

Miraculum

Dążąc do poprawy rentowności dzięki skali

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Miraculum od zalecenia TRZYMAJ ustalając wartość godziwą spółki na poziomie PLN 1.25 na akcję. W ostatnich kwartałach spółka sukcesywnie zwiększała skalę działalności (wzrost przychodów o 17% r/r do PLN 24m w 1H23), co wpłynęło na poprawę zysku EBITDA do PLN 0.8m w 1H23 (w porównaniu do znormalizowanej straty rok wcześniej). W naszej ocenie strategia spółki opierająca się na rebrandingu posiadanych marek, rozwój sprzedaży w kanałach nowoczesnych (drogerie i dyskonty, jak również e-commerce) w Polsce oraz zagranicą powinny pozwolić spółce na osiągnięcie 2022-25E CAGR przychodów na poziomie 12%. Jednocześnie wzrost skali oraz silniejsza pozycja negocjacyjna z partnerami oraz dostawcami mogą przełożyć się na poprawę marży brutto ze sprzedaży w nadchodzących latach. Z drugiej strony wskazujemy na wysoki poziom zadłużenia jako czynnik ryzyka. Obsługa zobowiązań finansowych oraz zapotrzebowanie na kapitał obrotowy w związku z rozwojem skali działalności mogą w naszej ocenie wymagać pozyskania dodatkowego kapitału przez spółkę, czy to w formie emisji akcji czy pożyczki od akcjonariuszy, jak to miało miejsce w ostatnich latach.

2022-25E CAGR przychodów na poziomie 12%. W okresie pierwszych ośmiu miesięcy 2023 roku Miraculum wygenerowało przychody na poziomie PLN 31.6m (wzrost o 13% r/r). W pierwszym półroczu, głównymi motorami wzrostu była sprzedaż kosmetyków do i po goleniu oraz do makijażu, jak również mocniejszy rozwój sprzedaży na rynkach zagranicznych (25% całości sprzedaży). Uważamy, że spółka będzie w stanie kontynuować zwiększanie skali działalności, głównie dzięki produktom perfumeryjnym oraz kosmetykom do makijażu. Po słabszym 2023E (prognozujemy 10% r/r wzrost przychodów ze względu na wysoką bazę) oczekujemy powrotu do dwucyfrowych dynamik wzrostu przychodów (powyżej rynku kosmetycznego, dla którego prognozowane są wzrosty o 5-6% rocznie).

Potencjał poprawy rentowności dzięki rosnącej skali działalności. W 2022 Miraculum udało się osiągnąć pozytywny zysk EBITDA, zaś w 1H23 kontynuowało ten trend osiągając EBITDA PLN 0.8m (vs. PLN 0.3m w 1H22). Szacujemy, że dzięki zwiększaniu skali działalności, poprawie rentowności brutto ze sprzedaży (korzystniejszy mix produktowy oraz odbudowa marż poszczególnych grup produktowych) oraz dźwigni operacyjnej, Miraculum wygeneruje zysk EBITDA na poziomie PLN 1.4m w 2023E oraz PLN 2.8m w 2024E.

Wysoki poziom zadłużenia wciąż czynnikiem ryzyka. Na koniec 2Q23 spółka posiadała zadłużenie brutto PLN 17.9m (głównie pożyczki od akcjonariuszy) oraz środki pieniężne PLN 15tys. Mając na uwadze terminy spłat pożyczek, jak również planowy rozwój działalności (potencjalnie zwiększone zapotrzebowanie na kapitał obrotowy) dostrzegamy ryzyko konieczności pozyskania dodatkowego kapitału (np. poprzez emisję akcji).

Tabela 1. Miraculum – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	24.4	33.7	43.3	47.7	54.3	61.2
EBITDA	-1.9	-1.8	0.5	1.4	2.8	4.7
EBIT	-3.0	-2.8	-0.5	0.2	1.6	3.4
Zysk netto	-4.6	-4.1	-2.5	-0.4	0.8	2.3
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	66.1	23.9
EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	135.2	51.5	24.6	14.2
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

Miraculum

TRZYMAJ FV PLN 1.25

6% potencjał spadku

Cena bieżąca 21 września 2023 PLN 1.33

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	41.5
Kapitalizacja (EUR m)	12.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	17.2
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.01
12M max/min (PLN)	1.57/1.09
Waga w WIG	0.01
Reuters	MIR.WA
Bloomberg	MIR.PW

Stopy zwrotu

1M	-3.6%
3M	-5.7%
12M	+14.7%

Akcjonariat

Marek Kamola	35.84%
Piotr Skowron	9.42%
Jan Załubski	8.01%
Stawomir Ziemiński	5.02%
Pozostali	41.71%

Analizy

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

Miraculum

TRZYMAJ

FV PLN 1.25

Kapitalizacja EUR 12.3m

Potencjał spadku -6%

Mnożniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	66.1	23.9
EV/EBITDA (x)	n.a.	135.2	51.5	24.6	14.2
EV/Sprzedaż (x)	2.0	1.5	1.5	1.3	1.1
P/BV (x)	2.28	2.11	2.13	2.07	1.90
Stopa FCF (%)	-9.8%	-3.3%	-1.3%	1.5%	4.3%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	36.5	38.0	41.5	41.5	41.5
EPS (PLN)	-0.11	-0.06	-0.01	0.02	0.06
BVPS (PLN)	0.59	0.58	0.62	0.64	0.70
FCFPS (PLN)	-0.13	-0.04	-0.02	0.02	0.06
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	38%	29%	10%	14%	13%
EBITDA	n.a.	n.a.	184%	107%	67%
EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	565%	109%
Zysk netto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	177%

Wskaźniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża brutto (%)	30.1%	31.8%	33.8%	34.9%	36.1%
Marża EBITDA (%)	-5.4%	1.1%	2.8%	5.1%	7.6%
Marża EBIT (%)	-8.4%	-1.2%	0.5%	3.0%	5.6%
Marża netto (%)	-12.2%	-5.7%	-0.9%	1.5%	3.8%
Dług netto / EBITDA (x)	-10.6	37.6	10.6	4.9	2.4
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.90	0.81	0.56	0.51	0.39
Dług netto / Aktywa (x)	0.34	0.32	0.25	0.22	0.18
ROE (%)	-19.6%	-11.3%	-1.8%	3.2%	8.3%
ROA (%)	-7.4%	-4.3%	-0.8%	1.4%	3.7%
ROIC (%)	-6.3%	-1.1%	0.5%	3.3%	6.9%

Założenia	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	33.7	43.3	47.7	54.3	61.2
Kosmetyki do i po goleniu	7.8	9.0	10.9	12.0	12.6
Kosmetyki do makijażu	4.6	8.6	9.2	11.1	13.3
Perfumerya	10.8	11.8	12.5	14.3	16.5
Pielęgnacja ciała	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
Pielęgnacja tw arzy	3.1	5.3	5.2	5.9	6.8
Pozostałe	5.9	7.2	8.3	9.1	10.0

Zysk brutto ze sprze	10.1	13.8	16.1	18.9	22.1
Kosmetyki do i po goleniu	2.1	2.4	2.9	3.3	3.5
Kosmetyki do makijażu	1.4	2.7	2.5	3.2	4.1
Perfumerya	3.7	3.9	5.5	6.4	7.6
Pielęgnacja ciała	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
Pielęgnacja tw arzy	1.0	2.3	2.2	2.6	3.1
Pozostałe	1.6	2.1	2.5	2.8	3.2

Cykl gotówki (dni)	74	67	70	67	64
Zapasy	183	165	161	158	155
Należności	70	37	37	37	37
Zobowiązania	180	135	128	128	128

P&L (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	24.4	33.7	43.3	47.7	54.3	61.2
Koszt własny sprzedaży	-16.4	-23.5	-29.6	-31.6	-35.3	-39.1
Zysk brutto ze sprzedaży	8.0	10.1	13.8	16.1	18.9	22.1
Koszty sprzedaży	-7.7	-9.0	-10.4	-10.7	-11.6	-12.4
Koszty ogólnego zarządu	-3.6	-4.0	-4.7	-5.2	-5.7	-6.3
Pozostałe przychody operacyjne	0.8	0.2	1.1	0.2	0.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0
EBITDA	-1.9	-1.8	0.5	1.4	2.8	4.7
Amortyzacja	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
EBIT	-3.0	-2.8	-0.5	0.2	1.6	3.4
Przychody i koszty finansowe	-0.5	-0.5	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6
Zysk brutto	-3.5	-3.3	-1.4	-0.4	1.0	2.9
Podatek dochodowy	-1.1	-0.8	-1.1	0.0	-0.2	-0.5
Zysk netto	-4.6	-4.1	-2.5	-0.4	0.8	2.3

BILANS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	39.9	38.5	38.5	38.6	38.6	38.6
Rzeczowe aktywa trwałe	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2
Akt. z tyt. prawa do użyt.	1.1	0.5	1.4	1.4	1.5	1.5
Wartości niematerialne i prawne	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6
Pozostałe aktywa trwałe	3.9	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Aktywa obrotowe	13.4	18.5	17.7	19.2	22.1	24.4
Zapasy	6.8	11.8	13.3	14.0	15.3	16.6
Należności handlowe	5.7	6.5	4.4	4.8	5.5	6.2
Środki pieniężne i ekwiwalenty	1.0	0.2	0.0	0.5	1.3	1.6
Aktywa razem	53.3	57.1	56.2	57.8	60.7	63.0
Kapitały własne	20.5	21.5	22.1	25.9	26.7	29.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	16.4	21.7	20.8	18.2	18.6	17.0
Zobowiązania finansowe	12.3	17.9	16.3	13.2	13.2	11.2
Pozostałe zobow. długoterm.	4.1	3.8	4.6	5.0	5.4	5.8
Zobowiązania krótkoterm.	16.4	13.9	13.3	13.8	15.4	17.0
Zobowiązania finansowe	0.2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Zobowiązania handlowe	7.9	11.6	10.9	11.1	12.4	13.7
Pozostałe zobow. krótkoterm.	8.4	0.7	0.7	1.0	1.3	1.6
Pasywa razem	53.3	57.1	56.2	57.8	60.7	63.0
Dług brutto (PLN m)	12.5	19.6	17.9	14.8	14.8	12.8
Dług netto (PLN m)	11.6	19.3	17.9	14.4	13.6	11.2

CASH FLOW (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy pien. z dz. oper.	-2.9	-4.0	-0.6	0.4	1.9	3.5
Zysk netto	-4.6	-4.1	-2.5	-0.4	0.8	2.3
Amortyzacja	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
Zmiana w kap. obrotowym netto	-1.0	-2.3	-0.1	-0.9	-0.7	-0.7
Pozostałe	1.7	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
Przepływy pien. z dz. inw.	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4
Zmiana WNIIP	0.1	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
Zmiana RzAT	-0.3	-0.4	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4
Przepływy pien. z dz. fin.	2.9	3.6	0.6	0.4	-0.7	-2.6
Zmiana w kap. własnym	3.2	0.7	1.7	4.2	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	0.3	3.4	-0.3	-3.1	0.0	-2.0
Odsetki	-0.5	-0.4	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6
Odsetki z tyt. leasingu	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Dywidenda wypłacona	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana śr. pieniężnych	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.8	0.4
Śr. pien. na koniec okresu	1.0	0.2	0.0	0.5	1.3	1.6

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Podsumowanie inwestycyjne	4
Wycena	6
Wycena DCF	6
Wycena porównawcza	7
Prognozy finansowe.....	8
Omówienie wyników za 2Q23	12
Model biznesowy	13
Historia spółki Miraculum S.A.	13
Oferta produktowa oraz kanały sprzedaży	14
Struktura kosztów	16
Struktura bilansu	17
Akcjonariat.....	19
Otoczenie rynkowe	20
Czynniki ryzyka	23

Podsumowanie inwestycyjne

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Miraculum S.A. od zalecenia Trzymaj, ustalając wartość godziwą na poziomie PLN 1.25/akcję. W okresie 1H23, spółka zaraportowała wzrost przychodów o 17% r/r do PLN 24.4m, przy czym głównymi motorami wzrostu były kosmetyki do i po goleniu, kosmetyki do pielęgnacji twarzy oraz kosmetyki do makijażu. W naszej ocenie, dzięki pracy nad oferowanymi produktami oraz rozwojowi oferty, jak również zacieśnianiu współpracy z drogeriami i dyskontami oraz rozwojowi sprzedaży eksportowej, spółka Miraculum będzie w stanie kontynuować wzrosty skali działalności powyżej rynku. Według szacunków Statista, polski rynek kosmetyczny będzie rósł w tempie blisko 5% rocznie do 2025 roku, zaś nasze prognozy wyników Miraculum implikują 2022-25E CAGR przychodów na poziomie 12%. Jednocześnie dzięki optymalizacji kosztowej oraz dźwigni operacyjnej, spółka poprawiła r/r wynik EBITDA w 1H23 i oczekujemy, że trend ten zostanie utrzymany w kolejnych kwartałach. Prognozujemy zysk EBITDA na poziomie PLN 1.4m w 2023E (vs. PLN 0.5m w 2022) oraz PLN 2.8m w 2024E. Przy ograniczonych nakładach inwestycyjnych oceniamy, że poprawa wyników finansowych pozwoli spółce na generację pozytywnych przepływów pieniężnych, zaczynając od 2024E. Na koniec 2Q23 spółka posiadała zadłużenie na poziomie blisko PLN 18m (głównie związane z pożyczkami od akcjonariuszy), w związku z czym dostrzegamy ryzyko pozyskania dodatkowych środków pieniężnych na rozwój lub spłatę zobowiązań finansowych. Prognozujemy FCF negatywne PLN 0.7m w 2023E oraz pozytywne przepływy PLN 0.8m w 2024E.

Zdywersyfikowana działalność i oferta produktowa

Podstawowym przedmiotem działalności spółki Miraculum S.A. jest sprzedaż detaliczna oraz hurtowa wyrobów kosmetycznych oraz perfum. Spółka w swojej ofercie posiada 12 marek, w tym: „Pani Walewska”, „Miraculum”, „Chopin”, „Prastara”, „Gracja”, „Tanita”, „Paloma”, „Lider”, „Wars”, „Być może”, „Joko”, „Virtual” oraz wyszczególnia pięć głównych grup produktowych: kosmetyki do i po goleniu, kosmetyki do makijażu, perfumy, pielęgnacja ciała oraz pielęgnacja twarzy. Według szacunków Statista, rynek kosmetyczny w Polsce będzie rósł o blisko 5% rocznie w latach 2022-25E, przy czym wyższych dynamik wzrostu należy oczekiwać w segmentach kosmetyków do makijażu oraz kosmetyków do pielęgnacji skóry (odpowiednio wzrost o 7.9% oraz 6.6% rocznie). Oczekujemy, że dzięki rebrandingowi posiadaniu marek oraz rozwojowi oferty produktowej spółka będzie w stanie odnotowywać dynamiki przychodów powyżej średnich rynkowych.

Rozwój eksportu oraz nowoczesnych kanałów sprzedaży

Obecnie Miraculum prowadzi sprzedaż swoich produktów głównie za pośrednictwem kanału nowoczesnego, który stanowi około połowy sprzedaży (głównie poprzez dyskonty oraz drogerie). W najbliższych latach, spółka planuje skupić się właśnie na tym kanale sprzedaży poprzez zacieśnianie współpracy z partnerami. Jednocześnie spółka planuje zwiększać sprzedaż na rynkach zagranicznych (oferta produktowa Miraculum jest dostępna w 42 krajach). W 2022 roku, udział sprzedaży eksportowej stanowił 25% całkowitej sprzedaży i utrzymywał się na porównywalnym poziomie w 1H23, zaś w kolejnych latach oczekujemy stopniowego zwiększania udziałów do ponad 30% w 2025E.

Prognozujemy CAGR przychodów na poziomie 12% w 2022-25E

Miraculum osiągnęło przychody na poziomie PLN 31.4m w okresie 8M23 (+13% r/r). Oczekujemy, że spółka będzie w stanie utrzymać dodatnie dynamiki wzrostu przychodów, natomiast w skali całego roku osiągnie wynik blisko PLN 47.7m (+10% r/r), przy czym zakładamy wyższą dynamikę sprzedaży eksportowej oraz wzrost jej udziału o 2pp r/r do 27%. Jednocześnie zakładamy, że wzrost sprzedaży wspierany będzie rozwojem segmentu perfum (główny nacisk kładziony na perfumy Chopin, ale również na rebranding istniejących marek) oraz kosmetyków do makijażu (w tym poprzez markę Joko).

Poprawa rentowności dzięki dźwigni operacyjnej

Spółka zaraportowała poprawę znormalizowanej EBITDA z poziomu PLN -0.3m w 1H22 do PLN 0.8m w 1H23, na co wpływ miała przede wszystkim poprawa marży brutto ze sprzedaży (o 2pp r/r) oraz zwiększenie skali działalności (przy wzroście kosztów SG&A o 8% r/r w 1H23, wskaźnik

SG&A/przychody został obniżony o 3pp r/r). W kolejnych latach oczekujemy, że spółka utrzyma trend poprawy marży brutto ze sprzedaży. Po pierwsze, dzięki rosnącej skali działalności, uważamy, że Miraculum ma szansę negocjacji warunków zakupowych produktów u dostawców, dzięki czemu spółka będzie w stanie poprawiać rentowności poszczególnych grup produktowych (przede wszystkim w segmencie perfum). Po drugie, oczekujemy korzystniejszej struktury sprzedawanych produktów oraz rosnącego udziału wysokomarżowych produktów premium. W rezultacie prognozujemy poprawę marży brutto ze sprzedaży z 31.8% w 2022 do 33.8% w 2023E oraz 34.9% w 2024E. Dzięki niższej dynamice kosztów SG&A (pomimo założenia presji na koszty, przede wszystkim wynagrodzeń), szacujemy stopniową poprawę marży EBITDA z 1.1% w 2022 do ponad 7% w 2025E.

Wysoki poziom zadłużenia czynnikiem ryzyka

Zwracamy uwagę, że wysoki poziom zadłużenia wciąż stanowi czynnik ryzyka dla spółki. Na koniec 2Q23 spółka posiadała zadłużenie brutto na poziomie PLN 17.9m (głównie związane z pożyczkami od akcjonariuszy) oraz środki pieniężne na poziomie PLN 15tys. Zgodnie z harmonogramem, termin spłaty PLN 2.0m pożyczek przypada na październiku 2023 roku, natomiast PLN 15.1m do końca 2024 roku. W naszych prognozach zakładamy ograniczone spłaty zobowiązań finansowych oraz aneksowanie terminów spłaty lub potrącenie wierzytelności spółki jako rozliczenie ewentualnego podwyższenia kapitału zakładowego, jak do miało miejsce w poprzednich latach (więcej informacji w paragrafie „Struktura bilansu”). W naszej ocenie, również zwiększanie skali działalności przez grupę Miraculum, może wiązać się ze zwiększonym zapotrzebowaniem m.in. na kapitał obrotowy. W związku z powyższym zwracamy uwagę na potencjalną emisję akcji (w wywiadzie dla Puls Biznesu z czerwca b.r., prezes p. Sławomir Ziemiński wskazywał na możliwe „dokapitalizowanie spółki i skorzystanie z możliwości zapewnianych przez obecność na giełdzie”).

Potencjał do poprawy przepływów pieniężnych

Wraz z poprawą wyników finansowych spółki, oczekujemy generacji pozytywnych przepływów z działalności operacyjnej, pomimo zmian w kapitale obrotowym netto. W oparciu o nasze prognozy finansowe, prognozujemy CF operacyjny na poziomie PLN 0.4m w 2023E oraz PLN 1.9m w 2024E. Jednocześnie mając na uwadze ograniczone wydatki spółki na nakłady inwestycyjne, oczekujemy, że spółka będzie w stanie wygenerować pozytywne FCF w 2024E na poziomie PLN 0.8m, co przy podtrzymaniu trendu pozwoliłoby spółce na stopniowe zmniejszanie zadłużenia w kolejnych latach.

Wycena

Wyceniamy spółkę Miraculum S.A. w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF (waga 100%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 2. Miraculum – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	100%	1.25
Wycena porównawcza	0%	1.31
Wartość godziwa (FV)		1.25
Wartość rynkowa		1.33
Potencjał wzrostu/spadku		-6%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2023-32E (więcej szczegółów w „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6.3% w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, niezależarowaną betę w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 2.0%.

Tabela 3. Miraculum – Wycena DCF (PLNm)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Przychody	47.7	54.3	61.2	67.5	73.5	79.3	84.8	90.8	97.3	104.3	
EBITDA	1.4	2.8	4.7	6.3	7.9	9.4	10.9	12.5	14.2	16.0	
EBIT	0.2	1.6	3.4	5.0	6.6	8.2	9.6	11.2	12.9	14.7	
Podatek	0.0	-0.3	-0.6	-1.0	-1.3	-1.6	-1.8	-2.1	-2.5	-2.8	
NOPAT	0.2	1.3	2.8	4.1	5.4	6.6	7.8	9.1	10.4	11.9	
Amortyzacja	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	
Capex	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	
FCF	0.0	1.4	2.9	4.3	5.3	6.6	7.9	9.1	10.3	11.7	11.1
Dyskonto (%)	97.2%	87.7%	78.9%	70.9%	63.5%	56.8%	50.8%	45.3%	40.5%	36.1%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	0.0	1.2	2.3	3.0	3.3	3.7	4.0	4.1	4.2	4.2	
Wartość FCF 2023-32E (PLNm)	30.1										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	2.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	39.8										
EV (PLNm)	69.9										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	0.0										
Dług netto (PLNm)	17.9										
Wartość kapitału (PLNm)	52.0										
Liczba akcji (m)	41.5										
Wartość godziwa FV (PLN)	1.25										

		WACC (%)				
		11.03%	11.53%	12.03%	12.53%	13.03%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	1.00%	1.25	1.21	1.17	1.13	1.09
	1.50%	1.30	1.25	1.21	1.17	1.13
	2.00%	1.36	1.30	1.25	1.21	1.17
	2.50%	1.42	1.36	1.30	1.25	1.21
	3.00%	1.49	1.42	1.36	1.30	1.25

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. Miraculum – Wyliczenia WACC

WACC	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.7%	5.9%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
Beta zalewarowana	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
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	13.7%	13.8%	13.5%	13.2%	12.9%	12.6%	12.5%	12.3%	12.3%	12.2%	12.2%
Premia za dług	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Stopa opodatkowania	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	5.4%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
% waga długu	36.5%	35.7%	30.7%	24.9%	19.0%	13.4%	8.5%	4.4%	3.8%	3.3%	3.3%
% waga kapitału	63.5%	64.3%	69.3%	75.1%	81.0%	86.6%	91.5%	95.6%	96.2%	96.7%	96.7%
WACC	10.7%	10.9%	11.1%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą Miraculum do spółek polskich i zagranicznych sektora detalicznego, w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sprzedaż. Ze względu na różnice modeli biznesowych oraz skali działalności, nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 5. Miraculum – wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (EURm)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
LPP	5,501	18.5	14.5	12.1	9.0	7.2	6.0	1.6	1.3	1.1
CCC	634	n.a.	59.6	18.4	7.5	5.9	4.9	0.6	0.6	0.5
VRG	176	6.8	6.2	6.0	3.7	3.2	2.9	0.7	0.6	0.6
Wittchen	106	5.4	5.0	4.8	3.6	3.3	3.1	1.0	0.9	0.8
Pepco	3,373	16.8	13.0	10.2	5.8	5.0	4.1	0.8	0.7	0.6
Hugo Boss	4,692	17.2	13.8	11.2	6.1	5.3	4.5	1.3	1.2	1.1
Unilever	123,316	18.2	16.9	15.9	12.4	11.6	10.9	2.4	2.4	2.3
COTY	9,867	22.1	26.0	21.4	15.8	14.0	12.5	2.9	2.6	2.5
Olapex Holdings	1,309	15.6	11.9	11.9	9.5	7.6	6.9	3.6	3.4	3.2
Ulta Beauty	19,554	17.8	16.1	15.2	11.4	11.0	10.4	2.2	1.9	1.9
Median		17.2	14.2	12.0	8.2	6.6	5.5	1.4	1.2	1.1
Miraculum	12	n.a.	66.1	23.9	51.5	24.6	14.2	1.5	1.3	1.1
Premium/discount (%)		n.a.	367%	99%	526%	276%	161%	1%	2%	-1%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		n.a.	0.3	0.7	-0.1	0.1	0.3	1.3	1.3	1.3
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)*		1.31								

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research, *w oparciu o wskaźnik EV/Sprzedaż

Prognozy finansowe

Tabela 6. Miraculum – prognozy finansowe (PLNm)

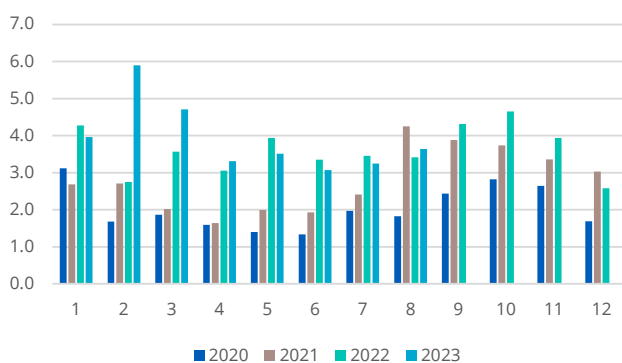
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	24.4	33.7	43.3	47.7	54.3	61.2
Koszt własny sprzedaży	-16.4	-23.5	-29.6	-31.6	-35.3	-39.1
Zysk brutto ze sprzedaży	8.0	10.1	13.8	16.1	18.9	22.1
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-11.4	-13.0	-15.1	-15.9	-17.3	-18.7
Koszty sprzedaży	-7.7	-9.0	-10.4	-10.7	-11.6	-12.4
Koszty ogólnego zarządu	-3.6	-4.0	-4.7	-5.2	-5.7	-6.3
Pozostałe przychody operacyjne	0.8	0.2	1.1	0.2	0.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0
EBITDA	-1.9	-1.8	0.5	1.4	2.8	4.7
Amortyzacja	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
EBIT	-3.0	-2.8	-0.5	0.2	1.6	3.4
Przychody i koszty finansowe	-0.5	-0.5	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6
Zysk brutto	-3.5	-3.3	-1.4	-0.4	1.0	2.9
Podatek dochodowy	-1.1	-0.8	-1.1	0.0	-0.2	-0.5
Zysk netto	-4.6	-4.1	-2.5	-0.4	0.8	2.3

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

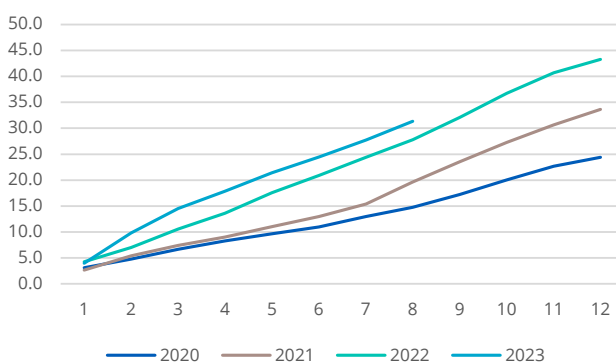
Prognozujemy 2022-25E CAGR przychodów na poziomie 12%

Miraculum zaraportowało przychody na poziomie PLN 24.5m w pierwszej połowie 2023 roku, co stanowi wzrost o 17% r/r. Jednocześnie w lipcu przychody spadły o 6% r/r do PLN 3.2m, ze względu na wysoką bazę roku poprzedniego, zaś w sierpniu wzrosły o 6% r/r do PLN 3.6m. Mając na uwadze osiągnięte przychody w okresie 8M23 w wysokości PLN 31.4m (wzrost o 13% r/r), szacujemy, że spółka Miraculum wygeneruje przychody na poziomie PLN 47.7m w skali całego 2023 roku (wzrost o 10% r/r). W naszej ocenie, głównymi motorami wzrostu przychodów w tym roku ze względu na rozwój oferty produktowej będą kosmetyki do i po goleniu (+PLN 2.0m, +22% r/r), kosmetyki do makijażu (+PLN 0.7m, +5% r/r) oraz perfumy (+PLN 0.7m, +6% r/r). Jednocześnie zwracamy uwagę, że spółka w ostatnich kwartałach rozwija sprzedaż eksportową (+50% r/r w 1H23). Oczekujemy, że udział tego kanału sprzedaży wzrośnie do 27% w 2023 roku (+2pp r/r, dynamika sprzedaży eksportowej +16% r/r).

Wykres 1. Miraculum – miesięczne przychody (PLNm)



Wykres 2. Miraculum – miesięczne przychody narastająco (PLNm)

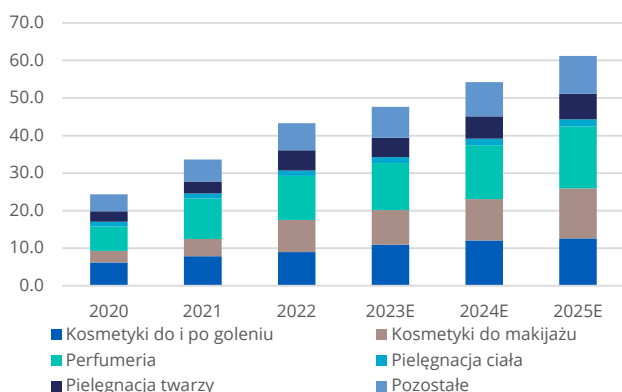


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

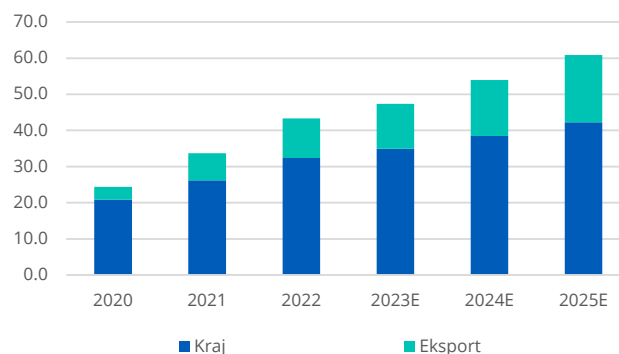
Również w kolejnych latach, zgodnie z oczekiwaniami PMR, prognozujemy, że sprzedaż na rynku kosmetycznym pozostanie w trendzie wzrostowym (szacunki rynkowe na ok. 5% rocznie w Polsce według Statista), zakładając, że głównymi czynnikami wzrostu pozostaną perfumy oraz produkty do makijażu. W naszej ocenie Miraculum dzięki rebrandingowi posiadanych marek, jak również dzięki zacieśnianiu współpracy z drogeriami oraz sieciami dyskontowymi, będzie w stanie rosnąć w Polsce w tempie szybszym niż rynek (CAGR przychodów na poziomie 12% w latach 2022-25E). Jednocześnie zakładamy, że spółka w dalszym ciągu będzie zwiększać sprzedaż zagranicą, zwiększając udział eksportu sukcesywnie z 25% w 2022 roku do ponad 30% w 2025E.

W oparciu o powyższe założenia, szacujemy przychody Miraculum w wysokości PLN 47.7m w 2023E (+10% r/r), PLN 54.3m w 2024E (+14% r/r) oraz PLN 61.2m w 2025E (+13% r/r), co implikuje 2022-25E CAGR przychodów na poziomie 12%.

Wykres 3. Miraculum – prognoza przychodów w podziale na grupy produktowe (PLNm)



Wykres 4. Miraculum – prognoza przychodów w podziale na kanał sprzedaży (PLNm)



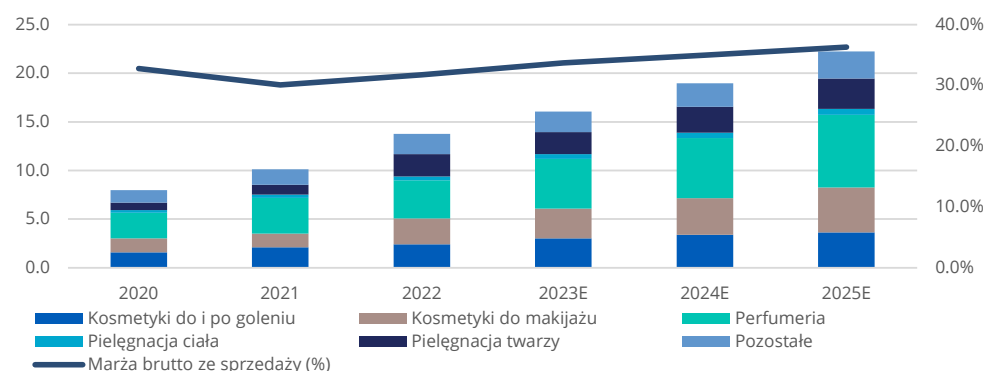
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Oczekujemy sukcesywnej poprawy marży brutto ze sprzedaży

Miraculum obecnie całość swojej produkcji podzleca podmiotom współpracującym, przy czym około 80% stanowią towary produkowane na terenie Polski. W 2022 roku spółka wygenerowała marżę brutto ze sprzedaży w wysokości 31.8%, poprawiając ją o 1.7pp r/r (z czego ok. 1.2pp r/r poprawy marży związane było z wzrostem rentowności w poszczególnych grupach produktowych, w tym przede wszystkim pielęgnacja twarzy oraz kosmetyki do makijażu). Jednocześnie w 1H23 Miraculum zdołało poprawić marżę brutto ze sprzedaży o kolejne 2.2pp r/r do 33.0% (poprawa rentowności w segmencie kosmetyków do pielęgnacji twarzy oraz perfum).

Oczekujemy, że wraz ze zwiększaniem skali działalności spółka będzie posiadać korzystniejszą pozycję negocjacyjną z dostawcami, jak również drogeriami oraz sieciami dyskontowymi. Dodatkowym czynnikiem wspierającym ekspansję marży brutto ze sprzedaży w kolejnych latach powinna być struktura produktowa sprzedaży oraz skupienie się spółki na sprzedaży produktów wysokomarżowych (m.in. perfumy premium pod marką Chopin, oraz kosmetyki do twarzy) przy malejącym udziale kosmetyków do ciała i kosmetyków do i po goleniu (ze względu na wysoki poziom konkurencji w tych grupach produktowych, potencjał do poprawy rentowności jest ograniczony).

Wykres 5. Miraculum – prognoza zysku brutto ze sprzedaży (PLNm) oraz marży (prawa oś, %)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Mając na uwadze powyższe założenia, prognozujemy zysk brutto ze sprzedaży Miraculum w wysokości PLN 16.1m w 2023E (+17% r/r), PLN 18.9m w 2024E (+18% r/r) oraz PLN 22.1m w 2025E (+17% r/r), co implikuje poprawę marży brutto ze sprzedaży z 31.8% w 2022 roku do 36.1% w 2025E.

Pozytywny wpływ dźwigni operacyjnej

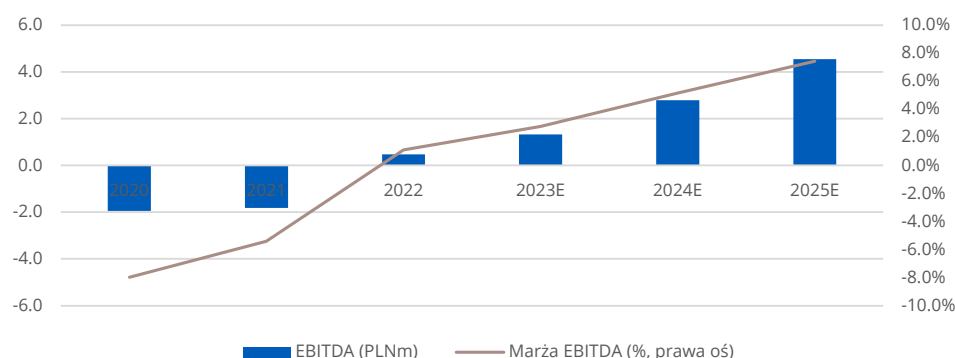
Główną pozycję kosztową działalności Miraculum stanowią koszty wynagrodzeń, które w 2022 roku odpowiadały za blisko połowę kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (lub blisko 20% przychodów). W 2022 roku, spółka zatrudniała przeciętnie 54 pracowników (porównywalnie r/r). Oceniamy, że wraz ze zwiększaniem skali działalności spółka będzie zwiększać również zatrudnienie, jednak w tempie niższym niż dynamika przychodów, zaś presja na płace (m.in. ze względu na wzrost płacy minimalnej w Polsce o ponad 20% r/r w 2024 roku) pośrednio będzie oddziaływać na rosnące koszty wynagrodzeń. Kolejną pozycję kosztową stanowią koszty usług obcych, które obejmują m.in. koszty marketingu, koszty związane z księgowością oraz rozwiązaniami IT. Koszty te stanowiły ok. 12% przychodów w 2022 roku (w tym koszty marketingu ok. 2%). W naszej ocenie istotną część kosztów operacyjnych grupy stanowią koszty zmienne. Wraz ze zwiększaniem skali działalności spółki, oczekujemy, że wskaźnik kosztów operacyjnych do przychodów będzie maleć, dzięki dźwigni operacyjnej (w 2022 wskaźnik ten wyniósł 34.8%, w porównaniu do 33.6% rok wcześniej).

Prognozujemy, wzrost kosztów SG&A o 6% r/r do PLN 15.9m w 2023E (wzrost o 8% r/r w 1H23) oraz o 9% r/r do PLN 17.3m w 2024E oraz oczekujemy spadku wskaźnika koszty SG&A/przychody do 31.9% w 2024E oraz 30.6% w 2025E dzięki dźwigni operacyjnej.

Prognozujemy wzrost EBITDA do PLN 4.7m w 2025E

W oparciu o powyższe założenia, prognozujemy zysk EBITDA w wysokości PLN 1.4m w 2023E oraz PLN 2.8m w 2024E, co implikuje wzrost marży EBITDA z 1.7% w 2022 roku do 5.1% w 2024E. W naszych prognozach nie zakładamy istotnego wpływu wyniku z pozostałych przychodów/kosztów operacyjnych.

Wykres 6. Miraculum - Prognoza zysku EBITDA (PLNm) oraz implikowana rentowność (%)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

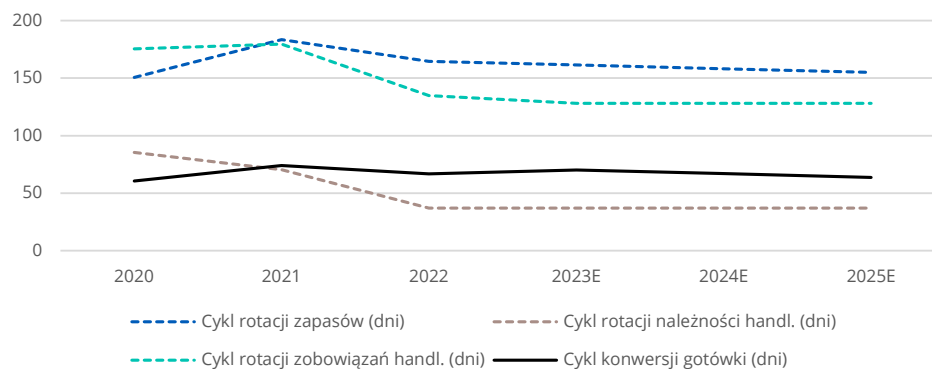
Wynik netto

Prognozujemy stratę netto PLN 0.4m w 2023E (ze względu na koszty finansowe netto PLN 0.7m) oraz osiągnięcie zysku netto PLN 0.8m w 2024E i PLN 2.3m w 2025E.

Kapitał obrotowy netto

Na koniec 2022 roku spółka posiadała zapasy w wysokości PLN 13.3m (+13% r/r), co implikowało wskaźnik rotacji zapasów na poziomie 165 dni (w porównaniu do 183 dni na koniec 2021 roku). Na koniec pierwszej połowy 2022 roku, wskaźnik rotacji zapasów obniżył się do 154 dni. W kolejnych latach oczekujemy, że spółka będzie w stanie nieznacznie zoptymalizować stan zapasów, jednak mając na uwadze plany zwiększania skali działalności, oczekujemy, że spółka będzie zwiększać zaangażowanie w kapitał obrotowy. W naszej ocenie również po stronie należności oraz zobowiązań handlowych, nie należy oczekiwać istotnej zmiany parametrów. W rezultacie oczekujemy, że cykl konwersji gotówki będzie się utrzymywać na poziomie ok. 60-70 dni.

Wykres 7. Miraculum – cykl konwersji gotówki (dni)

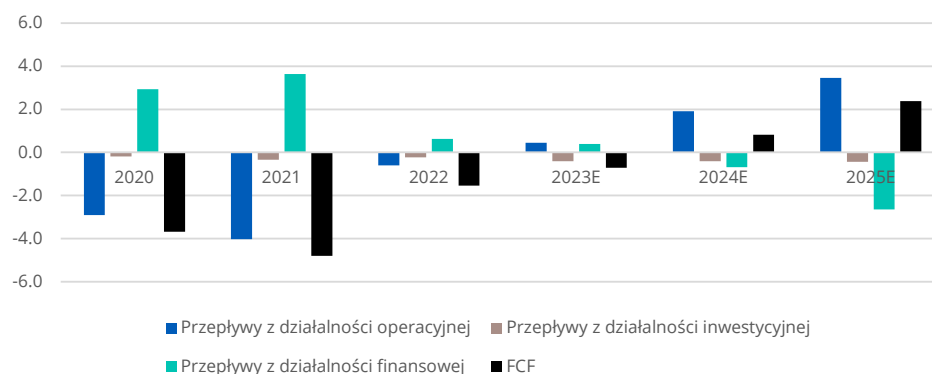


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Przepływy pieniężne

Wraz z poprawą wyników finansowych, oczekujemy, że spółka będzie poprawiać pozytywne przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Szacujemy CF operacyjny na poziomie PLN 0.4m w 2023 roku oraz poprawę do PLN 1.9m i PLN 3.5m odpowiednio w latach 2024-25. Jednocześnie w naszych prognozach nie zakładamy istotnych nakładów inwestycyjnych, dzięki czemu, w naszej ocenie, spółka będzie w stanie generować pozytywne FCF zaczynając od 2024E.

Wykres 8. Miraculum – prognozy przepływów pieniężnych (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Omówienie wyników za 2Q23

Tabela 7. Miraculum – wyniki kwartalne (PLNm)

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	y/y
Przychody	10.3	11.2	11.2	14.5	9.9	-4%
Koszt własny sprzedaży	-6.9	-7.3	-7.8	-10.1	-6.3	-9%
Zysk brutto ze sprzedaży	3.4	4.0	3.4	4.4	3.6	6%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-3.8	-3.8	-4.0	-3.9	-4.0	3%
Koszty sprzedaży	-2.7	-2.6	-2.7	-2.6	-2.7	-1%
Koszty ogólnego zarządu	-1.2	-1.2	-1.3	-1.3	-1.3	12%
Pozostałe przychody operacyjne	0.7	0.1	0.2	0.1	0.1	-91%
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	43%
EBITDA	0.5	0.6	-0.4	0.8	0.0	<i>n.m.</i>
D&A	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	16%
EBIT	0.3	0.3	-0.6	0.6	-0.3	<i>n.m.</i>
Przychody i koszty finansowe	-0.4	-0.4	0.1	-0.4	-0.4	11%
Zysk brutto	-0.1	-0.1	-0.6	0.2	-0.7	<i>n.m.</i>
Podatek dochodowy	-0.2	0.0	-0.8	0.1	0.0	<i>n.m.</i>
Zysk netto	-0.3	-0.1	-1.4	0.3	-0.7	<i>n.m.</i>
<i>marża brutto ze sprzedaży (%)</i>	<i>33.2%</i>	<i>35.2%</i>	<i>30.1%</i>	<i>30.5%</i>	<i>36.6%</i>	-
<i>SG&A/przychody (%)</i>	<i>37.2%</i>	<i>33.6%</i>	<i>35.8%</i>	<i>26.9%</i>	<i>40.0%</i>	-
<i>marża EBITDA (%)</i>	<i>5.2%</i>	<i>5.1%</i>	<i>-3.4%</i>	<i>5.7%</i>	<i>-0.3%</i>	-
<i>marża operacyjna (%)</i>	<i>2.8%</i>	<i>2.8%</i>	<i>-5.8%</i>	<i>3.8%</i>	<i>-3.2%</i>	-
<i>marża netto (%)</i>	<i>-2.9%</i>	<i>-1.1%</i>	<i>-12.3%</i>	<i>1.8%</i>	<i>-7.2%</i>	-

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Miraculum zaraportowało przychody na poziomie PLN 9.9m (-4% r/r, zgodnie z danymi wstępnymi). W oparciu o dane miesięczne przychody wyniosły PLN 3.3m w kwietniu (+9% r/r), PLN 3.5m w maju (-11% r/r) oraz PLN 3.1m w czerwcu (-8% r/r). W omawianym okresie spółka odnotowała wzrost sprzedaży eksportowej o 57% r/r (do PLN 2.5m, 25% udział w całości przychodów), podczas gdy przychody w Polsce zmalowały o 15% r/r (do PLN 7.5m). Spółka zwraca uwagę również na rozwój oraz wzmacnianie współpracy z drogeriami oraz dyskontami. Największe wzrosty sprzedaży w pierwszym półroczu odnotowały marki Chopin, Paloma, Joko, Tanita oraz WARS.

Marża brutto ze sprzedaży wzrosła o 3.5pp r/r do poziomu 36.6%, przy czym najistotniejszy wzrost rentowności spółka odnotowała w segmencie produktów perfumeryjnych (46.3% vs. 29.8% w 2Q22) oraz produkty do pielęgnacji twarzy (42.1% vs. 40.3% rok wcześniej). W rezultacie zysk brutto ze sprzedaży wyniósł PLN 3.6m (+6% r/r).

Koszty SG&A wyniosły blisko PLN 4.0m (wzrost o 3% r/r), w tym koszty sprzedaży PLN 2.7m (porównywalnie r/r) oraz koszty ogólnego zarządu PLN 1.3m (+12% r/r). Saldo wyniku z pozostałej działalności operacyjnej wyniosło pozytywne PLN 21 tys. (vs. PLN 707tys. rok wcześniej, ze względu na pozytywny wpływ umorzenia subwencji PFR PLN 631tys.).

W rezultacie strata operacyjna wyniosła PLN 316tys. (vs. zysk PLN 288tys. w 2Q22 oraz znorm. strata PLN 343tys.). EBITDA wyniosła PLN -25tys. Przy kosztach finansowych netto PLN 411tys. (porównywalnie r/r), spółka zaraportowała stratę netto PLN 714tys. w 2Q23 (w porównaniu do straty PLN 301tys. rok wcześniej).

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły w tym okresie PLN -307tys (względem pozytywnych PLN 51tys w 2Q22). Na koniec 2Q23 spółka posiadała zadłużenie netto w wysokości PLN 17.9m (-11% r/r oraz +5% kw/kw). Zapasy kształtowały się na poziomie PLN 13.2m (+9% r/r oraz porównywalnie kw/kw). Cykl rotacji zapasów wyniósł 154 dni (porównywalnie r/r), zaś cykl konwersji gotówki 68 dni (vs. 65 dni na koniec 2Q22).

Model biznesowy

Historia spółki Miraculum S.A.

Miraculum zostało założone w 1924 roku w Krakowie przez lekarza dr. Leona Lustra, będąc jedną z pierwszych firm kosmetycznych w Polsce. Od początku, spółka wykorzystywała wizerunek znanych osób do promocji swoich produktów, m.in. Hanke Ordonówną (piosenkarka) oraz Zofię Batycką (Miss Polski i Vice Miss Europy z 1930). W okresie międzywojennym oferta obejmowała m.in. puder egzotyczny dr. Lustra, olejki Negrita, ołówki do brwi i warg, lakiery i zmywacze do paznokci. W 1971 roku do oferty została wprowadzona marka Pani Walewska.

W 2003 roku Miraculum S.A. zostało przejęta (nabycie 66.5% udziałów) przez Laboratorium Kolastyna S.A. (w 1983 roku zarejestrowana w Łodzi jako działalność Zakład Wytwarzania Preparatów Białkowych dla Celów Dermatologicznych), która w 2006 roku zmieniła nazwę na Grupa Kolastyna S.A. W lutym 2007 spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W listopadzie 2007 Grupa Kolastyna S.A. podjęła decyzję o połączeniu ze spółką Fabryka Kosmetyków Miraculum S.A. W 2009 roku, wskutek spowolnienia gospodarczego, nastąpiła reorganizacja działalności spółki oraz koncentracja przede wszystkim na działalności sprzedażowej i dystrybucyjnej (z wcześniejszej sprzedażowo-produkcyjnej), ograniczeniu asortymentów o niższej rentowności oraz reorganizację zatrudnienia. Dodatkowo spółka podpisała umowy w zakresie outsourcingu usług, w szczególności dotyczących produkcji oraz logistyki.

W 2010 roku wierzyciele spółki złożyli pierwszy wniosek o ogłoszenie upadłości spółki z możliwością zawarcia układu, zaś w czerwcu 2011 roku spółka zawarła układ (postępowanie upadłościowe zakończone w lipcu 2011). W czerwcu 2010 roku, spółka sprzedała prawo do marki „Kolastyna”, zaś w grudniu spółka zmieniła nazwę z Grupa Kolastyna S.A. na Miraculum S.A. W 2017 roku spółka rozpoczęła proces transformacji poprzez emisję akcji oraz redukcję zadłużenia. Spółka przyjęła również strategię rozwoju na lata 2018-24, mającą na celu rebranding posiadanych marek.

Poniżej przedstawiamy główne kamienie milowe rozwoju Miraculum S.A.:

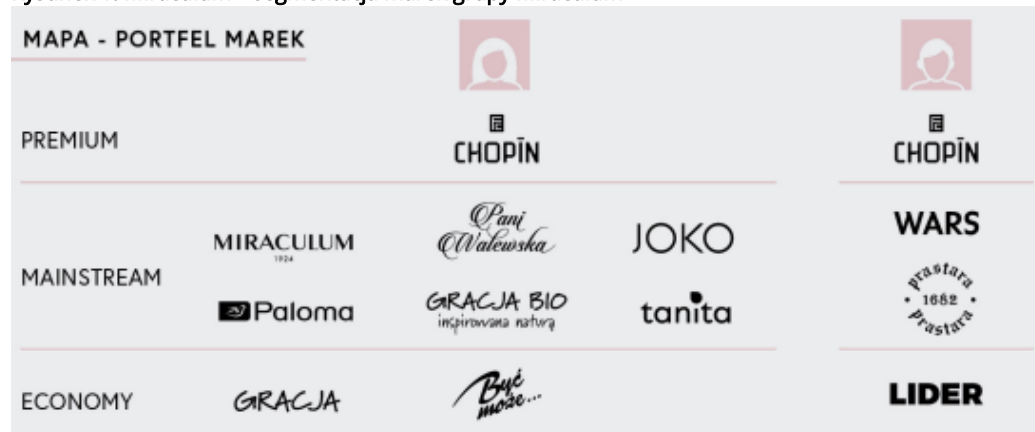
- 1924 rok – Założenie Miraculum z siedzibą w Krakowie;
- 1971 rok – Wprowadzenie marki Pani Walewska;
- 1990 rok – Zastosowanie po raz pierwszy w Polsce w kosmetykach ceramidów, alg, struktury kryształów;
- 2001 rok – Miraculum jako pierwsza polska firma kosmetyczna otrzymuje certyfikat Cruelty-Free;
- 2004 rok – Wprowadzenie na rynek alternatywy dla Botox Bioxlift oraz składnika liftingującego Liftline
- 2008 rok – Marki Paloma i Tanita stają się częścią Miraculum; przejęcie dystrybucji marek Joko i Virtual;
- 2017 rok – Rozpoczęcie procesu transformacji biznesu;
- 2019 rok – Rebranding marek: Joko, Lider, Tanita;
- 2020 rok – Rebranding marek: Miraculum, Pani Walewska;
- 2021 rok – Rebranding marki Wars; nowa seria Micaculum – asta.plankton C; nowe linie perfum Miraculum; nowe wdrożenia w Joko;
- 2022 rok – Nowa seria Miraculum – Collagen Pro-skin; nowe wdrożenia w Wars, Joko – Joko Pure;
- Lata 2023-24 – Nowa linia perfum damskich Chopin; wznowienie produkcji wody kolońskiej Prastara, rozwój marek: Miraculum, Gracja, Joko, Wars.

Obecnie w skład grupy Miraculum wchodzi spółka Miraculum S.A. (spółka dominująca) oraz BIONIQ Institute of Skin Care Technology Sp. z o.o. (spółka zależna, w której Miraculum S.A. posiada 50% udziałów; spółka nie prowadzi działalności).

Oferta produktowa oraz kanały sprzedaży

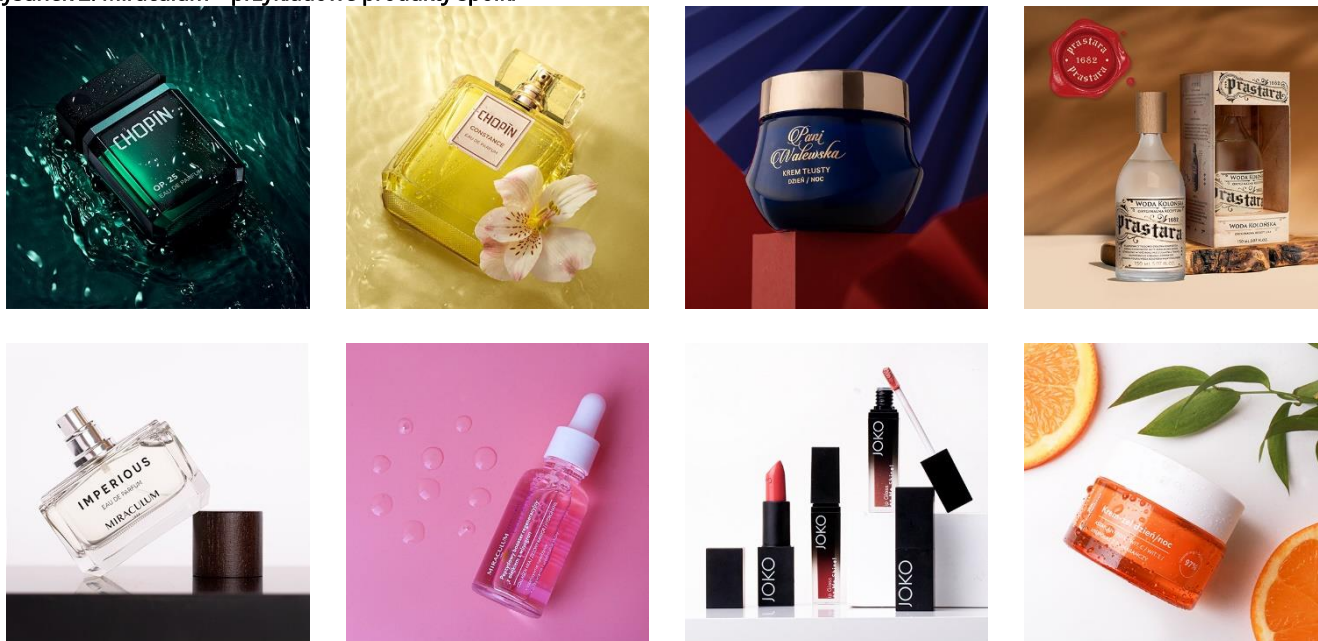
Obecnie w portfolio Miraculum znajdują się kosmetyki do pielęgnacji twarzy oraz ciała, perfumy, depilacja i makijaż oferowane pod 12 markami, w tym: „Pani Walewska”, „Miraculum”, „Chopin”, „Prastara”, „Gracja”, „Tanita”, „Paloma”, „Lider”, „Wars”, „Być może”, „Joko”, „Virtual”. Podstawowym przedmiotem działalności spółki Miraculum S.A. jest sprzedaż detaliczna oraz hurtowa wyrobów kosmetycznych oraz perfum. Produkty spółki plasowane są przede wszystkim na średniej oraz niższej półce cenowej (segmentacja cenowa marek przedstawiona na poniższym rysunku).

Rysunek 1. Miraculum – segmentacja marek grupy Miraculum



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Rysunek 2. Miraculum – przykładowe produkty spółki

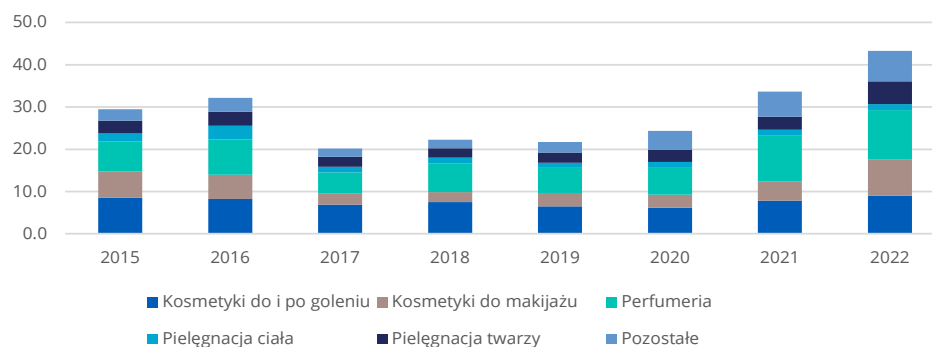


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spółka wyróżnia następujące segmenty operacyjne:

- **Perfumy** (27% udziału w sprzedaży w 2022r, -5pp r/r);
- **Kosmetyki do i po goleniu** (21% udziału w sprzedaży w 2022r, -2pp r/r);
- **Kosmetyki do makijażu** (20% udziału w sprzedaży w 2022r, +6pp r/r);
- **Pielęgnacja twarzy** (12% udziału w sprzedaży w 2022r, +3pp r/r);
- **Pielęgnacja ciała** (3% udziału w sprzedaży w 2022r, -1pp r/r);
- **Pozostałe** (17% udziału w sprzedaży w 2022r, -1pp r/r), obejmujące m.in. zestawy kosmetyków lub towary inne niż tradycyjne kosmetyki.

Wykres 9. Miraculum – przychody poszczególnych grup produktowych w latach 2015-22 (PLNm)

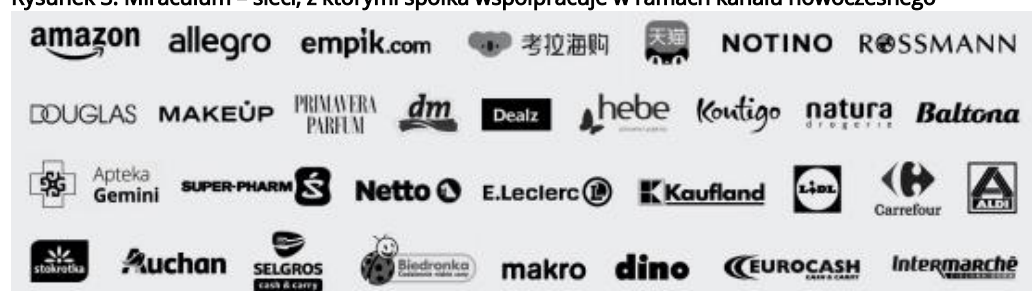


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spółka działa na rynku sprzedaży detalicznej i hurtowej w kanale tradycyjnym oraz w kanale nowoczesnym, sprzedając produkty zarówno w Polsce, jak również na rynkach zagranicznych.

- **Kanał tradycyjny** obejmuje hurtownie kosmetyczne, sklepy osiedlowe oraz lokalne drogerie. W 2022 roku kanał ten odpowiadał za około jedną czwartą całości sprzedaży. Udział tego kanału sprzedaży maleje, wypierany przez duże sieci drogeryjne, super i hipermarkety oraz dyskonty.
- **Kanał nowoczesny** obejmuje drogerie sieciowe (Super-Pharm, Rossmann, Douglas, Hebe, Natura itd.) oraz sieci sklepów ogólnobranżowych (Auchan, Lidl, Dino, Makro, Aldi, Kaufland, Biedronka itd.). Kanał nowoczesny odpowiada za blisko połowę sprzedaży spółki i oczekujemy, że będzie wciąż zyskiwać na znaczeniu wraz z podpisywaniem oraz wzmacnianiem współpracy z drogeriami i sieciami sklepów.
- **Eksport** stanowi obecnie około 25% całkowitej sprzedaży. Głównymi kierunkami eksportu są Arabia Saudyjska, Białoruś, Mołdawia, Libia, USA, Hiszpania, Kazachstan, ZEA, Izrael, Jordania, Ukraina, Rumunia, Irak, Litwa.
- **E-commerce** stanowi obecnie niskie kilka procent sprzedaży spółki. Sprzedaż internetowa realizowana jest za pośrednictwem własnej e-platformy (miraculum.pl uruchomiony w lutym 2022), jak również poprzez platformy marketplace, w tym Amazon, Allegro, Modivo, Empik czy Zalando.

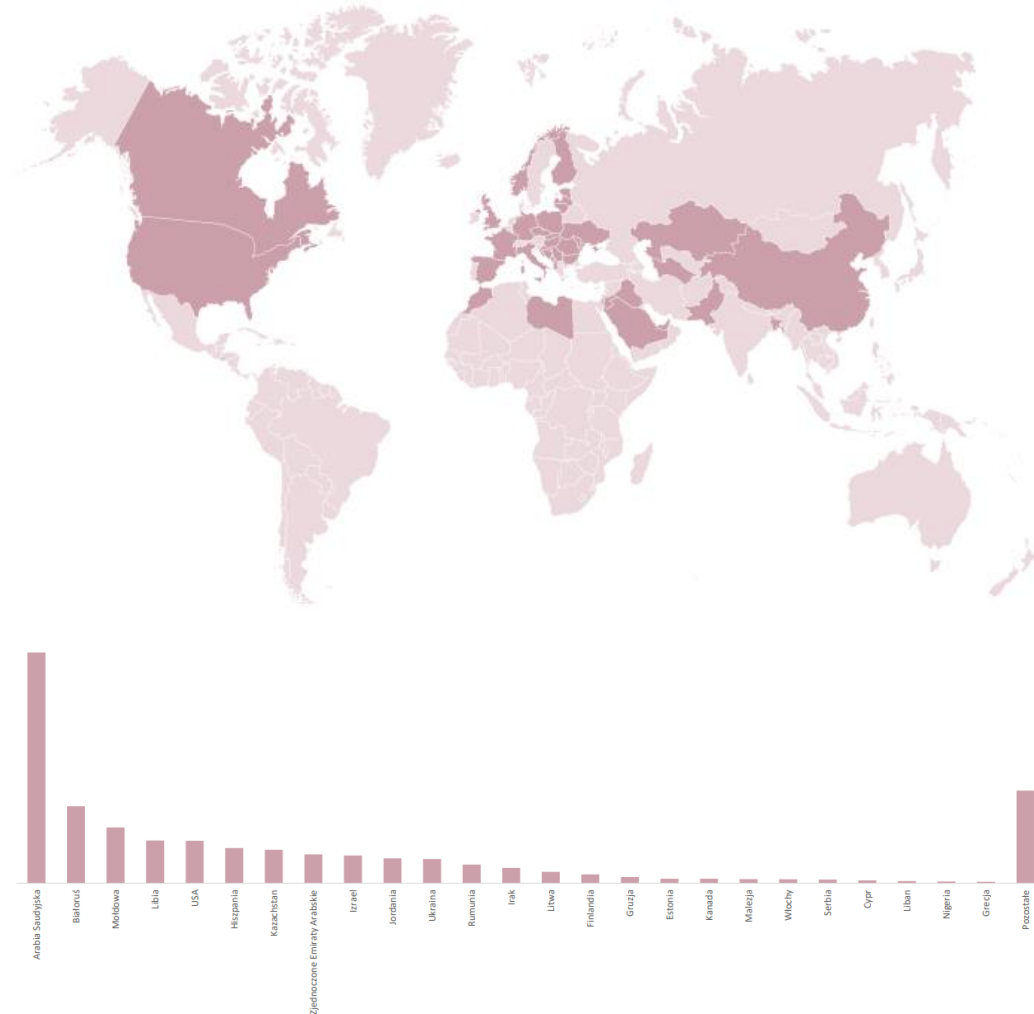
Rysunek 3. Miraculum – sieci, z którymi spółka współpracuje w ramach kanału nowoczesnego



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

W 2022 roku, sprzedaż eksportowa wzrosła o 47% r/r do PLN 10.9m, co stanowiło 25% udziału w całości sprzedaży (vs. 22% udział w roku poprzednim). Obecnie spółka eksportuje swoje produkty do 42 krajów na świecie i jej celem jest umacnianie obecności na rynkach Europy Zachodniej, Azji.

Rysunek 4. Miraculum – struktura geograficzna sprzedaży



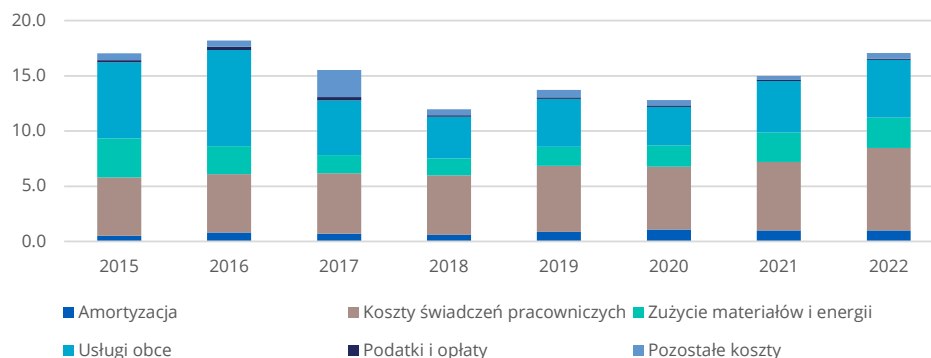
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Struktura kosztów

Główne pozycje kosztowe spółki stanowią:

- **Wartość sprzedanych towarów i usług.** Produkcja spółki w pełni oparta jest na outsourcingu (w oparciu o receptury posiadane przez spółkę), przy czym około 80% produkcji realizowane jest w Polsce i w najbliższym czasie spółka nie planuje istotnej zmiany struktury dostawców. Jednocześnie zwracamy uwagę, że ponad 30% zaopatrzenia w materiały, towary i usługi dostarczane jest przez dwóch dostawców (Miracan Sp. z o.o. oraz MPS International Sp. z o.o.) niepowiązanych ze spółką.
- **Koszty wynagrodzeń.** Na koniec 2022 roku spółka zatrudniała 54 pracowników (54 osoby na koniec czerwca 2023), podczas gdy średnie zatrudnienie na przestrzeni całego roku wyniosło 52 osoby. Poza kosztami wyrobów sprzedanych, koszty wynagrodzeń stanowią najistotniejszy koszt spółki (według kosztów rodzajowych koszty świadczeń pracowniczych stanowiły blisko połowę kosztów operacyjnych oraz ok. 17% przychodów w 2022 roku (vs. ponad 18% w roku poprzednim). Mając na uwadze strukturę zatrudnienia (brak produkcji własnej), spółka nie jest bezpośrednio eksponowana na wzrost płacy minimalnej w Polsce, jednak w naszej ocenie ta pozycja kosztowa wciąż może znajdować się pod presją w najbliższych kwartałach.
- **Usługi obce.** Usługi obce obejmują m.in. koszty marketingu (w tym również koszty uczestnictwa w targach), koszty magazynu, koszty IT, usługi rachunkowe.
- **Zużycie materiałów i energii.**

Wykres 10. Miraculum – struktura kosztów operacyjnych (PLNm)

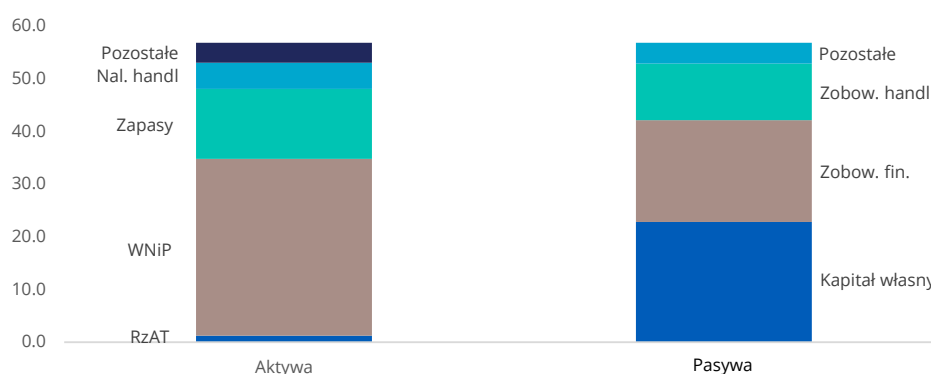


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Struktura bilansu

Największą wartość po stronie aktywów spółki stanowią wartości niematerialne i prawne oraz zapasy. Na koniec 2022 roku spółka posiadała zapasy w wysokości PLN 13.3m (+13% r/r; w tym PLN 6.8m towary, PLN 3.5m produkty gotowe oraz PLN 3.0m materiały), co implikowało cykl rotacji zapasów na poziomie 165 dni (w porównaniu do 183 dni na koniec 2021 roku). Cykl rotacji należności handlowych kształtował się na poziomie 37 dni na koniec 2022 roku (vs. 70 dni na koniec 2021 roku).

Wykres 11. Miraculum – struktura bilansu (stan na koniec 2Q23, PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spółka w dużym stopniu finansuje swoją działalność pożyczkami od głównych akcjonariuszy, w tym m.in. p. Marka Kamoli. Stan pożyczek na koniec 2Q23 wynosił PLN 17.9m (implikując wskaźnik dług netto/EBITDA na poziomie blisko 18x). W naszych prognozach nie zakładamy dalszego zwiększania poziomu zadłużenia (uwzględniając już udzielone pożyczki na PLN 2.4m w sierpniu roku bieżącego). Jednak mając na uwadze ambicje spółki dotyczące zwiększania poziomu sprzedaży, uważamy, że obecny poziom generacji gotówki przez spółkę może być niewystarczający dla szybszego tempa rozwoju (od zakładanego w naszych prognozach), stąd też wskazujemy potencjalną emisję akcji lub zwiększenie zadłużenia przez Miraculum jako istotny czynnik ryzyka.

Tabela 8. Miraculum – stan zobowiązań na 30.06.2023

	Rodzaj	Kwota wg umowy	Stan na 30.06.2023	Data zapadalności
Marek Kamola	Pożyczka	do PLN 18.0m	PLN 15.2m	31.12.2024
Leszek Kordek	Pożyczka	PLN 1.5m	PLN 1.5m	23.10.2023
Piotr Skowron	Pożyczka	PLN 0.2m	PLN 0.2m	31.10.2023
Zet Transport Agencja Celna Sp. z o.o.	Pożyczka	PLN 0.3m	PLN 0.3m	31.10.2023
PFR	Pożyczka	PLN 0.9m	PLN 0.1m	25.04.2024
ARR	Pożyczka	PLN 0.1m	PLN 0.06m	17.12.2026

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Poniżej przedstawiamy historię zmian w kapitale zakładowym Miraculum:

- W maju 2015 roku spółka podwyższyła kapitał zakładowy poprzez emisję 666,615 akcji **serii S** o wartości nominalnej PLN 4.50/akcję (konwersja wierzytelności na akcje).
- W październiku 2015 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 3,037,408 akcji **serii U** w ramach subskrypcji prywatnej (opłacone wkładem pieniężnym).
- W czerwcu 2016 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 900,000 akcji **serii R1** (zamiana 2,700 obligacji zamiennych na akcje serii AD2 na akcje serii R1 o wartości nominalnej PLN 1.20/akcję) oraz 1,500,000 akcji serii R2 (zamiana 4,500 obligacji zamiennych na akcje serii AH na akcje **serii R2** o wartości nominalnej PLN 1.20/akcję).
- W sierpniu 2017 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 11,512,223 akcji **serii W** o wartości nominalnej PLN 1.50/akcję, z czego 4,802,802 akcji zostało objęte przez p. Marka Kamolę (opłacone poprzez potrącenie wierzytelności spółki wobec p. Marka Kamoli)
- W styczniu 2018 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 900,000 akcji **serii T** o wartości nominalnej PLN 1.50/akcję (opłacone poprzez potrącenie wierzytelności spółki wobec Code Design Sp. z o.o.)
- W styczniu 2018 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 1,075,554 akcji **serii T1** po cenie nominalnej PLN 1.50/akcję oraz cenie emisyjnej PLN 2.40/akcję (opłacone wkładem pieniężnym).
- We wrześniu 2018 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez publiczną emisję 5,000,000 akcji **serii T2** z prawem poboru po cenie emisyjnej PLN 1.50/akcję (opłacone wkładem pieniężnym).
- We wrześniu 2018 spółka dokonała również podwyższenia kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego poprzez emisję 2,500,000 akcji **serii T3** po cenie nominalnej PLN 1.50/akcję. W ramach umowy, 2,000,000 akcji zostało objęte przez p. Marka Kamolę i opłacone poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności spółki wobec p. Marka Kamoli z tytułu pożyczki (z dnia 22.11.2017).
- W marcu 2019 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 1,150,000 akcji **serii T4**, o wartości nominalnej PLN 1.30/akcję oraz cenie emisyjnej PLN 1.50/akcję, z czego: 700,000 akcji zostało objęte przez p. Marka Kamolę (opłacone wkładem pieniężnym); 80,000 akcji zostało objęte przez p. Tomasza Sarapatę (opłacone wkładem pieniężnym); 70,000 akcji zostało objęte przez p. Sławomira Ziemskiego (opłacone wkładem pieniężnym); 200,000 akcji zostało objęte przez p. Piotra Skowrona (opłacone wkładem pieniężnym); 100,000 akcji zostało objęte przez p. Jana Załubskiego (opłacone wkładem pieniężnym).
- We wrześniu 2020 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 1,450,000 akcji **serii J** o cenie nominalnej PLN 1.20/akcję oraz cenie emisyjnej PLN 1.30/akcję (opłacone wkładem pieniężnym), z czego p. Marek Kamola objął 1,220,000 akcji, zaś p. Sławomir Ziemiński objął 230,000 akcji.
- W marcu 2021 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 1,400,000 akcji **serii J1** o wartości nominalnej PLN 1.20/akcję oraz cenie emisyjnej PLN 1.40/akcję, z czego: 900,000 akcji zostało objęte przez p. Marka Kamolę (opłacone częściowo poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności, zaś częściowo wkładem pieniężnym), 100,000 akcji zostało objęte przez p. Sławomira Ziemskiego ((opłacone częściowo poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności, zaś częściowo wkładem pieniężnym), 400,000 akcji zostało objęte przez p. Jana Załubskiego (opłacone częściowo poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności, zaś częściowo wkładem pieniężnym).
- W czerwcu 2021 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego w wyniku zamiany 1,000,000 obligacji serii S1 na akcje **serii P** o wartości nominalnej PLN 1.10/akcję, zaś w grudniu 2021 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego w wyniku zamiany 500,000 obligacji serii S2 zamiennie na akcje serii P o wartości nominalnej PLN 1.10/akcję, Akcje serii P zostały objęte przez p. Marka Kamolę.
- W lutym 2023 roku spółka dokonała podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję 3,500,000 akcji **serii X** o wartości nominalnej PLN 1.00/akcję oraz cenie

emisyjnej PLN 1.21/akcję, z czego: 2,374,000 akcji zostało objęte przez p. Marka Kamolę (opłacone wkładem pieniężnym), 262,000 akcji zostało objęte przez p. Sławomira Ziemskiego (w wyniku potrącenia wierzytelności spółki z tytułu pożyczki), 864,000 akcji zostało objęte przez p. Piotra Skowrona (w wyniku potrącenia wierzytelności spółki z tytułu pożyczki).

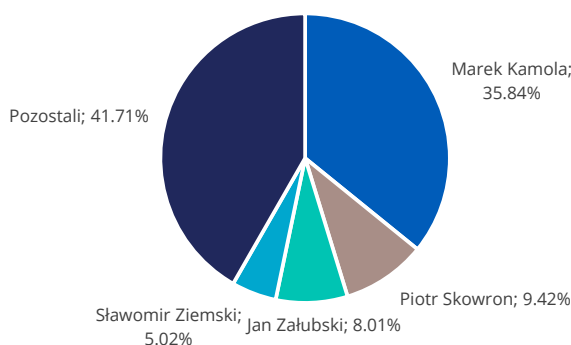
Jednocześnie zwracamy uwagę, że zgodnie z umową z listopada 2021 zawartą pomiędzy p. Markiem Kamolą (posiadający 35.8% udziału w kapitale spółki), p. Marek Kamola udzielił pożyczki nie wyższej niż PLN 18.0m (wartość PLN 15.2m na koniec 2Q23) do 31.12.2024 (dodatkowe PLN 1.25m pożyczki udzielone w sierpniu b.r. do 30.06.2024). Zgodnie z umową, zwrot pożyczki jest możliwy poprzez zaoferowanie pożyczkodawcy objęcia akcji spółki w ramach kapitału docelowego po cenie emisyjnej PLN 3.00/akcję.

Akcjonariat

Na dzień 30.06.2023 kapitał zakładowy spółki dzielił się na 41,500,000 akcji o wartości PLN 1.0/akcję każda:

- 5,388,200 akcji zwykłych na okaziciela serii A1;
- 20,000 akcji zwykłych na okaziciela serii M1;
- 666,615 akcji zwykłych na okaziciela serii S;
- 3,037,408 akcji zwykłych na okaziciela serii U;
- 900,000 akcji zwykłych na okaziciela serii R1;
- 1,500,000 akcji zwykłych na okaziciela serii R2;
- 11,512,223 akcje zwykłe na okaziciela serii W;
- 900,000 akcje zwykłe na okaziciela serii T;
- 1,075,554 akcje zwykłe na okaziciela serii T1;
- 5,000,000 akcji zwykłych na okaziciela serii T2;
- 2,500,000 akcji zwykłych na okaziciela serii T3;
- 1,150,000 akcji zwykłych na okaziciela serii T4.
- 1,450,000 akcji zwykłych na okaziciela serii J;
- 1,400,000 akcji zwykłych na okaziciela serii J1;
- 1,500,000 akcji zwykłych na okaziciela serii P;
- 3,500,000 akcji zwykłych na okaziciela serii X.

Wykres 12. Miraculum – struktura akcjonariatu



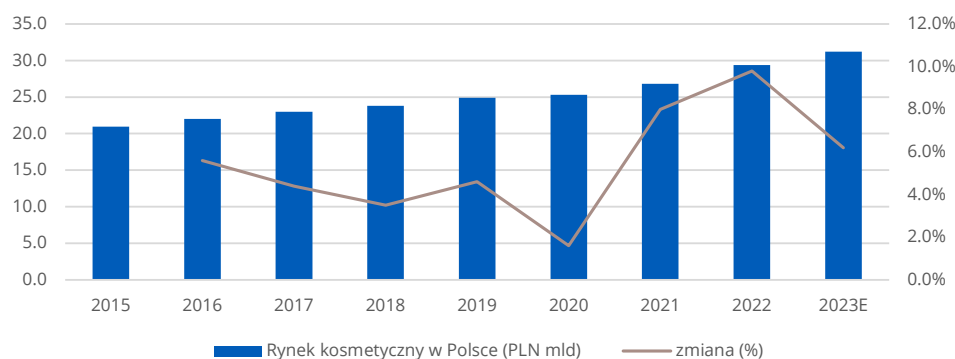
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Otoczenie rynkowe

Prognoza wzrostu rynku kosmetycznego o blisko 5% rocznie w najbliższych latach

Spółka obecnie operuje w sześciu segmentach produktowych: kosmetyki do i po goleniu, kosmetyki do makijażu, perfumeria, pielęgnacja ciała oraz twarzy oraz pozostałe (m.in. zestawy kosmetyków). Według danych PMR, wartość rynku kosmetycznego w Polsce wynosiła ok. PLN 29.5mld w 2022 roku. W 2023 roku PMR prognozuje wzrost wartości rynku kosmetycznego do ponad PLN 31mld, co oznacza wzrost o ok. 6.2% r/r (istotny wpływ inflacji przy realnym spadku o 0.8% r/r). Jednocześnie PMR oczekuje, że kosmetyki do pielęgnacji ciała i kąpieli będą stopniowo zmniejszać udziały rynkowe (do 2028 roku kategorie te nieznacznie stracą udział w rynku) na rzecz kosmetyków do pielęgnacji twarzy w kolejnych latach. Jednocześnie w perspektywie średnioterminowej, PMR prognozuje wzrost rynku o ok. 4-5% średniorocznie, jednak ponownie tempo wzrostu będzie zróżnicowane dla poszczególnych grup produktowych. Zdaniem specjalistów z PMR, najwyższe dynamiki wzrostu na polskim rynku mają szanse uzyskać produkty perfumeryjne przy wzroście o ok. 7-8% rocznie.

Wykres 13. Wartość rynku artykułów kosmetycznych w Polsce (PLN mld)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wyższa dynamika kosmetyków do makijażu i pielęgnacji skóry

Według danych Statista wartość sprzedaży na rynku kosmetycznym w Polsce w latach 2022-26 odnotuje wyższe dynamiki wzrostu niż przed pandemią i osiągnie poziom ok. EUR 4.9mld (ok. PLN 22mld) w 2026 roku. Najwyższe wzrosty oczekiwane są w segmencie kosmetyków do makijażu (CAGR 7.9% w latach 2022-26E) oraz do pielęgnacji skóry (CAGR 6.6% w latach 2022-26E). Obecnie najwyższy udział w całkowitej sprzedaży stanowią kosmetyki do pielęgnacji osobistej (ok. 50% całkowitej sprzedaży).

Tabela 9. Rynek kosmetyków – wartość sprzedaży (EUR mld)

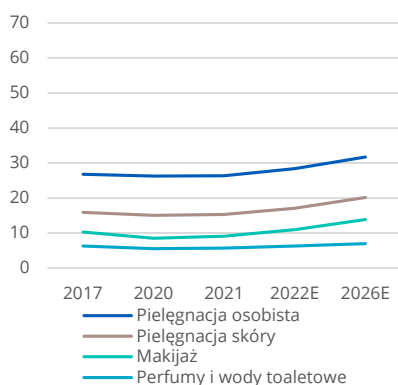
ŚWIAT	2017	2020	2021	2021E	2026E	2018-19 CAGR	2020-21 CAGR	2022-26 CAGR
Pielęgnacja osobista	194.2	196.6	199.3	215.9	249.9	2.3%	-1.0%	4.6%
Pielęgnacja skóry	114.8	112.8	115.2	130.0	158.9	3.3%	-3.0%	6.6%
Makijaż	74.2	63.4	68.2	83.9	109.9	4.0%	-7.8%	10.0%
Perfumy i wody toaletowe	40.7	40.8	42.7	47.6	55.5	1.8%	-5.2%	5.4%
Suma	429.2	413.6	425.5	477.4	574.1	2.8%	-3.2%	6.2%
EUROPA	2017	2020	2021	2021E	2026E	2018-19 CAGR	2020-21 CAGR	2022-26 CAGR
Pielęgnacja osobista	46.8	46.1	47.9	46.7	52.2	1.1%	0.1%	1.7%
Pielęgnacja skóry	28.2	26.2	27.6	27.8	33.2	1.6%	-2.7%	3.8%
Makijaż	17.4	14.5	16.2	17.7	22.7	2.7%	-6.1%	6.9%
Perfumy i wody toaletowe	15.6	13.7	14.7	14.9	16.9	1.0%	-3.4%	2.8%
Suma	107.9	100.5	106.4	107.0	124.8	1.5%	-2.1%	3.2%
POLSKA	2017	2020	2021	2021E	2026E	2018-19 CAGR	2020-21 CAGR	2022-26 CAGR
Pielęgnacja osobista	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	2.0%	-1.7%	3.6%
Pielęgnacja skóry	0.9	0.9	1.0	1.0	1.3	4.4%	-1.0%	6.6%
Makijaż	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	3.1%	-8.2%	7.9%
Perfumy i wody toaletowe	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	1.8%	-4.4%	3.2%
Suma	3.9	3.9	3.9	4.0	4.9	2.5%	-2.7%	4.8%

Źródło: Statista, IPOPEMA Research

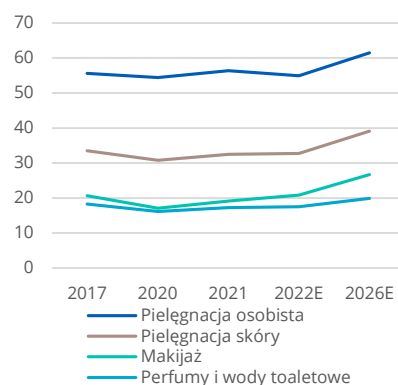
Rosnące wydatki na kosmetyki

Według szacunków Statista, przeciętne wydatki per capita na kosmetyki na świecie wyniosły ok. EUR 63, natomiast do 2026 roku powinny wzrosnąć do około EUR 73. Z kolei przeciętny mieszkaniec Europy wydał ok. EUR 126 w 2022 roku. Szacunkowe wydatki Polaków kształtowały się na poziomie ok. EUR 105, przy prognozowanym poziomie EUR 132 w 2026 (2022-26 CAGR blisko 6%).

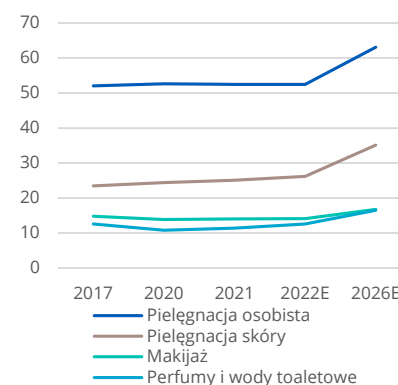
Wykres 14. Wydatki per capita na światowym rynku kosmetyków (EUR)



Wykres 15. Wydatki per capita na europejskim rynku kosmetyków (EUR)



Wykres 16. Wydatki per capita na polskim rynku kosmetyków (EUR)



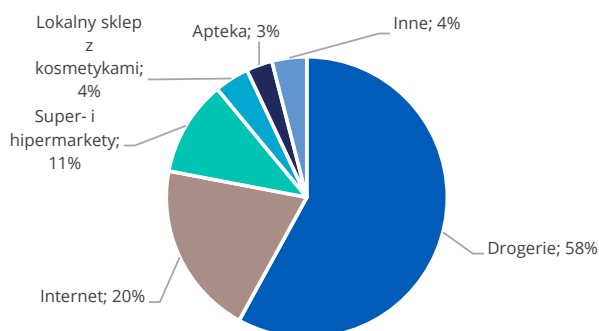
Źródło: Statista, IPOPEMA Research

Drogerie i internet preferowanymi kanałami sprzedaży

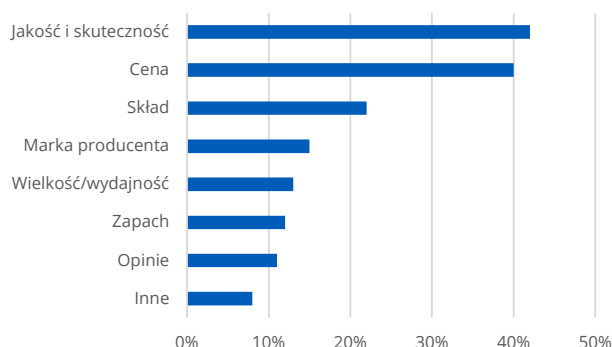
Według Cosmetics Europe, w Europie jest ponad 7 tysięcy małych i średnich przedsiębiorstw zajmujących się produkcją kosmetyków, z czego najwięcej zlokalizowane jest we Francji (ok. 1.2tys), Polsce (ponad 700) oraz we Włoszech (blisko 700). Według szacunków, wydatki na rozwój (badania, innowacje technologiczne, analiza zachowań konsumentów) wynoszą ok. EUR 2.4mld, zaś każdego roku około jedna czwarta produktów jest nowa lub udoskonalana, co wpływa na wysoką konkurencyjność tego rynku. Według badań Cosmetics Europe, ok. 72% Europejczyków uważa kosmetyki za ważne lub bardzo ważne w codziennym życiu (głównie zapewnienie higieny osobistej, ale również dobre samopoczucie, ochrona skóry, włosów etc.) i używa przeciętnie 13 kosmetyków tygodniowo.

W ocenie PMR sprzedaż kosmetyków w kolejnych latach będzie się skupiała przede wszystkim na: drogeriach jako sklepach pierwszego wyboru (83% kupujących) oraz na kanale online (37% kupujących). Według PMR oba te kanały osiągną blisko 60% udziału w całym rynku kosmetycznym w 2027 roku, vs. ok. 56% obecnie. Według Payback, 58% klientów wybiera drogerie, zaś 20% zakupy internetowe. Z kolei Omnichannel ocenia, że większość klientów w Polsce wskazuje Rossmanna (58%), Hebe (19%), Biedronkę (18%) oraz Allegro i Lidla, jako miejsce zakupu kosmetyków/perfum w ostatnim czasie. Pomimo wciąż silnej pozycji drogerii wśród kanałów sprzedaży, coraz większe znaczenie zyskuje kanał sprzedaży internetowej (m.in. dzięki szerokiej ofercie produktowej oraz porównywalności cen).

Wykres 17. Preferowane kanały sprzedaży



Wykres 18. Czynniki decydujące o wyborze kosmetyku (wielokrotny wybór)



Źródło: Payback Opinion Poll, IPOPEMA Research

Wysokie rozdrobnienie rynku

Jednocześnie rynek kosmetyczny w Polsce pozostaje mocno rozdrobniony. Do najbardziej znanych polskich producentów kosmetyków można zaliczyć:

- **Ziaja** – Producent farmaceutyków i kosmetyków do pielęgnacji twarzy, ciała i włosów. Spółka prowadzi sprzedaż zarówno przez sklepy własne („Ziaja dla Ciebie”), jak również poprzez internet. Produkty spółki są dostępne również w sieciach handlowych, drogeriach i aptekach w 30 krajach zagranicą. Według danych EMIS, przychody spółki Ziaja Ltd Zakład Produkcji Leków Sp. z o.o. wyniosły PLN 381m w 2022 roku (+17% r/r) przy marży EBITDA blisko 12%.
- **Eveline Cosmetics** – Producent oraz eksporter produktów kosmetycznych (oferta obejmuje przede wszystkim produkty makijażowe). Według danych EMIS, Eveline Cosmetics Sp. z o.o. s-k osiągnęła przychody na poziomie PLN 333m w 2022 roku (+20% r/r), generując przy tym marżę brutto ze sprzedaży na poziomie blisko 27% oraz marży EBITDA blisko 18%. Produkty spółki sprzedawane są w ponad 70 krajach na całym świecie, przy czym eksport stanowi blisko 70% sprzedaży.
- **Dr Irena Eris** – Producent kosmetyków, premium (do twarzy, do ciała, do makijażu) oraz dermokosmetyków i kosmetyków rynku masowego (Lirene i Under Twenty). Produkty sprzedawane są zarówno w sklepach stacjonarnych i internetowych, oraz są dostępne w 74 krajach (eksport stanowił blisko 30% przychodów). W 2022 roku, segment ‘wyroby kosmetyczne’ wygenerował przychody na poziomie PLN 266m (+11% r/r), przy marży brutto ze sprzedaży ponad 50% oraz marży operacyjnej blisko 14%. Dodatkowo spółka w segmencie hotelowym.
- **Inglot** – Spółka oferuje przede wszystkim kosmetyki do makijażu i paznokci. Inglot prowadzi sprzedaż swoich produktów w sklepach stacjonarnych w 90 krajach, jak również w sklepach internetowych i marketplace’ach. W 2021 roku przychody Inglot Sp. z o.o. wyniosły PLN 163m (+11% r/r).
- **Bielenda** – Producent kosmetyków do twarzy i ciała, z ofertą produktową dostępną w Polsce oraz w ponad 55 krajach. Według danych EMIS, Bielenda Kosmetyki Sp. z o.o. wygenerowała przychody na poziomie PLN 166m w 2019 roku. W styczniu 2021 roku fundusz Innova Capital nabył większościowy pakiet w Bielenda Kosmetyki Naturalne.

Czynniki ryzyka

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

- **Ryzyko płynności.** Na koniec 2Q23 spółka posiadała dług brutto na poziomie PLN 17.9m oraz środki pieniężne w wysokości PLN 15tys. (wskaźnik dług netto/EBITDA w wysokości 18x). Znaczącą większość zadłużenia stanowiły pożyczki od głównego akcjonariusza. Zgodnie z harmonogramem płatności zobowiązań, termin spłaty PLN 2.0m pożyczek zapada w październiku 2023, a kolejne PLN 15.1m w grudniu 2024. W naszych prognozach nie oczekujemy istotnej redukcji poziomu zadłużenia, zakładając aneksowanie terminów spłat pożyczek lub rozliczenie wierzytelności poprzez zaferowanie pożyczkodawcom objęcia akcji spółki w ramach kapitału docelowego (zgodnie z uchwałą nr 8 z NWZA z dnia 21.12.2021, zarząd spółki jest upoważniony do podwyższenia kapitału zakładowego spółki w drodze emisji nowych akcji o łącznej wartości nominalnej nie wyższej niż PLN 6.6m w ciągu trzech lat przy cenie emisyjnej nie niższej niż PLN 3.00/akcję).
- **Ryzyko związane z siłą nabywczą konsumenta.** Sentyment konsumenta związany jest z poziomem inflacji, rynkiem pracy (stopy bezrobocia, poziom wynagrodzeń), a presja na siłę nabywczą konsumenta może przełożyć się na wstrzymanie wydatków na kosmetyki lub zmianę wyboru półki cenowej.
- **Ryzyko wzrostu konkurencji.** Rynek kosmetyków charakteryzuje się wysokim poziomem rozdrobnienia i wysoką konkurencją. Według danych Cosmetics Europe, w Europie jest ponad 7 tysięcy małych i średnich przedsiębiorstw zajmujących się produkcją kosmetyków (w tym ponad 700 w Polsce). Zwracamy uwagę, że wzrost konkurencji może wiązać się nie tylko z koniecznością weryfikacji polityki cenowej spółki, ale również dostępnością i/lub kosztem surowców oraz potencjalnie wyższymi kosztami marketingu.
- **Ryzyko wzrostu kosztu materiałów i surowców oraz zmiana warunków umów z dostawcami.** Spółka oferuje produkty kosmetyczne oraz perfumeryjne, przy czym produkcja podzlecana jest podmiotom współpracującym (ponad 30% zaopatrzenia w materiały, towary i usługi dostarczane jest przez dwóch dostawców niepowiązanych ze spółką). Wpływ na koszty produkcji mogą mieć wyższe koszty surowców, dostosowywanie do regulacji prawnych, kursy walutowe. Osiągana przez spółkę marża brutto ze sprzedaży związana jest z możliwością spółki do negocjacji warunków umów z dostawcami, kosztami materiałów i surowców, jak również prowadzoną przez spółkę polityką cenową, na co z kolei ma wpływ otoczenie konkurencyjne.
- **Ryzyko związane z pracami badawczo-rozwojowymi.** Presja związana z otoczeniem konkurencyjnym stwarza konieczność ponoszenia nakładów na badania nowych oraz rozwój istniejących kosmetyków.
- **Ryzyko walutowe.** Spółka posiada ekspozycję na zmiany kursów walutowych (głównie USD oraz EUR) ze względu na realizowaną sprzedaż na rynkach zagranicznych jak również ponoszenie części kosztów w walutach obcych. Spółka nie podejmuje działań zabezpieczających.

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. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

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

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

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

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

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

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

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Marvipol Development S.A., Medicalgorithmics S.A., Miraculum S.A., ML System S.A., Scope Fluidics S.A., Sunex S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMY Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzenie 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 porządziła 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 2023 – 30 czerwca 2023)

	Liczba	%
Kup	73	72%
Trzymaj	21	21%
Sprzedaj	7	7%
Suma	101	100%

Historia ratingów – Miraculum

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
22/09/2023	TRZYMAJ	PLN 1.25	PLN 1.33	Marek Szymański