW

Stopy zwrotu

1M	4.8%
3M	-14.8%
12M	206.6%

Akcjonariat

Mateusz Dominik Pazdan	76.24%
Pozostali	23.76%

Analitik

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

SFD

KUPUJ

FV PLN 6.5

Kapitalizacja EUR 46m

Potencjał wzrostu 39%

Mnożniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	5.5	14.2	14.3	11.3	10.8
EV/EBITDA (x)	4.9	10.6	9.9	7.6	7.0
EV/Sprzedaż (x)	0.2	0.9	0.9	0.7	0.7
P/BV (x)	0.97	7.51	4.80	3.63	2.92
FCF yield (%)	32.8%	9.3%	5.1%	6.8%	-1.4%
DY (%)	0.0%	1.3%	1.2%	2.1%	2.6%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	42.2	42.2	44.0	44.0	44.0
EPS (PLN)	0.06	0.27	0.33	0.41	0.44
BVPS (PLN)	0.33	0.52	0.98	1.29	1.60
FCFPS (PLN)	0.11	0.36	0.24	0.32	-0.07
DPS (PLN)	0.00	0.05	0.06	0.10	0.12

Zmiana r/r (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	20.0%	38.3%	19.4%	16.8%	12.6%
EBITDA	132.8%	205.2%	26.0%	29.4%	17.9%
EBIT	268.8%	274.7%	24.7%	23.1%	7.2%
Zysk netto	n.m.	374.1%	25.4%	25.8%	5.3%

Wskaźniki	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marża brutto (%)	30.3%	35.1%	37.2%	37.7%	38.1%
Marża EBITDA (%)	3.8%	8.5%	8.9%	9.9%	10.4%
Marża EBIT (%)	2.8%	7.5%	7.8%	8.2%	7.9%
Marża netto (%)	1.7%	5.9%	6.2%	6.6%	6.2%
Dług netto / EBITDA (x)	2.39	0.75	0.01	-0.03	0.51
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.94	0.57	0.00	-0.02	0.23
Dług netto / Aktywa (x)	0.33	0.23	0.00	-0.01	0.12
ROE (%)	19.2%	64.6%	44.6%	36.4%	30.1%
ROA (%)	6.7%	24.9%	21.9%	19.8%	15.6%
ROIC (%)	16.4%	6.8%	10.4%	10.6%	11.3%

Założenia	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	142.3	196.9	235.1	274.4	308.9
Produkty i usługi	82.8	141.9	188.7	229.0	264.4
Towary i materiały	59.5	55.0	46.3	45.4	44.5

Koszty/przychody	96.9%	92.4%	92.0%	91.8%	92.1%
Amortyzacja	1.1%	1.0%	1.1%	1.6%	2.5%
Zużycie mat. i energii	39.0%	44.3%	48.3%	50.2%	51.5%
Usługi obce	14.8%	15.8%	16.1%	16.3%	16.5%
Podatki i opłaty	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
Wynagrodzenia	9.1%	8.9%	9.8%	9.3%	9.0%
Ubezpieczenia społ.	1.8%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%
Pozostałe koszty rodz.	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Wart. sprzed. towarów	30.6%	20.6%	14.5%	12.1%	10.4%

Cykl gotówki (dni)	51	68	65	65	64
Zapasy	77	102	97	97	96
Należności	12	8	8	8	7
Zobowiązania	37	42	40	40	40

P&L (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	118.6	142.3	196.9	235.1	274.4	308.9
Koszty operacyjne	-116.7	-138.0	-182.0	-216.3	-251.8	-284.7
Amortyzacja	-1.3	-1.5	-1.9	-2.6	-4.5	-7.8
Zużycie materiałów i energii	-37.2	-55.6	-87.3	-113.6	-137.8	-159.1
Usługi obce	-17.0	-21.1	-31.1	-38.0	-44.9	-51.1
Podatki i opłaty	-0.4	-0.4	-0.5	-1.2	-1.4	-1.6
Wynagrodzenia	-10.8	-13.0	-17.5	-22.9	-25.5	-27.9
Ubezpieczenia społeczne i inne	-1.8	-2.5	-2.9	-3.9	-4.4	-4.8
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
Wartość sprzedanych towarów	-48.0	-43.6	-40.5	-34.0	-33.1	-32.2
Pozostałe przych. oper. netto	-0.8	-0.4	-0.2	-0.3	0.0	0.0
EBITDA	2.3	5.5	16.6	21.0	27.1	32.0
EBIT	1.1	3.9	14.7	18.4	22.6	24.3
Koszty finansowe netto	-1.0	-0.8	-0.4	-0.4	-0.2	-0.6
Zysk przed opodatkowaniem	0.1	3.2	14.4	18.0	22.5	23.7
Podatek dochodowy	-0.3	-0.7	-2.8	-3.5	-4.3	-4.5
Zysk netto	-0.2	2.4	11.5	14.5	18.2	19.2

BILANS (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	12.7	13.9	14.4	21.9	30.6	57.7
Wartości niematerialne i prawne	6.6	6.0	5.4	5.4	5.4	5.5
Rzeczowe aktywa trwałe	4.0	5.7	6.8	14.2	22.9	50.0
Inwestycje długoter.	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Pozostałe aktywa trwałe	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Aktywa obrotowe	20.5	25.3	39.0	56.9	74.5	83.2
Zapasy	14.5	19.4	31.8	36.7	42.5	47.6
Należności handlowe	5.2	4.2	3.8	4.6	5.3	6.0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.3	0.5	0.6	12.9	23.9	26.8
Pozostałe aktywa obrotowe	0.6	1.1	2.8	2.8	2.8	2.8
Aktywa razem	33.2	39.2	53.4	78.8	105.1	140.9
Kapitały własne	11.5	13.9	21.8	43.1	56.9	70.6
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rezerwy	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Zobowiązania długoter.	1.7	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
Zobowiązania finansowe	1.7	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
Pozostałe zobow. długoter.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania krótkoter.	19.7	22.5	28.5	32.7	45.1	67.2
Zobowiązania handlowe	7.2	9.5	13.1	15.2	17.6	19.7
Zobowiązania finansowe	10.8	11.2	10.3	10.3	20.3	40.3
Pozostałe zobow. krótkoter.	1.7	1.8	5.1	7.2	7.2	7.2
Pasywa razem	33.2	39.2	53.4	78.8	105.1	140.9
Dług brutto (PLN m)	12.6	13.6	13.0	13.0	23.0	43.0
Dług netto (PLN m)	12.3	13.1	12.4	0.2	-0.9	16.2

CASH FLOW (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przepływy pien. z dz. oper.	1.1	3.1	7.2	16.6	19.1	24.3
Zysk netto	-0.2	2.4	11.5	14.5	18.2	19.2
Amortyzacja	1.3	1.5	1.9	2.9	4.5	7.8
Zmiana w kap. obrotowym netto	-1.4	-2.2	-6.6	-3.6	-4.2	-3.6
Pozostałe	1.5	1.3	0.3	2.8	0.6	1.1
Przepływy pien. z dz. inw.	-1.2	-1.0	-1.4	-10.4	-13.2	-34.9
Zmiana WNIPI	0.1	0.6	0.6	-0.6	-0.6	-0.6
Zmiana RzAT	0.9	-3.2	-3.0	-9.8	-12.5	-34.3
Pozostałe	-2.3	1.6	1.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	-0.1	-1.8	-5.7	6.1	5.1	13.5
Zmiana w kap. własnym	0.0	0.0	0.0	9.3	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	1.0	0.0	-0.8	0.0	10.0	20.0
Dywidenda wypłacona	0.0	0.0	-2.1	-2.5	-4.3	-5.5
Pozostałe	-1.1	-1.8	-2.7	-0.6	-0.6	-1.1
Zmiana śr. pieniężnych	-0.2	0.3	0.0	12.3	11.0	2.9
Śr. pien. na koniec okresu	0.3	0.5	0.6	12.9	23.9	26.8

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne	4
Wycena	6
Wycena DCF	6
Wycena DDM.....	7
Wycena porównawcza	7
Prognozy finansowe.....	8
Przychody	8
Koszty operacyjne.....	9
Zysk EBITDA.....	9
Zysk netto	10
Kapitał obrotowy netto	10
Przepływy pieniężne.....	10
Model biznesowy	11
Historia spółki SFD.....	11
Oferta produktowa.....	11
Kanały sprzedaży	12
Struktura kosztów.....	13
Struktura bilansu	14
Emisja akcji serii G	14
Akcjonariat.....	14
Otoczenie rynkowe	15
Czynniki ryzyka	17

Podsumowanie inwestycyjne

Trzy segmenty produktowe

Spółka SFD S.A. oferuje produkty marek własnych i obcych w trzech głównych kategoriach: odżywki dla sportowców, suplementy diety oraz żywność dietetyczna. W 2020r. marki własne odpowiadały za 72% przychodów spółki, natomiast główny kanał sprzedaży stanowił e-commerce (72% przychodów). PMR szacuje, że rynek suplementów diety w nadchodzących latach będzie rósł o ok. 5% rocznie (2020-25E CAGR ok. 5%), zaś rynek odżywek dla sportowców powinien wrócić do kilkuprocentowych wzrostów po osłabieniu w 2020r. związanym z obostrzeniami dotyczącymi siłowni oraz klubów fitness. Największy potencjał wzrostu ma rynek żywności dietetycznej, co ma związek ze zmianami w podejściu do codziennego odżywiania oraz możliwością sprzedaży tej oferty również w sieciach handlowych (zyskuje żywność premium i fit).

Rozwój działalności w trakcie pandemii COVID-19

W latach 2018-2019 spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 118.6m oraz PLN 142.3m (odpowiednio +3% r/r oraz +20% r/r). W wyniku wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 roku nastąpiło przyspieszenie wzrostu przychodów o 38% r/r do PLN 196.9m. Istotny wpływ na ten wzrost miał rozwój kanału sprzedaży e-commerce, który odpowiadał za 72% sprzedaży (w porównaniu do 62% w 2019 roku). W 1H21 spółka odnotowała 26% r/r wzrost przychodów. W naszej ocenie przychody spółki pozostaną w trendzie wzrostowym w kolejnych kwartałach, zaś głównymi czynnikami wzrostu będzie sprzedaż żywności dietetycznej oraz rozwój na rynkach zagranicznych. Prognozujemy przychody na poziomie PLN 235m w 2021 roku, PLN 274m w 2022 roku oraz PLN 309m w 2023 roku (2020-23E CAGR w wysokości 16%).

Potencjał do poprawy rentowności

Dzięki rosnącej skali działalności oraz zwiększaniu udziału sprzedaży marek własnych w całości sprzedaży (wyższa marża generowana przez marki własne) spółka zaraportowała istotny wzrost EBITDA z PLN 5.5m w 2019r. do PLN 16.6m w 2020r. oraz poprawę marży EBITDA odpowiednio z 3.8% do 8.5%. Oczekujemy, że w 2021r. również nastąpi dalsza poprawa rentowności za sprawą dynamicznego wzrostu przychodów oraz dalszej koncentracji na markach własnych. Prognozujemy EBITDA PLN 21.0m w 2021r., co implikuje marżę 8.9%. W kolejnych latach zakładamy dalszą poprawę warunków zakupowych od producentów i dostawców oraz presję na koszty wynagrodzeń z drugiej strony. W rezultacie oczekujemy, że spółka będzie w stanie generować marżę EBITDA w okolicy 10-11% w kolejnych latach.

Pozyskanie kapitału na budowę centrum dystrybucyjnego

W 1Q21 spółka podjęła decyzję o emisji akcji, w celu pozyskania środków pieniężnych na rozwój bazy logistyczno-magazynowej oraz działalność operacyjną. W ramach emisji 1.85m akcji po PLN 5.0/akcję spółka pozyskała PLN 9.3m kapitału, z czego ok. PLN 8m zostanie przeznaczone na zakup gruntu (spółka podpisała już umowę z Panattoni na realizację projektu magazynowego, szacowane nakłady inwestycyjne ok. PLN 40m na pierwszy etap obejmujący ok. 10tys. mkw. powierzchni magazynowej oraz ok. 2-3tys. mkw. powierzchni biurowej). W listopadzie b.r. spółka planuje podjąć ostateczną decyzję w sprawie realizacji tej inwestycji.

Rozwój na rynkach zagranicznych

W naszej ocenie spółka wciąż posiada potencjał wzrostu na rynku polskim, przede wszystkim w segmencie żywności dietetycznej, podczas gdy segmenty suplementów sportowych i aptecznych będą rozwijać się w tempie zbliżonym do całego rynku. Dodatkowym czynnikiem wzrostu powinien być rozwój działalności na rynkach zagranicznych. W maju 2021r. spółka podjęła decyzję o uruchomieniu sprzedaży e-commerce w Czechach (własny sklep e-commerce oraz dostawy bezpośrednie z magazynu w Opolu), natomiast w sierpniu spółka poinformowała, że w październiku rozpocznie sprzedaż w podobnym modelu również na Słowacji. Zgodnie z wypowiedziami prasowymi, obecna sprzedaż na rynku czeskim kształtuje

się na poziomie powyżej pierwotnych założeń spółki. Oczekujemy, że w nadchodzących kwartałach spółka uruchomi sprzedaż na kolejnych rynkach zagranicznych.

Polityka dywidendowa

W październiku 2020 roku spółka ustaliła politykę dywidendową na lata 2020-2022, zgodnie z którą intencją zarządu spółki jest rekomendowanie wypłaty dywidend (stosownie do rentowności i możliwości finansowych) na poziomie nie mniejszym niż 20% zysku netto SFD S.A. za dany rok obrotowy. Z zysku za 2020r. spółka wypłaciła dywidendę PLN 0.10/akcję (PLN 0.04/akcję wypłacone w grudniu 2020r. w formie dywidendy zaliczkowej oraz PLN 0.06/akcję wypłacone w lipcu 2021r.). W naszych prognozach zakładamy, że spółka utrzyma wypłaty dywidendy również w kolejnych latach oraz oczekujemy stopnia wypłaty dywidendy na poziomie 30%, co implikuje DPS w wysokości PLN 0.10/akcję w 2022r. oraz PLN 0.12/akcję w 2023r. (DY odpowiednio 2.1% i 2.6%).

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%	6.81
Wycena DDM	25%	5.57
Wycena porównawcza	0%	5.66
Wartość godziwa (FV)		6.50
Wartość rynkowa		4.69
Potencjał wzrostu/spadku		39%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2021-30E (więcej szczegółów w „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 2.0%, premię za ryzyko na poziomie 5.0%, niezalewarowaną betę w wysokości 1.3x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 3.0%.

Tabela 3. SFD – Wycena DCF (PLNm)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
Przychody	235.1	274.4	308.9	339.0	364.9	393.1	423.6	455.7	490.5	528.3	
EBITDA	21.0	27.1	32.0	35.5	38.1	40.8	43.7	48.0	52.6	57.5	
EBIT	18.4	22.6	24.3	25.3	26.7	26.5	26.9	30.7	33.7	39.5	
Podatek	-3.5	-4.3	-4.6	-4.8	-5.1	-5.0	-5.1	-5.8	-6.4	-7.5	
NOPAT	14.9	18.3	19.6	20.5	21.6	21.5	21.8	24.8	27.3	32.0	
Amortyzacja	2.9	4.5	7.8	10.2	11.4	14.3	16.8	17.3	18.9	18.1	
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.6	-4.2	-3.6	-3.2	-2.7	-3.0	-3.2	-3.4	-3.7	-4.0	
Capex	-10.4	-13.2	-34.9	-8.1	-20.4	-21.6	-14.6	-17.2	-17.7	-19.3	
FCF	3.8	5.5	-11.2	19.4	9.9	11.2	20.8	21.6	24.8	26.8	28.3
Dyskonto (%)	97%	90%	83%	76%	70%	65%	60%	55%	51%	47%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	3.7	4.9	-9.2	14.8	6.9	7.2	12.4	11.9	12.6	12.5	
Wartość FCF 2021-30E (PLNm)	78										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	237										
EV (PLNm)	315										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	3										
Dług netto (PLNm)	12										
Wartość kapitału (PLNm)	300										
Liczba akcji (m)	44.0										
Wartość godziwa FV (PLN)	6.81										

		WACC (%)				
		7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	2.0%	6.81	6.36	5.99	5.67	5.39
	2.5%	7.33	6.81	6.36	5.99	5.67
	3.0%	7.98	7.33	6.81	6.36	5.99
	3.5%	8.78	7.98	7.33	6.81	6.36
	4.0%	9.80	8.78	7.98	7.33	6.81

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. SFD – Wyliczenia WACC

WACC	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Beta zalewarowana	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału	10.1%	10.6%	11.7%	10.5%	9.7%	9.1%	9.0%	9.0%	8.9%	8.9%	8.9%
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	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	4.0%
% waga długu	23.2%	28.8%	37.8%	27.9%	18.6%	10.1%	9.0%	8.0%	7.1%	6.3%	6.3%
% waga kapitału	76.8%	71.2%	62.2%	72.1%	81.4%	89.9%	91.0%	92.0%	92.9%	93.7%	93.7%
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.6%

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 30% stopniu wypłaty dywidendy.

Tabela 5. SFD – Wycena DDM (PLNm)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
Zysk netto (PLNm)	14.5	18.2	19.2	20.3	21.5	21.5	22.0	25.3	27.9	32.9	33.9
zmiana y/y	25%	26%	5%	6%	6%	0%	2%	15%	11%	18%	3%
Stopień wypłaty dywidendy (%)	22%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	84%
Dywidenda wypłacona (PLNm)	2.5	4.3	5.5	5.7	6.1	6.4	6.4	6.6	7.6	8.4	27.5
Kapitał własny (PLNm)	43.1	56.9	70.6	85.1	100.5	115.5	131.1	149.8	170.1	194.6	200.2
ROE (%)	45%	36%	30%	26%	23%	20%	18%	18%	17%	18%	18%
Koszt kapitału (%)	10%	11%	12%	11%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Współczynnik dyskontowy (%)	97%	88%	77%	72%	67%	63%	58%	53%	49%	45%	
Zdyskontowane dywidendy (PLNm)	0.0	3.8	4.2	4.1	4.1	4.1	3.7	3.5	3.7	3.8	
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3%										
Suma zdyskot. dywidend 2021-30E (PLNm)	35										
Wartość rezydualna (PLNm)	463										
Zdyskontowana wart. rezydualna (PLNm)	210										
Wartość kapitału (PLNm)	245										
Liczba akcji (m)	44.0										
FV/akcję (PLN)	5.57										

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)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Xiamen Kingdomway Group	2,547	15.1	12.7	10.6	9.4	9.5	7.9	4.9	4.2	3.6
Natural Food International Holding	133	15.0	9.7	8.3	4.8	3.0	2.2	0.2	0.2	0.2
NewTree Co.	205	9.3	7.4	5.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	0.7	0.6
Naturhouse Group	103	7.8	7.5	6.9	4.1	3.9	3.6	1.5	1.4	1.3
Bellring Brands	3,831	36.0	29.7	23.8	30.2	27.4	24.1	4.0	3.6	3.3
Usana Health Sciences	1,664	15.7	15.0	14.4	7.8	8.0	7.7	1.4	1.3	1.3
Herbalife Nutrition	5,136	10.6	9.6	8.3	8.4	8.5	7.8	1.4	1.3	1.2
Mediana		15.0	9.7	8.3	8.1	8.2	7.7	1.4	1.3	1.3
SFD	46	14.3	11.3	10.8	9.9	7.6	7.0	0.9	0.7	0.7
Premia/dyskonto (%)		-5%	17%	30%	22%	-8%	-10%	-35%	-43%	-44%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		4.9	4.0	3.6	3.8	5.1	5.3	7.3	8.3	8.6
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		5.66								

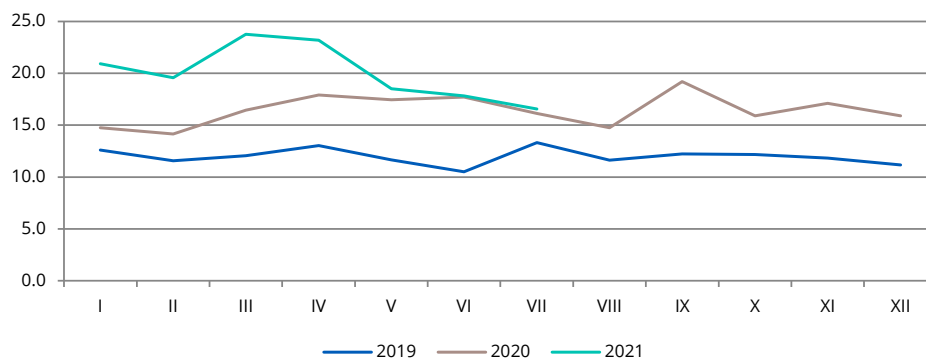
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Przychody

Spółka zaraportowała przychody w wysokości PLN 119m (+3% r/r) oraz PLN 142m (+20% r/r) odpowiednio w latach 2018-19. W 2020r. w wyniku wybuchu pandemii COVID-19, nastąpił wzrost sprzedaży, szczególnie w kanale e-commerce, którego udział wzrósł z 55% w 2018r. oraz 62% w 2019r. do 72% w 2020r. Spółka w ramach swojej działalności oferuje produkty marek własnych (SFD NUTRITION oraz ALLNUTRITION) oraz marek obcych (udział marek własnych w sprzedaży kształtował się na poziomie ok. 72% w 2020 roku).

Wykres 1. SFD – miesięczne przychody (PLNm)

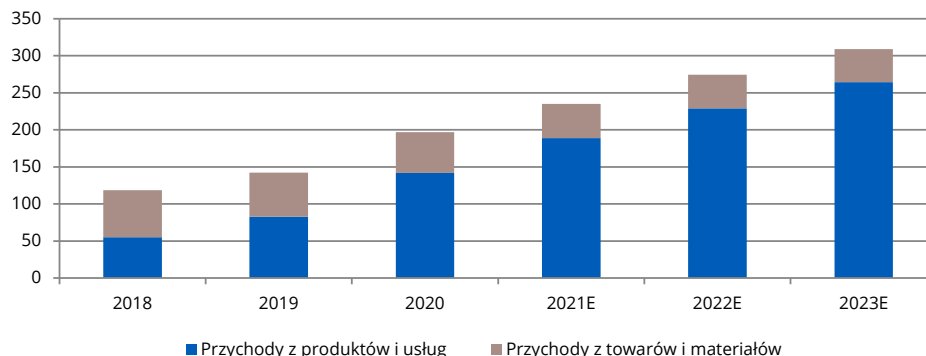


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Mając na uwadze wysoką bazę z 2020r. oczekujemy, że przychody w najbliższych miesiącach utrzymają się w trendzie wzrostowym, jednak dynamiki wzrostu nie będą już tak imponujące. Zakładamy, że segmenty odżywek dla sportowców oraz suplementów diety będą rozwijać się w tempie niskich kilkunastu procent rocznie (oczekujemy, że SFD będzie w stanie utrzymać swój udział rynkowy w segmencie odżywek oraz nieznacznie go zwiększać w segmencie suplementów diety), podczas gdy głównym czynnikiem wzrostu będzie segment żywności dietetycznej.

W rezultacie oczekujemy wzrostu przychodów o 11% r/r w 3Q21E oraz o 13% r/r w 4Q21E, co pozwoli spółce na wygenerowanie przychodów na poziomie PLN 235m w całym 2021E (+19% r/r). Z kolei w kolejnych latach prognozujemy wzrost przychodów o 17% r/r w 2022E oraz o 13% r/r w 2023E (odpowiednio do PLN 274m oraz PLN 309m), gdzie głównymi czynnikami wzrostu pozostanie segment żywności dietetycznej oraz rozwój działalności na rynkach zagranicznych (obecnie Czechy oraz Słowacja).

Wykres 2. SFD – prognoza przychodów (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Koszty operacyjne

Główne pozycje kosztowe działalności spółki SFD stanowią: koszty materiałów i energii (związane z produkcją marek własnych), wartość sprzedanych towarów i usług (związane z markami obcymi), usługi obce (obejmujące przede wszystkim koszty transportu oraz marketingu) oraz wynagrodzenia.

W naszych prognozach oczekujemy, że wraz z rosnącą skalą działalności spółka będzie w stanie wynegocjować korzystniejsze warunki zakupowe u dostawców oraz producentów. Zwracamy uwagę, że w poprzednich latach pozytywny wpływ na rentowność działalności miało zwiększanie udziału sprzedaży marek własnych generujących wyższe marże niż marki obce. Obecnie jednak udział ten wynosi około 80%, w związku z czym jego dalsze zwiększanie w strukturze sprzedaży nie będzie miało już tak istotnego wpływu na poprawę struktury kosztowej. Jednocześnie rozwój na nowych rynkach geograficznych (Czechy od maja oraz Słowacja od października) może spowodować wzrost kosztów transportu (wszystkie dostawy z magazynu w Opolu) oraz kosztów marketingu. Z kolei rosnące minimalne wynagrodzenie w Polsce (zapowiadane +7.2% r/r w 2022r.) będzie w dalszym ciągu generować presję na tę pozycję kosztową.

Tabela 7. SFD – Prognoza kosztów operacyjnych

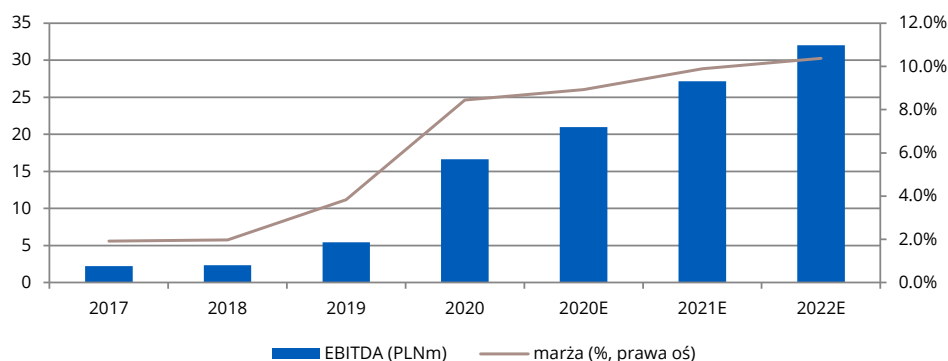
(PLNm)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Zużycie materiałów i energii	37.2	55.6	87.3	113.6	137.8	159.1
Wartość sprzedanych towarów i usług	48.0	43.6	40.5	34.0	33.1	32.2
Usługi obce	17.0	21.1	31.1	38.0	44.9	51.1
Wynagrodzenia	10.8	13.0	17.5	22.9	25.5	27.9
Pozostałe	2.5	3.2	3.7	5.3	6.0	6.6
(% przychodów)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Zużycie materiałów i energii	31%	39%	44%	48%	50%	52%
Wartość sprzedanych towarów i usług	41%	31%	21%	14%	12%	10%
Usługi obce	14%	15%	16%	16%	16%	17%
Wynagrodzenia	9%	9%	9%	10%	9%	9%
Pozostałe	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Zysk EBITDA

W oparciu o powyższe założenia, prognozujemy zysk EBITDA na poziomie PLN 21.0m w 2021r. oraz PLN 27.1m w 2022r., co implikuje rentowność EBITDA w wysokości odpowiednio 8.9% i 9.9%. W kolejnych latach prognozy pomimo oczekiwanego dalszego trendu wzrostowego przychodów, oczekujemy że rentowność będzie pozostawać pod wpływem rosnących kosztów wynagrodzeń (rosnąca płaca minimalna w Polsce, otwieranie sklepów własnych oraz rozwój platformy e-commerce), kosztów transportu (szczególnie w przypadku rozwoju działalności na rynkach zagranicznych) oraz kosztów materiałów (zakładamy jednak że ewentualny wzrost kosztów materiałów w dużym stopniu zostanie przerzucony na klienta).

Wykres 3. Prognoza zysku EBITDA (PLNm) oraz implikowana rentowność (%)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Zysk netto

W oparciu o powyższe założenia prognozujemy zysk netto na poziomie PLN 14.5m w 2021r. (w porównaniu do PLN 11.5m wygenerowane w 2020r.; PLN 8.6m zaraportowane w 1H21) oraz dalszy wzrost do PLN 18.2m w 2022r.

Kapitał obrotowy netto

Na koniec 4Q20 spółka posiadała zapasy na poziomie PLN 31.8m (+63% r/r), w wyniku czego wskaźnik rotacji zapasów wzrósł do ponad 100 dni (względem 77 dni w 2019r.). Wyższy poziom zapasów spółka tłumaczy mocniejszym zatowarowaniem związanym z rosnącymi kosztami materiałów, jednak w kolejnych kwartałach wskaźnik powinien wrócić do wcześniejszych poziomów. Nasze prognozy implikują cykl konwersji gotówki na poziomie ok. 64-65 dni (w porównaniu do 68 dni w 2020 roku).

Przepływy pieniężne

Dzięki rosnącym wynikom finansowym oraz stabilnemu cyklowi konwersji gotówki, prognozujemy przepływy pieniężne z działalności operacyjnej na poziomie PLN 16.6m w 2021 roku oraz PLN 19.1m w 2022 roku. W 1H21 spółka dokonała emisji 1,854,000 akcji po PLN 5.0/akcję, dzięki czemu pozyskała środki pieniężne o wartości PLN 9.3m. Zgodnie z memorandum informacyjnym, znacząca część pozostałych środków (ok. 80%, tj. około PLN 8m) ma być przeznaczona na zakup gruntu pod realizację własnego centrum dystrybucyjnego (w pierwszym etapie ok. 10tys. mkw. powierzchni magazynowej oraz ok. 2-3tys. mkw. powierzchni biurowej). Jednocześnie w sierpniu b.r. spółka podpisała umowę z Panattoni na realizację powyższej inwestycji. W naszych prognozach zakładamy, że dodatkowe nakłady inwestycyjne na realizację centrum dystrybucyjnego wyniosą ok. PLN 40m, które zostaną sfinansowane z kredytu bankowego. W związku z powyższym, zakładamy nakłady inwestycyjne na poziomie PLN 13m w 2022r. oraz PLN 35m w 2023r.

Model biznesowy

Historia spółki SFD

W 2000 roku obecny Prezes Zarządu Pan Mateusz Pazdan założył portal www.kulturystyka.pl oraz forum dyskusyjne www.sfd.pl, jak również powołał do życia działalność gospodarczą KULTURYSTYKA.PL Mateusz Pazdan. Pierwotnie działalność ograniczała się do sprzedaży usług internetowych w obszarze reklamy, natomiast w 2002 roku spółka rozpoczęła sprzedaż suplementów diety. W 2008r. spółka SFD rozpoczęła również produkcję marki własnej SFD NUTRITION, zaś w 2015 roku oferta została poszerzona o suplementy marki własnej ALLNUTRITION.

Rysunek 1. SFD – historia spółki



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

W 2010 roku działalność została przekształcona w spółkę akcyjną pod nazwą SFD S.A., zaś w 2011 roku spółka została wprowadzona na rynek New Connect. Zarząd spółki planuje przeniesienie notowań spółki na główny rynek GPW w 1H22, jednak decyzja dotycząca szczegółów nie została jeszcze podjęta.

W 2018 roku spółka podjęła decyzję o rozwoju modelu omnichannelowego poprzez rozwój sieci sklepów własnych oraz franczyzowych (obecnie spółka posiada 14 sklepów własnych oraz 74 sklepy franczyzowe, zaś w sierpniu b.r. podpisała warunkową umowę dotyczącą zakupu przedsiębiorstwa prowadzącego 11 sklepów na południu Polski). W 2021 roku spółka podjęła decyzję o ekspansji na rynki zagraniczne. W maju 2021 roku została uruchomiona platforma e-commerce na rynek czeski, zaś w sierpniu spółka poinformowała o uruchomieniu sprzedaży internetowej na Słowacji od października 2021 roku. Spółka analizuje również wejście na kolejne rynki zagraniczne.

Oferta produktowa

Podstawowym przedmiotem działalności spółki SFD S.A. jest handel detaliczny i hurtowy. Spółka prowadzi również sprzedaż planów treningowych oraz dietetycznych. Oferowane przez spółkę produkty można podzielić na trzy główne kategorie:

- Odżywki dla sportowców,
- Suplementy diety,
- Żywność dietetyczna.

Rysunek 2. Oferta produktowa marek własnych SFD



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spółka obecnie posiada ponad 8 tys. pozycji produktowych w swojej ofercie, z czego marki własne stanowiły 72% sprzedaży w 2020r. (zyskując udział z 58% w 2019r. oraz 46% w 2018r.), zaś pozostałe 28% stanowiły marki obce. W ramach marek własnych spółka oferuje produkty ALLNUTRITION (ok. 380 produktów + różne warianty smakowe) oraz produkty SFD Nutrition (ok. 185 produktów + różne warianty smakowe).

Dostawcami spółki są producenci i importerzy polscy oraz zagraniczni. Spółka współpracuje również z producentami odżywek, suplementów diety i akcesoriów sportowych w celu produkcji marek własnych (SFD NUTRITION oraz ALLNUTRITION).

Kanały sprzedaży

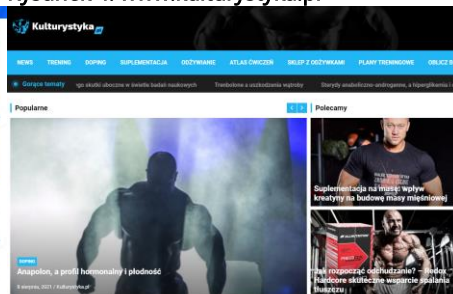
Spółka prowadzi działalność za pośrednictwem wielu platform e-commerce (kluczowe platformy poniżej) oraz sieć sklepów stacjonarnych (obecnie 88 sklepów).

- www.sfd.pl – Forum dla sportowców, osób aktywnych oferujące również sklep internetowy www.sklep.sfd.pl (zarówno marki własne, jak i obce). Sklep został oceniony jako nr 1 według portalu opineo.pl w kategorii „Zdrowie i uroda” oraz jako nr 3 w kategorii „Najlepszy sklep internetowy” w 2020 roku ze średnią opinią 4.9. Przeciętna odwiedzalność wynosi ok. 2.5m wizyt miesięcznie.
- www.potreningu.pl – Serwis oferujący usługi treningowo-dietetyczne Według similarweb średnia odwiedzalność ok. 300tys. miesięcznie.
- www.fitwomen.pl – Serwis dedykowany kobietom aktywnym sportowo; blog, przepisy, suplementy.
- www.kulturystyka.pl – Forum internetowe o tematyce treningów, suplementacji i odżywiania.
- www.fight24.pl – Serwis dotyczący mieszanych sztuk walki.

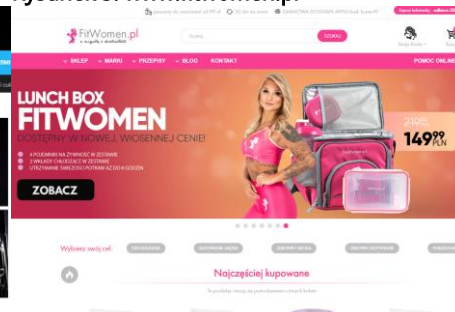
Rysunek 3. www.sklep.sfd.pl



Rysunek 4. www.kulturystyka.pl



Rysunek 5. www.fitwomen.pl

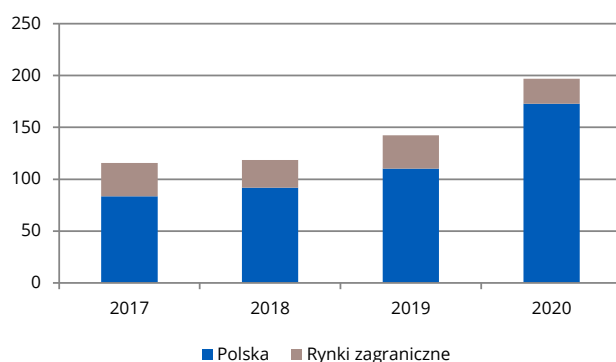
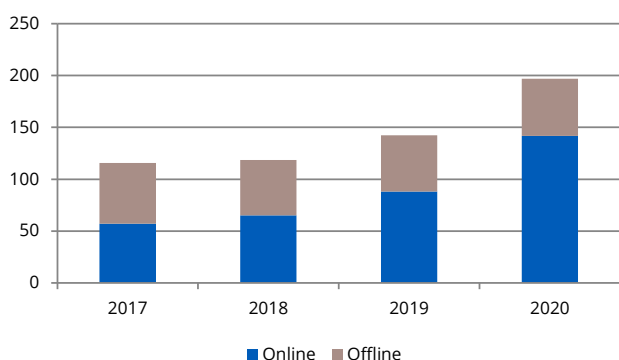


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

W 2020r. udział sprzedaży e-commerce wynosił 72% (w porównaniu do 62% w 2019r. oraz 55% w 2018r.). Wpływ na wzrost udziału kanału e-commerce miał wybuch pandemii COVID-19, jednak wraz z otwieraniem sklepów stacjonarnych udział ten obniżył się do 66% w 1H21 (w porównaniu do 74% w 1H20 i 61% w 1H19). Zwracamy uwagę, że w 2021 roku spółka podjęła decyzję o uruchomieniu sklepu e-commerce w Czechach i na Słowacji oraz planuje rozwój na kolejnych rynkach zagranicznych. Dodatkowo spółka prowadzi sprzedaż e-commerce za pośrednictwem marketplace takich jak Allegro czy Amazon, jednak udział tych platform wynosi ok. 15% sprzedaży e-commerce, a kluczowe wciąż pozostają własne platformy sprzedażowe.

W 2020 roku spółka nawiązała również współpracę handlową z siecią sklepów Decathlon, dzięki czemu produkty marki ALLNUTRITION zostały wprowadzone do oferty wszystkich sklepów Decathlon w Polsce. Dodatkowo spółka rozpoczęła współpracę z dystrybutorami na nowych rynkach zagranicznych m.in. Rosja i Indie. Spółka przeprowadziła również pilotażową współpracę z Biedronką i w kolejnych kwartałach planuje dalszą współpracę z sieciami handlowymi. SFD współpracuje również z aptekami w Polsce (według danych spółki, docierają do ok. 1,500 aptek w Polsce).

Wykres 4. SFD – struktura przychodów w podziale na kanały sprzedaży (PLNm) Wykres 5. SFD – struktura geograficzna sprzedaży (PLNm)



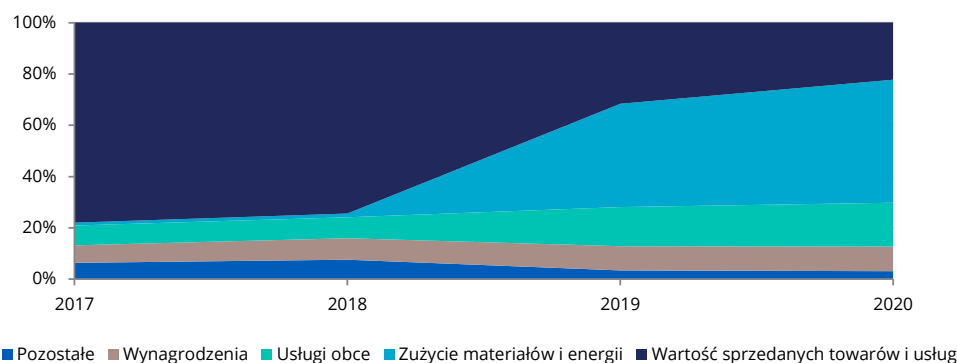
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Struktura kosztów

Głównymi pozycjami kosztowymi spółki są:

- **Wynagrodzenia.** Na koniec 2020 roku spółka zatrudniała 209 osób (w porównaniu do 167 osób na koniec 2019 roku). Wraz z rozwojem sieci sklepów własnych, jak również rozwojem działalności e-commerce na rynkach zagranicznych, oczekujemy wzrostu zatrudnienia w kolejnych latach. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w 2020 roku przeciętne wynagrodzenie osoby zatrudnionej wzrosło o ok. 7% r/r, natomiast w 1H21 spółka zaraportowała wzrost wynagrodzeń o 40% r/r. Mając na uwadze, strukturę zatrudnienia, zwracamy uwagę, że w kolejnych latach ta pozycja kosztowa może znajdować się pod presją ze względu na rosnące minimalne płace w Polsce (rząd przyjął propozycję wzrostu płacy minimalnej w Polsce o 7.1% do PLN 3,000).
- **Usługi obce,** gdzie kluczowymi pozycjami kosztowymi są transport (ok. 30% kosztów usług obcych) oraz marketing (ok. 30%). Obecnie spółka wynajmuje powierzchnię logistyczno-magazynową, jednak dzięki pozyskaniu środków pieniężnych z emisji akcji spółka planuje budowę własnego centrum logistyczno-magazynowego (spółka podpisała list intencyjny z Panattoni dotyczący realizacji nowego magazynu w Opolu). Wpływ na tę pozycję kosztową będzie mieć rozwój działalności spółki na rynkach zagranicznych oraz związany z tym potencjalny marketing.
- **Wartość sprzedanych towarów i usług oraz zużycie materiałów i energii,** związane ze sprzedażą marek własnych i obcych. W związku z rosnącym udziałem sprzedaży marek własnych, zmianie ulegała również struktura kosztów. Oczekujemy, że razem z rosnącą skalą działalności, spółka będzie w stanie negocjować korzystniejsze warunki zakupowe (również dla produkcji marek własnych).

Wykres 6. SFD – struktura kosztów operacyjnych

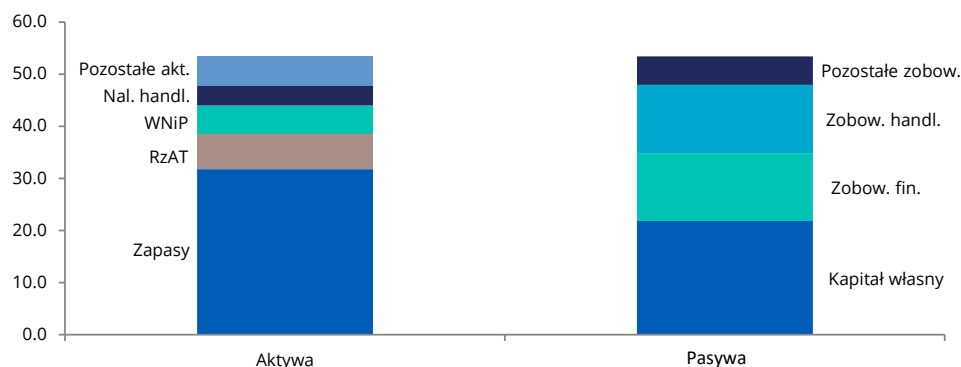


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Struktura bilansu

Najwyższą wartość po stronie aktywów stanowią zapasy, których wartość na koniec 4Q20 wynosiła PLN 31.8m, rzeczowe aktywa trwałe (PLN 6.8m) oraz wartości niematerialne i prawne (PLN 5.4m). Na koniec 2020 roku spółka posiadała zadłużenie brutto na poziomie PLN 13m, z czego PLN 2.7m stanowiły długoterminowe zobowiązania finansowe, a pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe (głównie kredyty bankowe oraz leasing). Dług netto w wysokości PLN 12.4m na koniec 4Q20 implikował wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie 0.75x.

Wykres 7. SFD – struktura bilansu (stan na koniec 4Q20, PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Emisja akcji serii G

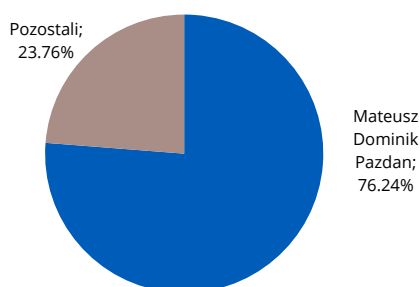
W kwietniu 2021 roku Zarząd spółki zarekomendował podwyższenie kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji (uchwała podjęta przez WZA w dniu 25 maja 2021r.) w celu przeprowadzenia nowych inwestycji związanych z rozwojem spółki. W rezultacie spółka wyemitowała 1,854,000 akcji (cena emisyjna ustalona na PLN 5.0/akcję), pozyskując środki pieniężne na poziomie PLN 9.3m. Zgodnie z celami emisji, pozyskane środki w większości zostaną wykorzystane na zakup gruntu na potrzeby rozbudowy bazy logistyczno-magazynowej (ok. PLN 8m), zaś pozostała część na działalność operacyjną.

Akcjonariat

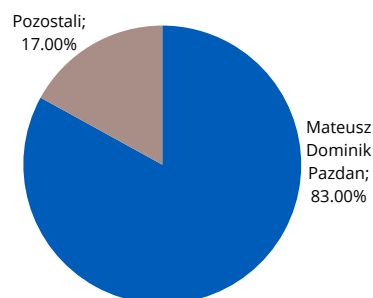
Obecnie kapitał zakładowy spółki SFD dzieli się na 44,044,910 akcji o wartości nominalnej PLN 0.10 każda:

- 17,500,000 akcji imiennych uprzywilejowanych serii A,
- 17,500,000 akcji zwykłych na okaziciela serii B,
- 2,000,000 akcji zwykłych na okaziciela serii C,
- 4,700,000 akcji zwykłych na okaziciela serii D,
- 490,910 akcji zwykłych na okaziciela serii E,
- 1,854,000 akcji zwykłych na okaziciela serii G.

Wykres 8. SFD – udział w kapitale zakładowym



Wykres 9. SFD – udział w liczbie głosów



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Otoczenie rynkowe

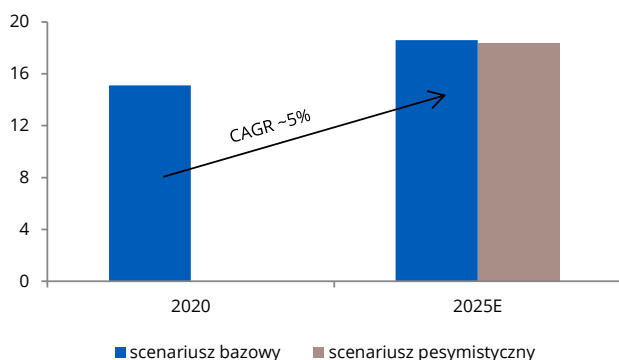
Spółka oferuje trzy główne grupy produktowe:

- Odżywki dla osób aktywnie uprawiających sport.
- Suplementy diety.
- Żywność dietetyczna.

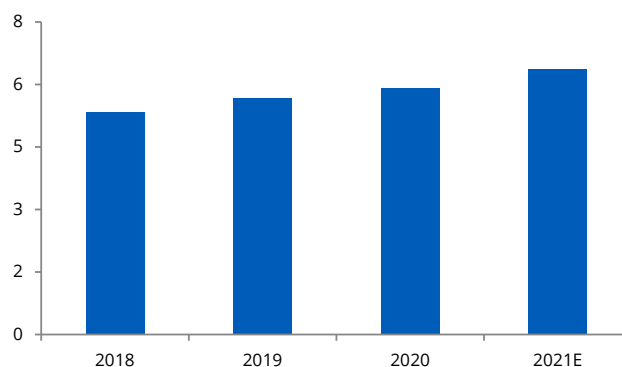
Rynek leków OTC i suplementów diety

Według PMR („Rynek produktów OTC w Polsce w 2021. Analiza rynku i prognozy na lata 2021-2026”) wartość rynku leków OTC oraz suplementów diety w 2020 roku wyniosła PLN 15.1mld. Jednocześnie PMR szacuje wzrost wartości tego rynku o 5% r/r w 2021 roku oraz utrzymanie kilkuprocentowych wzrostów również w kolejnych latach.

Wykres 10. Rynek leków OTC i suplementów diety (PLN mld)



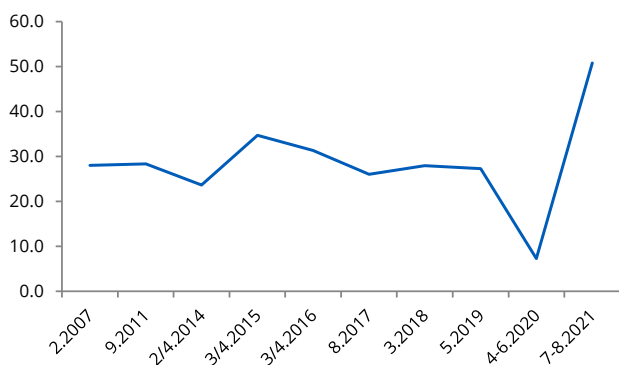
Wykres 11. Wielkość rynku suplementów diety (PLN mld)



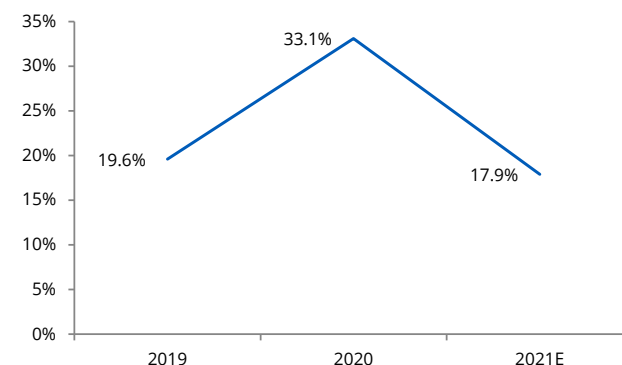
Źródło: PMR, IPOPEMA Research

PMR szacuje, że wartość rynku suplementów diety w Polsce w 2020 roku wynosiła PLN 5.97mld i zgodnie z prognozą w 2021 roku znajdzie się na poziomie PLN 6.38mld (+7.7% r/r), co implikuje ok. 1-2% udział rynkowy SFD. Zgodnie z danymi GUS, w pierwszej połowie 2021 roku wprowadzono na rynek 16tys. nowych produktów, niemal o 20% więcej w porównaniu do analogicznego okresu w poprzednim roku. Największymi pod względem wartości sprzedaży suplementami diety były: probiotyki, magnez, preparaty na kości i stawy, preparaty multiwitaminowe i wielominerałowe. Światowe wydatki na suplementy diety w 2020 roku wyniosły USD 140.3mld i według Grand View Research w 2021 roku wzrosną do USD 152mld (+8.5% r/r).

Wykres 12. Indeks koniunktury PMR rynku suplementów diety w Polsce 2007-2021



Wykres 13. Dynamika e-sprzedaży pozaaptecznej suplementów diety 2019-2021E (%)



Źródło: PMR, IPOPEMA Research

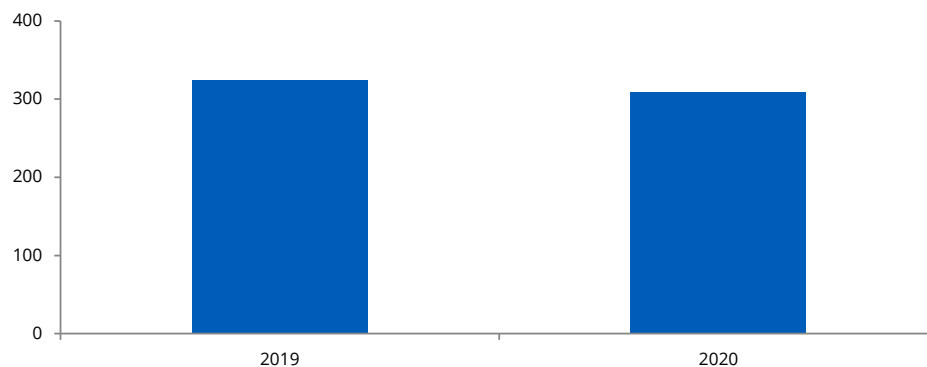
Wskaźnik koniunktury PMR na rynku suplementów diety, osiągnął w 7-8.2021 historycznie najwyższy poziom – 51 punktów, wskazując na pozytywny sentyment producentów i dystrybutorów suplementów względem prognozowanej sytuacji rynku.

Segmentem sprzedaży suplementów diety, który najbardziej skorzystał na pandemii COVID-19, była e-sprzedaż pozaapteczna. Zjawisko to obserwowane jest w 33.1% wzroście sprzedaży suplementów drogą internetową. Na zjawisko to ma także przełożenie mocny trend wzrostowy w branży e-commerce.

Rynek odżywek dla osób uprawiających sport

Zgodnie z szacunkami PMR, wartość rynku odżywek dla osób uprawiających sport spadła z PLN 325m w 2019 roku do PLN 309m (-5% r/r). Spadek ten motywowany był w znacznej mierze ograniczeniem sprzedaży kanałem siłowni oraz sklepów stacjonarnych (w tym specjalistycznych i sportowych). Oczekujemy, że wraz z powrotem osób na siłownie, rynek odżywek dla sportowców wróci na ścieżkę wzrostową z kilkuprocentowymi stopami wzrostu. Liderem odżywek dla sportowców jest firma Olimp Laboratories, natomiast spółka SFD szacuje swój udział w rynku na poziomie ok. 15-20%.

Wykres 14. Wartość rynku odżywek dla osób aktywnych w Polsce 2019-2020 (PLNm)



Źródło: PMR, IPOPEMA Research

Rynek żywności dietetycznej

Wartość rynku wyrobów cukierniczych w Polsce szacowana była na ok. PLN 13mld w 2020r. co implikuje ok. 0.5% udział SFD w rynku. W wyniku pandemii COVID-19, zmianie uległy nawyki żywieniowe Polaków. Zamiast tradycyjnych słodczy i przekąsek, coraz większą popularnością cieszą się słodczyce premium oraz fit (o obniżonej zawartości cukru). Oczekujemy, że ten trend utrzyma się również w kolejnych latach, czego beneficjentem będzie spółka SFD. Mając na uwadze niewielki udział rynkowy spółki oraz wysoki poziom rozdrobnienia rynku, oczekujemy że segment ten pozostanie głównym czynnikiem wzrostu przychodów SFD w kolejnych latach.

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. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piętna 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/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. 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 zdyskontowania 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 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – SFD

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 6.50	PLN 4.69	Marek Szymański