

SFD

Kontynuacja wzrostów

Podwyższamy rekomendację dla SFD z TRZYMAJ do KUPUJ oraz podwyższamy wartość godziwą z PLN 2.94 do PLN 4.15 na akcję, ze względu na wyższe prognozy EBITDA o 22% w 2023r. oraz o 37% w 2024r. W 2022r. spółka zaraportowała wzrost przychodów o 33% r/r do PLN 327m, jednak ze względu na presję po stronie kosztów operacyjnych (przede wszystkim koszty usług obcych i wynagrodzeń), EBITDA wzrosła o 23% r/r, implikując spadek marży EBITDA o 0.5pp r/r do 6.3%. Po mocnych danych sprzedażowych za styczeń (rekordowy poziom PLN 33m) oczekujemy utrzymania dwucyfrowego tempa wzrostu sprzedaży w całym 2023 roku oraz CAGR przychodów na poziomie 16% w latach 2022-25 (poniżej celu spółki PLN 600m w 2025r.). Dzięki niższym kosztom frachtu i stabilizacji cen surowców, jak również pozytywnemu wpływowi dźwigni operacyjnej, oczekujemy odbudowy rentowności EBITDA oraz prognozujemy CAGR EBITDA na poziomie 26% w latach 2022-25. Jednocześnie w naszych prognozach zakładamy podtrzymanie polityki dywidendowej z 40% wskaźnikiem wypłaty dywidendy (DPS PLN 0.12 w 2023r. z czego PLN 0.05 zostało już wypłacone w formie zaliczki w styczniu b.r.).

Celem dalsze zwiększanie skali działalności... Według szacunków PMR, wartość sprzedaży suplementów diety w Polsce wzrosła o 14% r/r do PLN 7.7mld w 2022r. W 2023r. PMR prognozuje utrzymanie dalszych pozytywnych dynamik wzrostu (zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym), jednak wpływ na niższe dynamiki w ujęciu rocznym może mieć niższa siła nabywcza konsumenta (presja na realne wynagrodzenia). SFD planuje dalszy rozwój oraz optymalizację działalności na rynkach zagranicznych oraz rozwój oferty produktowej (w tym również nowe kategorie produktowe), co powinno pozwolić spółce na utrzymanie dwucyfrowych dynamik wzrostu przychodów w kolejnych latach. Prognozujemy CAGR przychodów na poziomie 16% w latach 2022-25 (podwyższamy prognozę o 16% w 2023r. oraz o 23% w 2024r.).

...oraz poprawa rentowności. Wyniki spółki w 2022r. znalazły się pod presją ze względu na wzrost kosztów usług obcych oraz kosztów materiałów (spadek marży EBITDA o 0.5pp do 6.3% w 2022r.). Pomimo dalszej presji inflacyjnej, oczekujemy stabilizacji zatrudnienia oraz pozytywnego wpływu dźwigni operacyjnej na rentowność spółki. Podnosimy naszą prognozę EBITDA o 22% do PLN 26.8m w 2023r. oraz o 37% do PLN 36.4m w 2024r., co implikuje rentowność EBITDA odpowiednio 6.9% i 8.1%. Zwracamy jednocześnie uwagę, że nasze prognozy są poniżej celów spółki (przychody PLN 600m oraz niskie kilkanaście procent marży EBITDA w 2025r.).

Wycena i polityka dywidendowa. Na naszych prognozach spółka SFD jest obecnie wyceniana na P/E 9.2x oraz EV/EBITDA 6.8x w 2023r. Zakładamy utrzymanie polityki dywidendowej oraz stopień wypłaty dywidendy na poziomie 40% (DPS PLN 0.12 w 2023r., włączając PLN 0.05 dywidendy zaliczkowej wypłaconej w styczniu 2023r.).

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

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	196.9	245.4	326.6	386.3	451.3	511.4
EBITDA	16.6	16.8	20.7	26.8	36.4	45.6
EBIT	14.7	14.2	17.5	22.5	29.2	37.1
Zysk netto	11.5	11.0	12.9	17.0	21.7	28.1
P/E (x)	14.2	12.8	12.9	9.2	7.2	5.6
EV/EBITDA (x)	10.6	8.9	9.2	6.8	5.5	4.2
DPS (PLN)	0.04	0.06	0.10	0.12	0.15	0.20

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

E-commerce

SFD

KUPUJ

FV PLN 4.15 z PLN 2.94

17% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 1 marca 2023 PLN 3.55

Rekomendacja podwyższona z TRZYMAJ



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	44.0
Kapitalizacja (EUR m)	33.0
12M śr. dzienny wolumen (k)	21.4
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.02
12M max/min (PLN)	4.25/2.02
Waga w WIG	n.m.
Reuters	SFDP.WA
Bloomberg	SFD PW

Stopy zwrotu

1M	-5.1%
3M	23.9%
12M	52.4%

Akcjonariat

Mateusz Dominik Pazdan	76.24%
Pozostali	23.76%

Analityk

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

SFD

KUPUJ

FV PLN 4.15

Kapitalizacja EUR 33m

Potencjał wzrostu 17%

Mnożniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	12.8	12.9	9.2	7.2	5.6
EV/EBITDA (x)	8.9	9.2	6.8	5.5	4.2
EV/Sprzedaż (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
P/BV (x)	3.78	3.48	2.63	2.10	1.67
FCF yield (%)	10.7%	10.5%	9.2%	1.2%	24.5%
DY (%)	3.0%	1.6%	3.3%	4.4%	5.6%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	42.2	44.0	44.0	44.0	44.0
EPS (PLN)	0.26	0.29	0.39	0.49	0.64
BVPS (PLN)	0.89	1.08	1.35	1.69	2.13
FCFPS (PLN)	0.36	0.39	0.33	0.04	0.87
DPS (PLN)	0.10	0.06	0.12	0.15	0.20

Zmiana r/r (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	24.6%	33.1%	18.3%	16.8%	13.3%
EBITDA	0.7%	23.4%	29.8%	35.6%	25.3%
EBIT	-3.6%	23.5%	28.2%	29.8%	27.0%
Zysk netto	-4.5%	16.6%	32.4%	27.6%	29.6%

Wskaźniki	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża brutto (%)	35.1%	35.6%	35.7%	36.0%	36.2%
Marża EBITDA (%)	6.8%	6.3%	6.9%	8.1%	8.9%
Marża EBIT (%)	5.8%	5.4%	5.8%	6.5%	7.3%
Marża netto (%)	4.5%	3.9%	4.4%	4.8%	5.5%
Dług netto / EBITDA (x)	0.50	1.19	1.01	1.26	0.75
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.22	0.52	0.46	0.62	0.36
Dług netto / Aktywa (x)	0.12	0.24	0.22	0.28	0.18
ROE (%)	37.2%	30.3%	31.8%	32.5%	33.5%
ROA (%)	18.0%	14.9%	14.9%	15.0%	16.0%
ROIC (%)	28.7%	24.1%	22.9%	22.9%	24.2%

Założenia	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	245.4	326.6	386.3	451.3	511.4
Produkty i usługi	200.4	290.1	351.6	417.3	477.4
Towary i materiały	44.9	36.5	34.7	34.0	34.0

Koszty/przychody	94.0%	94.4%	94.2%	93.5%	92.7%
Amortyzacja	1.0%	1.0%	1.1%	1.6%	1.7%
Zużycie mat. i energii	51.5%	56.6%	58.0%	58.8%	59.1%
Usługi obce	16.2%	17.0%	17.5%	17.3%	17.1%
Podatki i opłaty	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Wynagrodzenia	9.6%	9.5%	9.0%	8.4%	8.1%
Ubezpieczenia społ.	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
Pozostałe koszty rodz.	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
Wart. sprzed. towarów	13.3%	7.8%	6.3%	5.3%	4.7%

Cykl gotówki (dni)	71	89	84	78	78
Zapasy	88	113	107	102	102
Należności	15	16	16	16	16
Zobowiązania	32	39	39	39	39

P&L (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	196.9	245.4	326.6	386.3	451.3	511.4
Koszty operacyjne	-182.0	-230.7	-308.3	-363.8	-422.1	-474.3
Amortyzacja	-1.9	-2.6	-3.1	-4.3	-7.2	-8.5
Zużycie materiałów i energii	-87.3	-126.5	-184.9	-224.1	-265.1	-302.4
Usługi obce	-31.1	-39.7	-55.5	-67.6	-78.1	-87.4
Podatki i opłaty	-0.5	-1.1	-1.4	-1.6	-1.9	-2.1
Wynagrodzenia	-17.5	-23.6	-31.1	-34.7	-38.1	-41.4
Ubezpieczenia społeczne i inne	-2.9	-4.1	-5.6	-6.2	-6.8	-7.4
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.3	-0.5	-1.1	-0.9	-1.0	-1.2
Wartość sprzedanych towarów	-40.5	-32.7	-25.6	-24.3	-23.9	-23.9
Pozostałe przych. oper. netto	-0.2	-0.5	-0.8	0.0	0.0	0.0
EBITDA	16.6	16.8	20.7	26.8	36.4	45.6
EBIT	14.7	14.2	17.5	22.5	29.2	37.1
Koszty finansowe netto	-0.4	-0.3	-1.1	-1.5	-2.4	-2.4
Zysk przed opodatkowaniem	14.4	13.9	16.4	21.0	26.8	34.7
Podatek dochodowy	-2.8	-2.9	-3.6	-4.0	-5.1	-6.6
Zysk netto	11.5	11.0	12.9	17.0	21.7	28.1

BILANS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	14.4	15.6	16.7	24.8	52.2	51.0
Wartości niematerialne i prawne	5.4	5.8	5.1	5.8	5.8	5.9
Rzeczowe aktywa trwałe	6.8	7.4	9.1	16.5	43.8	42.6
Inwestycje długoter.	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
Pozostałe aktywa trwałe	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Aktywa obrotowe	39.0	53.2	87.0	99.8	111.8	136.5
Zapasy	31.8	38.2	65.1	72.9	80.6	91.0
Należności handlowe	3.8	10.3	14.1	16.7	19.5	22.1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.6	2.3	3.6	6.0	7.5	19.1
Pozostałe aktywa obrotowe	2.8	2.4	4.3	4.3	4.3	4.3
Aktywa razem	53.4	68.8	103.7	124.7	164.0	187.5
Kapitały własne	21.8	37.4	47.6	59.5	74.4	93.8
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rezerwy	0.4	0.5	1.4	1.4	1.4	1.4
Zobowiązania długoter.	2.7	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
Zobowiązania finansowe	2.7	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
Pozostałe zobow. długoter.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania krótkoter.	28.5	28.6	52.2	61.3	85.7	89.7
Zobowiązania handlowe	13.1	14.0	22.7	26.8	31.2	35.2
Zobowiązania finansowe	10.3	8.4	25.7	30.7	50.7	50.7
Pozostałe zobow. krótkoter.	5.1	6.2	3.8	3.8	3.8	3.8
Pasywa razem	53.4	68.8	103.7	124.7	164.0	187.5
Dług brutto (PLN m)	13.0	10.7	28.2	33.2	53.2	53.2
Dług netto (PLN m)	12.4	8.4	24.6	27.2	45.7	34.1

CASH FLOW (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy pien. z dz. oper.	7.2	2.9	-8.9	16.5	25.3	30.2
Zysk netto	11.5	11.0	12.9	17.0	21.7	28.1
Amortyzacja	1.9	2.6	3.1	4.3	7.2	8.5
Zmiana w kap. obrotowym netto	-6.6	-12.3	-14.5	-6.4	-6.1	-9.0
Pozostałe	0.3	1.6	-10.4	1.5	2.4	2.4
Przepływy pien. z dz. inw.	-1.4	-1.6	-3.3	-12.5	-34.5	-7.4
Zmiana WNIPI	0.6	-0.4	0.7	-1.4	-0.7	-0.7
Zmiana RzAT	-3.0	-3.2	-4.8	-11.1	-33.8	-6.6
Pozostałe	1.0	2.0	0.8	0.0	0.0	0.0
Przepływy pien. z dz. fin.	-5.7	0.4	13.6	-1.7	10.8	-11.1
Zmiana w kap. własnym	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	-0.8	-2.5	17.1	5.0	20.0	0.0
Dywidenda wypłacona	-2.1	-4.3	-2.6	-5.1	-6.8	-8.7
Pozostałe	-2.7	-1.6	-0.9	-1.5	-2.4	-2.4
Zmiana śr. pieniężnych	0.0	1.7	1.4	2.4	1.5	11.7
Śr. pien. na koniec okresu	0.6	2.3	3.6	6.0	7.5	19.1

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Czynniki ryzyka	8

Wycena

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

Tabela 2. SFD – Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Waga (%)	FV (PLN/akcję)
Wycena DCF	75%	4.50
Wycena DDM	25%	3.11
Wycena porównawcza	0%	8.12
Wartość godziwa (FV)		4.15
Wartość rynkowa		3.55
Potencjał wzrostu/spadku		17%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2023-32E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6.6-6.9% w latach prognozy oraz 6.9% w okresie rezydualnym, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, niezależarowaną betę w wysokości 1.3x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 3.0%.

Tabela 3. SFD – Wycena DCF (PLNm)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	>2032E
Przychody	386.3	451.3	511.4	559.2	603.3	633.5	661.5	690.9	721.6	753.7	
EBITDA	26.8	36.4	45.6	51.6	56.1	59.3	61.8	64.5	67.2	70.0	
EBIT	22.5	29.2	37.1	41.9	44.6	47.0	47.1	49.2	53.2	56.5	
Podatek	-4.3	-5.5	-7.0	-8.0	-8.5	-8.9	-9.0	-9.3	-10.1	-10.7	
NOPAT	18.2	23.7	30.0	33.9	36.1	38.0	38.2	39.8	43.1	45.8	
Amortyzacja	4.3	7.2	8.5	9.7	11.5	12.3	14.7	15.3	14.0	13.4	
Zmiana w kapitale obrotowym	-6.4	-6.1	-9.0	-7.2	-4.5	-2.3	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9	
Capex	-12.5	-34.5	-7.4	-13.7	-14.9	-11.8	-12.7	-13.3	-13.9	-14.6	
FCF	3.7	-9.8	22.3	22.7	28.2	36.3	38.4	40.0	41.3	42.8	41.2
Dyskonto (%)	92%	81%	72%	63%	56%	49%	43%	38%	33%	29%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	3.5	-8.0	16.0	14.3	15.7	17.7	16.5	15.0	13.6	12.4	
Wartość FCF 2023-32E (PLNm)	117										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	108										
EV (PLNm)	225										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	2										
Dług netto (PLNm)	25										
Wartość kapitału (PLNm)	198										
Liczba akcji (m)	44.0										
Wartość godziwa FV (PLN)	4.50										

		WACC (%)				
		13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%
Wzrost w okresie rezydual. (%)	2.0%	4.50	4.39	4.30	4.21	4.12
	2.5%	4.62	4.50	4.39	4.30	4.21
	3.0%	4.75	4.62	4.50	4.39	4.30
	3.5%	4.89	4.75	4.62	4.50	4.39
	4.0%	5.05	4.89	4.75	4.62	4.50

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. SFD – Wyliczenia WACC

WACC	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Stopa wolna od ryzyka	6.6%	6.6%	6.7%	6.7%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Beta zalewarowana	1.9	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału	17.0%	17.9%	17.1%	16.3%	15.7%	15.3%	15.2%	15.1%	15.0%	14.9%	14.9%
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%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%	7.1%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
% waga długu	35.8%	41.7%	36.2%	29.6%	24.0%	17.2%	15.4%	13.9%	12.5%	11.3%	11.3%
% waga kapitału	64.2%	58.3%	63.8%	70.4%	76.0%	82.8%	84.6%	86.1%	87.5%	88.7%	88.7%
WACC	13.4%	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

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 2022r. WZA spółki zdecydowało o wypłaceniu dywidendy zaliczkowej z zysku za 2022r. w wysokości PLN 0.05/akcję (w naszych prognozach zakładamy całkowity DPS PLN 0.12/akcję z zysku za 2022r.). Jednocześnie oczekujemy utrzymanie wypłat dywidendy w kolejnych latach oraz zakładamy stopień wypłaty dywidendy na poziomie 40%.

Tabela 5. SFD – Wycena DDM (PLNm)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Zysk netto (PLNm)	17.0	21.7	28.1	32.2	34.6	37.0	37.2	38.9	42.3	45.1	46.4
zmiana y/y	32%	28%	30%	15%	7%	7%	1%	5%	9%	7%	3%
Stopień wypłaty dywidendy (%)	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	88%
Dywidenda wypłacona (PLNm)	2.9	6.8	8.7	11.3	12.9	13.9	14.8	14.9	15.6	16.9	39.9
Kapitał własny (PLNm)	59.5	74.4	93.8	114.8	136.5	159.6	182.0	206.1	232.8	261.0	266.3
ROE (%)	32%	32%	33%	31%	28%	25%	22%	20%	19%	18%	26%
Koszt kapitału (%)	17%	18%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Współczynnik dyskontowy (%)	88%	74%	64%	56%	49%	43%	38%	33%	29%	26%	
Zdyskontowane dywidendy (PLNm)	2.6	5.0	5.5	6.3	6.4	6.0	5.6	5.0	4.5	4.3	
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	3%										
Suma zdyskont. dywidend 2023-32E (PLNm)	51										
Wartość rezydualna (PLNm)	336										
Zdyskontowana wart. rezydualna (PLNm)	86										
Wartość kapitału (PLNm)	137										
Liczba akcji (m)	44.0										
FV/akcję (PLN)	3.11										

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą SFD do spółek zagranicznych o podobnym profilu działalności, w oparciu o wskaźniki P/E, EV/EBITDA oraz EV/Sprzedaż na lata 2023-24. Ze względu na różnice modeli biznesowych oraz skali działalności, nadajemy tej metodzie wagę 0%.

Tabela 6. SFD – wycena porównawcza

Spółka	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Xiamen Kingdomway Group	40.0	21.8	18.5	n.a.	n.a.	n.a.	4.8	4.0	3.6
Natural Food International Holding	n.a.	n.a.	n.a.	2.3	1.7	1.1	0.2	0.2	0.2
Naturhouse Group	10.7	9.7	8.9	6.2	5.9	5.4	1.9	1.8	1.7
Bellring Brands	28.1	25.5	21.4	18.7	15.6	13.6	3.6	3.1	2.8
Usana Health Sciences	18.7	21.5	18.7	7.5	7.4	7.0	0.9	1.0	0.9
Herbalife Nutrition	6.0	6.8	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.9	0.9
Mediana	18.7	21.5	18.5	6.9	6.6	6.2	1.4	1.4	1.3
SFD	12.9	9.2	7.2	9.2	6.8	5.5	0.6	0.5	0.4
Premia/dyskonto (%)	-31%	-57%	-61%	34%	3%	-10%	-59%	-65%	-66%
Implikowana wartość godziwa (PLN)	5.5	8.3	9.1	2.7	3.4	4.1	9.9	11.5	12.3
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)	8.12								

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Tabela 1. SFD – zmiana prognoz finansowych (PLNm)

	2023E			2024E			2025E		
	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana	Obecne	Poprzednie	Zmiana
Przychody ze sprzedaży, w tym	386.3	332.9	16%	451.3	367.7	23%	511.4	406.8	26%
z produktów i usług	351.6	289.7	21%	417.3	325.4	28%	477.4	364.5	31%
z towarów i materiałów	34.7	43.2	-20%	34.0	42.3	-20%	34.0	42.3	-20%
Koszty działalności operacyjnej	-363.8	-316.7	15%	-422.1	-350.0	21%	-474.3	-384.0	24%
Amortyzacja	-4.3	-5.9	-27%	-7.2	-8.9	-19%	-8.5	-8.9	-4%
Zużycie materiałów i energii	-224.1	-182.8	23%	-265.1	-205.3	29%	-302.4	-230.0	31%
Usługi obce	-67.6	-54.5	24%	-78.1	-60.2	30%	-87.4	-66.6	31%
Podatki i opłaty	-1.6	-1.2	32%	-1.9	-1.3	40%	-2.1	-1.5	43%
Wynagrodzenia	-34.7	-33.4	4%	-38.1	-35.6	7%	-41.4	-37.9	9%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	-6.2	-5.5	12%	-6.8	-5.9	15%	-7.4	-6.3	18%
Pozostałe koszty rodzajowe	-0.9	-0.6	36%	-1.0	-0.7	44%	-1.2	-0.8	48%
Wartość sprzedanych towarów i usług	-24.3	-32.7	-26%	-23.9	-32.1	-26%	-23.9	-32.1	-25%
Zysk ze sprzedaży	22.5	16.2	39%	29.2	17.7	65%	37.1	22.8	63%
Pozostałe przychody operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
Pozostałe koszty operacyjne	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.	0.0	0.0	n.m.
EBITDA	26.8	22.1	22%	36.4	26.6	37%	45.6	31.7	44%
EBIT	22.5	16.2	39%	29.2	17.7	65%	37.1	22.8	63%
Przychody finansowe	0.0	0.2	-88%	0.0	0.2	-83%	0.1	0.3	-72%
Koszty finansowe	-1.5	-1.1	36%	-2.4	-1.1	118%	-2.4	-1.1	118%
Zysk brutto	21.0	15.3	38%	26.8	16.8	60%	34.7	22.0	58%
Podatek dochodowy	-4.0	-2.9	38%	-5.1	-3.2	60%	-6.6	-4.2	58%
Zysk netto	17.0	12.4	38%	21.7	13.6	60%	28.1	17.8	58%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Ze względu na wysoką sprzedaż osiągniętą przez SFD w 2022r. (PLN 327m, 10% powyżej naszej prognozy) oraz bardzo dobry początek 2023r. (rekordowy poziom przychodów PLN 33m w styczniu) oczekujemy, że trend wzrostowy zostanie utrzymany również w nadchodzących miesiącach, przede wszystkim dzięki rozwojowi oferty produktowej oraz działalności na rynkach zagranicznych (jednak przy niższych dynamikach). Według danych PMR, rynek suplementów diety wart był ok. PLN 7.7mld w 2022r. (wzrost o ok. 14% r/r). W 2023r. oczekiwane jest osłabienie dynamik, ze względu na niższą siłę nabywczą konsumenta oraz słabsze nastroje konsumenckie (wpływ wysokiego poziomu inflacji i stóp procentowych widoczny jest w odczytach sprzedaży detalicznej w Polsce w ostatnich miesiącach). Prognozujemy wzrost przychodów SFD do PLN 386m w 2023r. (+18% r/r, podwyższenie prognozy o 16%) oraz PLN 451m w 2024r. (+17% r/r, podwyższenie prognozy o 23%). Zwracamy uwagę, że zgodnie z wypowiedziami spółki dla PAP z grudnia 2022r., spółka oczekuje wzrostu sprzedaży do ok. PLN 600m w 2025r. co jest ok. 17% powyżej naszej obecnej prognozy.

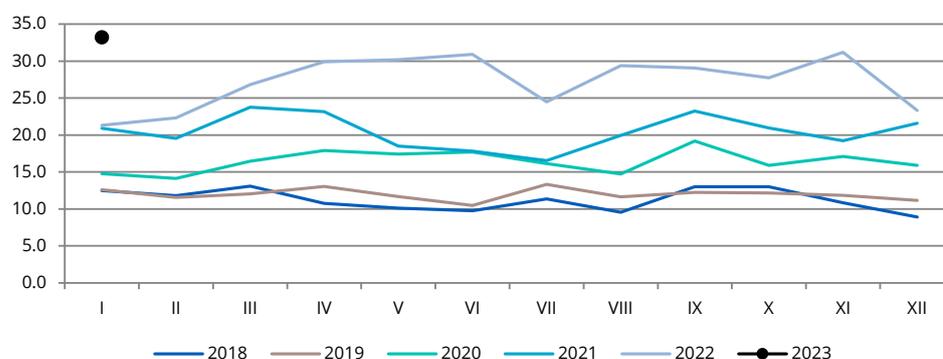
Ze względu na stabilizację cen surowców oraz obniżenie kosztów frachtu, ale również mając na uwadze konkurencyjne otoczenie rynkowe, oczekujemy stabilizacji marży brutto ze sprzedaży na poziomie zbliżonym r/r tj. 35.7% w 2023r. (+0.1pp r/r; vs. 35.3% poprzednio) oraz do 36.0% w 2024r. (wzrost o 0.3pp r/r; vs. 35.4% poprzednio). Oczekując wyższych kosztów usług obcych (presja inflacyjna, koszty marketingu, zwiększanie skali działalności) oraz kosztów wynagrodzeń (efekt wzrostu kosztów w 2022r.), prognozujemy wynik EBITDA na poziomie PLN 26.8m w 2023r. (podwyższenie prognozy o 22% r/r) oraz PLN 36.4m w 2024r. (podwyższenie prognozy o 37% r/r). Jednocześnie zwracamy uwagę, że nasze prognozy (marża EBITDA 8.9% w 2025E) są wciąż bardziej konserwatywne od celów spółki (oczekiwana poprawa rentowności EBITDA do dolnego przedziału poziomu kilkunastu procent przy przychodach około PLN 600m w 2025r.).

Podsumowanie konferencji po wynikach 4Q

- **Cel PLN 600m przychodów w 2025r.** W oparciu o rozwój oferty produktowej (kolejne linie produktowe, również we współpracy z influencerami) oraz rozwój na rynkach zagranicznych (co najmniej jeden nowy rynek w 2023r.), spółka planuje osiągnąć sprzedaż PLN 600m w 2025r., co implikuje wzrost przychodów o ok. 22% średniorocznie.
- **Rynek surowców.** W 4Q22 spółka odnotowała stabilizację cen surowców, a w 1Q23 spadki m.in. białka oraz kreatyny. W rezultacie spółka (podobnie jak konkurencja) obniżyła ceny niektórych produktów. Jednocześnie zarząd spółki oczekuje obniżki cen surowców innych kategorii w nadchodzących miesiącach.
- **Koszty operacyjne.** Wzrost kosztów w 2022r. związany był z wyższymi kosztami usług obcych (m.in. inflacyjny wzrost cen opakowań, transportu, marketingu etc.) oraz kosztami wynagrodzeń. W 2023r. spółka oczekuje poprawy rentowności EBITDA.
- **Rozwój międzynarodowy.** Na koniec 4Q22 spółka SFD prowadziła działalność poprzez własne sklepy e-commerce na terytorium sześciu krajów europejskich (Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Rumunia, Austria). W 2023r. spółka planuje kontynuację rozwoju działalności zagranicą oraz wejście na co najmniej jeden nowy rynek. W rezultacie spółka oczekuje systematycznego zwiększania udziału sprzedaży zagranicznej w całości przychodów.
- **Dywidenda.** Spółka planuje podtrzymanie polityki dywidendowej, jednak żadne szczegóły nie zostały przedstawione.
- **Kapitał obrotowy.** Spółka SFD posiadała podwyższony poziom zapasów na koniec 2022r. w związku z oczekiwanym wysokim popytem na początku 2023r., jednak w najbliższych kwartałach spółka planuje optymalizację poziomu zapasów (docelowy cykl rotacji zapasów ok. 85-90 dni).

Sprzedaż miesięczna SFD

Wykres 1. SFD – sprzedaż miesięczna (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

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

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

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. 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 należyłą 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 września 2022 – 31 grudnia 2022)

	Liczba	%
Kup	58	75%
Trzymaj	16	21%
Sprzedaj	3	4%
Suma	77	100%

Historia ratingów – SFD

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07/09/2021	KUPUJ	PLN 6.50	PLN 4.69	Marek Szymański
14/12/2021	KUPUJ	PLN 5.51	PLN 3.90	Marek Szymański
04/07/2022	TRZYMAJ	PLN 2.94	PLN 2.80	Marek Szymański
02/03/2023	KUPUJ	PLN 4.15	PLN 3.55	Marek Szymański