

Miraculum

Stopniowa poprawa rentowności

Podtrzymujemy rekomendację TRZYMAJ dla spółki Miraculum oraz nieznacznie podwyższamy wartość godziwą z PLN 0.85 do PLN 0.87/akcję w oparciu o zaktualizowane prognozy finansowe. Chociaż wyniki spółki w ostatnich kwartałach były pod presją optymalizacji zapasów, co negatywnie wpłynęło na marżę brutto ze sprzedaży, spodziewamy się odbudowy rentowności w kolejnych kwartałach dzięki zdrowszej strukturze zapasu. Dodatkowo, kontrola kosztów SG&A powinna wspierać poprawę marży EBITDA w kolejnych latach. Niemniej jednak, pozostajemy sceptyczni co do zwiększania skali działalności mając na uwadze istotny ubytek sprzedaży eksportowej o 44% r/r w 2024, zakładając że odbudowa w tym kanale sprzedaży potrwa co najmniej kilka kwartałów. Obniżamy naszą prognozę przychodów na lata 2025-26E do odpowiednio PLN 50.6m oraz PLN 54.1m, ale jednocześnie podnosimy prognozy EBITDA do PLN 2.5m i PLN 3.5m. Szacujemy, że Miraculum zacznie generować pozytywne przepływy pieniężne FCF począwszy od 2025E, co powinno wspierać dalszą redukcję zadłużenia (oczekujemy poprawy wskaźnika ND/EBITDA do 2.3x na koniec 2027E).

Prognozy 1kw. 2025. Spółka zaraportowała przychody na poziomie PLN 15.0m w 1Q25 (+17% r/r), napędzane mocnymi przychodami w styczniu (+25% r/r) oraz utrzymaniem pozytywnych trendów w lutym i marcu. Oczekujemy dalszej optymalizacji stanu zapasów, co wpłynie na pogorszenie r/r marży brutto ze sprzedaży, choć redukcja kosztów SG&A umożliwi utrzymanie EBITDA na porównywalnym r/r poziomie ok. PLN 1.0m.

Sprzedaż pod presją słabego eksportu. Miraculum wygenerowało przychody PLN 47.5m w 2024 (porównywalnie r/r), przy wzroście przychodów w Polsce o 15% r/r oraz spadku eksportu o 44% r/r. Uważamy, że spółka jest w stanie zwiększać sprzedaż w Polsce na poziomie średnich kilku procent, głównie w kanale nowoczesnym oraz kluczowych segmentach produktów takich jak kosmetyki do makijażu i perfumy, podczas gdy sprzedaż eksportowa będzie się stopniowo odbudowywać. W rezultacie obniżamy naszą prognozę przychodów do PLN 50.6m/54.1m/56.9m w latach 2025-27E.

Stopniowa poprawa rentowności i dalsza redukcja zadłużenia. Spodziewamy się, że optymalizacja zapasów (wyprzedaż nierentownych produktów) zostanie zakończona w najbliższych miesiącach, dzięki czemu zakładamy stopniową odbudowę marży brutto ze sprzedaży od 2Q25E. W naszych prognozach uwzględniamy jednocześnie większą dyscyplinę kosztową, głównie w obszarach kosztów osobowych i logistyki. W rezultacie oczekujemy poprawy wskaźnika SG&A/przychody z 36.2% w 2024 do 31-32% w latach 2025-26E. Mając na uwadze powyższe, podwyższamy prognozę EBITDA do PLN 2.5m w 2025E (vs. PLN 1.6m poprzednio) oraz PLN 3.5m w 2026E (vs. PLN 2.8m poprzednio). Jednocześnie oczekujemy generacji pozytywnych FCF przez spółkę zaczynając od 2025E oraz stopniowej poprawy wskaźnika ND/EBITDA.

Tabela 1. Miraculum – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	43.3	47.1	47.5	50.6	54.1	56.9
EBITDA	0.5	1.5	-0.4	2.5	3.5	4.1
EBIT	-0.5	0.4	-1.5	1.2	2.3	2.9
Zysk netto	-2.5	-1.6	-3.6	0.2	1.2	1.8
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	250.9	31.1	21.7
EV/EBITDA (x)	138.1	48.6	n.a.	20.2	14.0	11.6
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Handel

Miraculum

TRZYMAJ FV PLN 0.87

(poprzednio PLN 0.85)

9% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 13 maja 2025 PLN 0.80

Rekomendacja podtrzymana



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	47.5
Kapitalizacja (EUR m)	8.8
12M śr. dzienny wolumen (k)	15.7
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.003
12M max/min (PLN)	1.44/0.70
Waga w WIG	0.01
Reuters	MIR.WA
Bloomberg	MIR PW

Stopy zwrotu

1M	-3%
3M	-6%
12M	-33%

Akcjonariat

Marek Kamola	41.95%
Piotr Skowron	9.24%
Jan Załubski	8.14%
Sławomir Ziemiński	5.00%
Pozostali	35.67%

Analityk

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

Miraculum

TRZYMAJ

FV PLN 0.87

Kapitalizacja EUR 9m

Potencjał wzrostu 9%

Mnożniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	n.a.	n.a.	250.9	31.1	21.7
EV/EBITDA (x)	48.6	n.a.	20.2	14.0	11.6
EV/Sprzedaż (x)	1.6	1.0	1.0	0.9	0.8
P/BV (x)	2.46	1.20	1.31	1.26	1.19
Stopa FCF (%)	-2.6%	-6.7%	3.7%	3.0%	3.3%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	41.5	47.5	47.5	47.5	47.5
EPS (PLN)	-0.04	-0.08	0.00	0.03	0.04
BVPS (PLN)	0.52	0.61	0.61	0.64	0.67
FCFPS (PLN)	-0.03	-0.05	0.03	0.02	0.03
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	9%	1%	6%	7%	5%
EBITDA	223%	n.a.	n.a.	41%	18%
EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	83%	29%
Zysk netto	n.a.	120%	n.a.	708%	43%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	34.4%	33.1%	34.7%	35.8%	36.1%
Marża EBITDA (%)	3.3%	-0.8%	4.9%	6.5%	7.2%
Marża EBIT (%)	0.8%	-3.2%	2.4%	4.2%	5.1%
Marża netto (%)	-3.5%	-7.6%	0.3%	2.3%	3.1%
Dług netto / EBITDA (x)	12.5	-29.7	3.9	2.4	1.7
Dług netto / Kap. Wł.(x)	0.89	0.38	0.33	0.28	0.22
Dług netto / Aktywa (x)	0.32	0.18	0.16	0.13	0.11
ROE (%)	-7.5%	-14.3%	0.5%	4.1%	5.6%
ROA (%)	-2.8%	-6.0%	0.3%	2.0%	2.8%
ROIC (%)	0.7%	-2.9%	2.4%	4.5%	5.7%

Założenia	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	47.1	47.5	50.6	54.1	56.9
Kosmetyki do i po gołe	9.7	12.0	14.9	15.6	16.4
Kosmetyki do makijażu	9.6	11.1	11.2	12.0	12.6
Perfumeria	12.8	12.7	12.7	14.0	14.7
Pielęgnacja ciała	1.7	1.2	1.5	1.6	1.8
Pielęgnacja twarzy	6.1	5.7	6.0	6.3	6.6
Pozostałe	7.1	4.8	4.3	4.5	4.8

Zysk brutto ze sprze	16.2	15.8	17.6	19.4	20.5
Kosmetyki do i po gołe	2.6	3.4	4.6	5.0	5.3
Kosmetyki do makijażu	2.9	3.7	4.1	4.6	4.9
Perfumeria	5.6	5.2	5.1	5.8	6.1
Pielęgnacja ciała	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
Pielęgnacja twarzy	2.5	2.1	2.2	2.3	2.5
Pozostałe	2.0	0.9	1.1	1.1	1.2

Cykl gotówki (dni)	69	76	57	54	54
Zapasy	160	188	169	166	166
Należności	53	40	40	40	40
Zobowiązania	143	152	152	152	152

P&L (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	43.3	47.1	47.5	50.6	54.1	56.9
Koszt własny sprzedaży	-29.6	-30.9	-31.8	-33.1	-34.7	-36.3
Zysk brutto ze sprzedaży	13.8	16.2	15.8	17.6	19.4	20.5
Koszty sprzedaży	-10.4	-10.6	-11.3	-10.8	-11.3	-11.5
Koszty ogólnego zarządu	-4.7	-5.2	-6.0	-5.5	-5.8	-6.1
Pozostałe przychody operacyjne	1.1	0.3	1.5	0.0	0.0	0.0
Pozostałe koszty operacyjne	-0.3	-0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
EBITDA	0.5	1.5	-0.4	2.5	3.5	4.1
Amortyzacja	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
EBIT	-0.5	0.4	-1.5	1.2	2.3	2.9
Przychody i koszty finansowe	-0.8	-1.7	-1.3	-1.1	-0.8	-0.7
Zysk brutto	-1.4	-1.3	-2.8	0.2	1.5	2.2
Podatek dochodowy	-1.1	-0.3	-0.8	0.0	-0.3	-0.4
Zysk netto	-2.5	-1.6	-3.6	0.2	1.2	1.8

BILANS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	38.5	39.2	38.0	37.9	37.9	38.0
Rzeczowe aktywa trwałe	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9
Akt. z tyt. prawa do użyt.	1.4	2.4	1.9	2.0	2.0	2.0
Wartości niematerialne i prawne	33.6	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5
Pozostałe aktywa trwałe	2.3	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6
Aktywa obrotowe	17.7	20.4	21.7	22.4	24.4	26.7
Zapasy	13.3	13.5	16.3	15.3	15.8	16.5
Należności handlowe	4.4	6.8	5.2	5.6	6.0	6.3
Środki pieniężne i ekwiwalenty	0.0	0.1	0.2	1.6	2.7	4.0
Aktywa razem	56.2	59.6	59.7	60.4	62.3	64.7
Kapitały własne	22.1	21.6	28.8	29.0	30.2	32.0
Mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania długoterm.	20.8	5.9	13.9	13.9	13.9	13.9
Zobowiązania finansowe	16.3	0.0	8.5	8.5	8.5	8.5
Pozostałe zobow. długoterm.	4.6	5.9	5.4	5.4	5.4	5.4
Zobowiązania krótkoterm.	13.3	32.0	17.0	17.5	18.2	18.9
Zobowiązania finansowe	1.7	19.3	2.6	2.6	2.6	2.6
Zobowiązania handlowe	10.9	12.1	13.3	13.8	14.5	15.2
Pozostałe zobow. krótkoterm.	0.7	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1
Pasywa razem	56.2	59.6	59.7	60.4	62.3	64.7
Dług brutto (PLN m)	17.9	19.3	11.1	11.1	11.1	11.1
Dług netto (PLN m)	17.9	19.2	10.9	9.5	8.4	7.1

CASH FLOW (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy pien. z dz. oper.	-0.6	-0.2	-0.9	3.5	3.1	3.3
Zysk netto	-2.5	-1.6	-3.6	0.2	1.2	1.8
Amortyzacja	1.0	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2
Zmiana w kap. obrotowym netto	-0.1	-1.4	-0.1	1.2	-0.1	-0.4
Pozostałe	0.9	1.6	1.7	1.1	0.8	0.7
Przepływy pien. z dz. inw.	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
Zmiana WNIp	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana RzAT	-0.7	-0.3	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
Przepływy pien. z dz. fin.	0.6	0.6	1.1	-1.7	-1.5	-1.5
Zmiana w kap. własnym	1.7	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Zmiana zadłużenia	0.3	0.3	2.4	0.0	0.0	0.0
Odsetki	-0.7	-0.1	-0.4	-1.1	-0.8	-0.7
Odsetki z tyt. leasingu	-0.7	-0.8	-0.9	-0.7	-0.7	-0.7
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	0.1	0.0	1.4	1.1	1.3
Śr. pien. na koniec okresu	0.0	0.1	0.2	1.6	2.7	4.0

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena DCF	4
Wycena porównawcza	5
Zmiana prognoz finansowych	6
Prognoza wyników 1 kw. 2025	8
Czynniki ryzyka	9

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%	0.87
Wycena porównawcza	0%	1.17
Wartość godziwa (FV)		0.87
Wartość rynkowa		0.80
Potencjał wzrostu/spadku		9%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena DCF

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2024-33E. Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.0% (vs. 5.5% poprzednio) 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)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
Przychody	50.6	54.1	56.9	59.8	62.9	66.0	69.3	72.8	76.4	80.2	81.9
EBITDA	2.5	3.5	4.1	4.8	5.8	6.5	7.3	8.3	9.4	10.5	10.7
EBIT	1.2	2.3	2.9	3.7	4.5	5.3	6.0	7.0	8.0	9.1	9.3
Podatek	-0.2	-0.4	-0.6	-0.7	-0.9	-1.0	-1.1	-1.3	-1.5	-1.7	-1.8
NOPAT	1.0	1.8	2.4	3.0	3.7	4.3	4.9	5.7	6.5	7.4	7.5
Amortyzacja	1.1	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
Zmiana w kapitale obrotowym	1.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.9
Capex	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Płatności z tyt. leasingu	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8
FCF	2.3	1.7	1.9	2.4	3.3	3.7	4.4	5.2	5.9	6.8	7.4
Dyskonto (%)	93.9%	85.1%	77.1%	69.8%	63.2%	57.3%	51.9%	47.0%	42.5%	38.5%	
Wartość bieżąca FCF (PLNm)	2.1	1.5	1.4	1.7	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	
Wartość FCF 2025-34E (PLNm)	20.9										
Wzrost w okresie rezydualnym (%)	2.0%										
Wartość rezydualna (PLNm)	33.6										
EV (PLNm)	54.5										
Dywidendy wypłacone (PLNm)	0.0										
Dług netto (PLNm, na koniec 2024E)	13.2										
Emisja akcji (PLNm)	0.0										
Wartość kapitału (PLNm)	41.3										
Liczba akcji (m)	47.5										
Wartość godziwa FV (PLN)	0.87										

WACC (%)

9.4%

9.9%

10.4%

10.9%

11.4%

1.00%

0.87

0.83

0.79

0.76

0.73

Wzrost w

1.50%

0.91

0.87

0.83

0.79

0.76

okresie

2.00%

0.96

0.91

0.87

0.83

0.79

rezydual.

2.50%

1.02

0.96

0.91

0.87

0.83

(%)

3.00%

1.09

1.02

0.96

0.91

0.87

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 4. Miraculum – Wyliczenia WACC

WACC	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta zalewarowana	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
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	12.6%	12.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%	11.8%	11.7%	11.6%	11.4%	11.6%
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	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
% waga długu	31.6%	30.7%	29.6%	28.1%	26.4%	24.6%	22.8%	21.0%	19.2%	17.5%	19.2%
% waga kapitału	68.4%	69.3%	70.4%	71.9%	73.6%	75.4%	77.2%	79.0%	80.8%	82.5%	80.8%
WACC	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

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	P/E (x)			EV/EBITDA (x)			EV/Sales (x)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
LPP	12.2	9.9	8.5	6.6	5.3	4.4	1.4	1.1	0.9
CCC	20.2	15.1	12.3	9.1	7.5	6.3	1.6	1.4	1.2
VRG	10.1	10.0	9.8	4.1	3.8	3.6	0.8	0.8	0.7
Wittchen	9.1	8.3	7.9	5.2	4.6	4.4	1.0	1.0	0.9
Pepco	12.2	11.9	11.6	4.2	3.9	3.4	0.6	0.6	0.5
Hugo Boss	12.3	11.0	9.8	4.7	4.2	3.7	1.0	0.9	0.9
Unilever	17.9	16.9	16.1	12.5	11.9	11.3	2.7	2.6	2.5
COTY	14.3	10.0	8.5	7.6	7.1	6.3	1.5	1.5	1.4
Olapex Holdings	22.1	18.8	25.1	10.4	9.1	7.4	2.2	2.1	2.0
Ulta Beauty	17.2	18.0	16.2	11.0	11.3	10.7	1.8	1.7	1.6
Median	13.3	11.5	10.7	7.1	6.2	5.3	1.4	1.2	1.1
Miraculum	250.9	31.1	21.7	20.2	14.0	11.6	1.0	0.9	0.8
Premium/discount (%)	<i>n.m.</i>	171%	102%	185%	126%	117%	-31%	-27%	-21%
Implikowana wartość godziwa (PLN)	0.0	0.3	0.4	-0.3	0.1	0.2	1.3	1.2	1.1
Implikowana wartość godziwa/akcję (PLN)*	1.17								

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

Zmiana prognoz finansowych

Tabela 6. Miraculum – zmiana prognoz finansowych (PLNm)

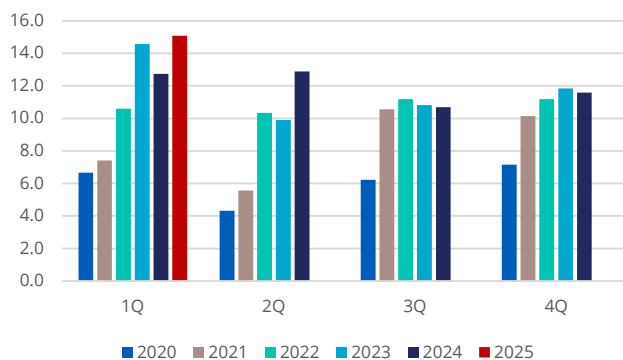
	2025E			2026E			2027E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	50.6	51.3	-1%	54.1	55.1	-2%	56.9	59.1	-4%
Koszt własny sprzedaży	-33.1	-33.5	-1%	-34.7	-35.3	-2%	-36.3	-37.7	-4%
Zysk brutto ze sprzedaży	17.6	17.8	-1%	19.4	19.7	-2%	20.5	21.4	-4%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-16.3	-17.5	-7%	-17.1	-18.1	-5%	-17.6	-18.6	-5%
Koszty sprzedaży	-10.8	-11.4	-6%	-11.3	-11.7	-3%	-11.5	-11.9	-3%
Koszty ogólnego zarządu	-5.5	-6.1	-9%	-5.8	-6.4	-9%	-6.1	-6.7	-9%
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	2.5	1.6	56%	3.5	2.8	23%	4.1	4.0	2%
D&A	1.2	1.3	-5%	1.2	1.2	5%	1.2	1.3	-5%
EBIT	1.2	0.3	333%	2.3	1.7	35%	2.9	2.8	5%
Przychody i koszty finansowe	-1.1	-0.8	39%	-0.8	-0.8	1%	-0.7	-0.7	1%
Zysk brutto	0.2	-0.5	n.m.	1.5	0.9	63%	2.2	2.0	6%
Podatek dochodowy	0.0	0.1	-140%	-0.3	-0.2	63%	-0.4	-0.4	6%
Zysk netto	0.2	-0.4	n.m.	1.2	0.7	63%	1.8	1.7	6%
<i>marża brutto ze sprzedaży (%)</i>	<i>34.7%</i>	<i>34.7%</i>	<i>-</i>	<i>35.8%</i>	<i>35.8%</i>	<i>-</i>	<i>36.1%</i>	<i>36.2%</i>	<i>-</i>
<i>marża EBITDA (%)</i>	<i>4.9%</i>	<i>3.1%</i>	<i>-</i>	<i>6.5%</i>	<i>5.1%</i>	<i>-</i>	<i>7.2%</i>	<i>6.8%</i>	<i>-</i>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

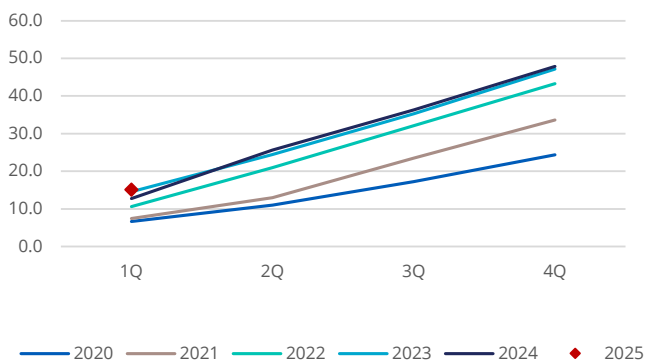
Prognozy na 2025E. Spółka odnotowała stabilne r/r przychody w 2024 roku, pomimo silnego spadku sprzedaży eksportowej, przy poprawie r/r sprzedaży w Polsce. Spółka poinformowała, że przychody w 1Q25 wyniosły PLN 15.0m (+17% r/r), jednak zakładamy umiarkowaną odbudowę sprzedaży eksportowej w 2025r. W rezultacie nieznacznie obniżamy prognozę przychodów do PLN 50.6m. Jednocześnie, mając na uwadze trwającą optymalizację zapasów, utrzymujemy nasze oczekiwania dotyczące marży brutto ze sprzedaży (34.7%), ale obniżamy prognozę kosztów SG&A o 7% r/r, głównie w obszarze kosztów zatrudnienia. W rezultacie podwyższamy prognozę EBITDA z PLN 1.6m do PLN 2.5m oraz prognozę wyniku netto ze straty PLN 0.4m do zysku PLN 0.2m w 2025E.

Prognozy na 2026E. Uwzględniając bardziej konserwatywne oczekiwania dotyczące sprzedaży eksportowej, obniżamy naszą prognozę przychodów o 2% do PLN 54.1m (+7% r/r), utrzymując prognozę marży brutto ze sprzedaży na poziomie 35.8% (+1.1pp r/r dzięki zdrowszej strukturze zapasów i niższym rabatom r/r). Spodziewamy się, że Miraculum utrzyma dyscyplinę kosztową, dlatego podnosimy prognozę EBITDA do PLN 3.5m i zysku netto do PLN 1.2m (vs. poprzednio PLN 2.8m i PLN 0.7m).

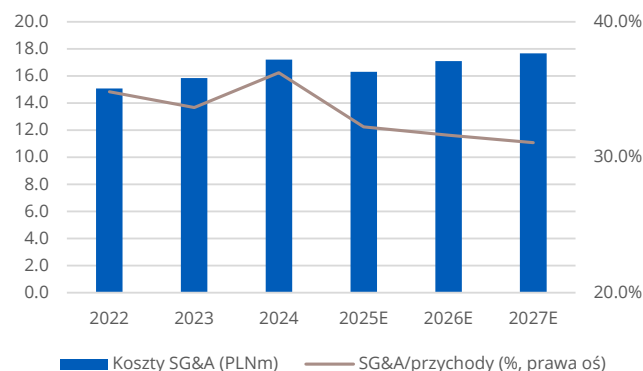
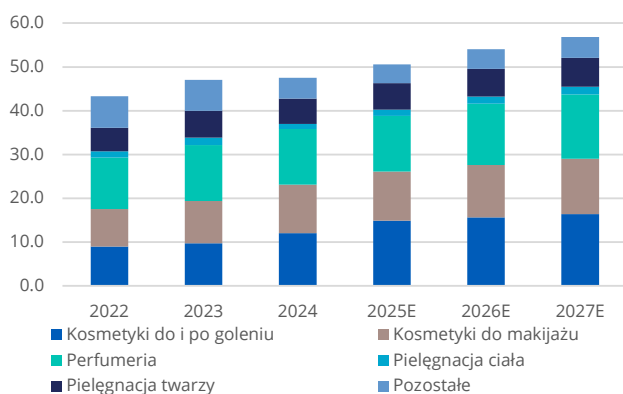
Wykres 1. Miraculum – kwartalne przychody (PLNm)



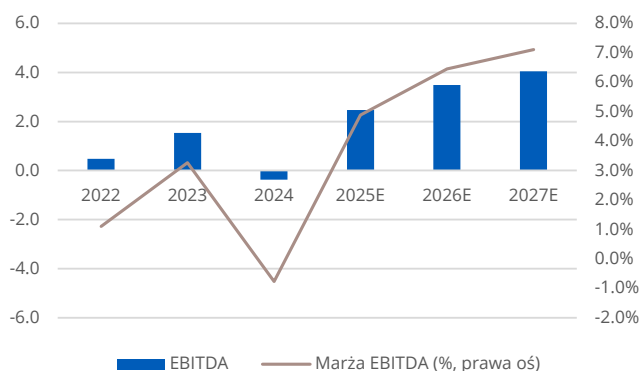
Wykres 2. Miraculum – kwartalne przychody narastająco (PLNm)



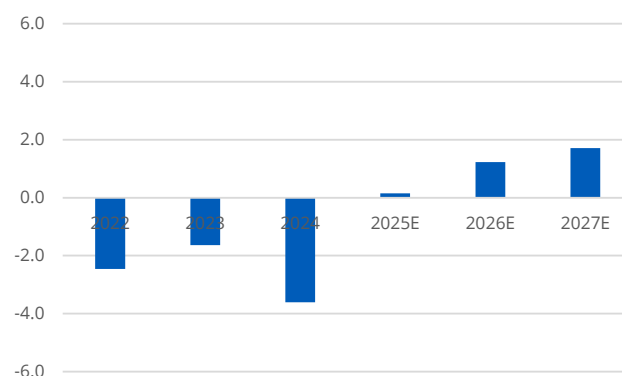
Wykres 3. Miraculum – prognoza przychodów wg segmentów (PLNm) Wykres 4. Miraculum – koszty rodzajowe (PLNm)



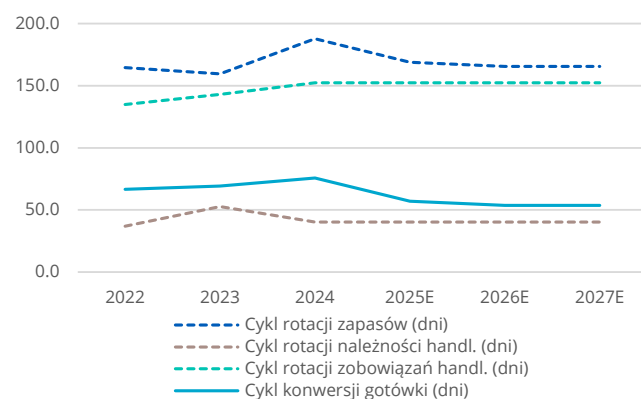
Wykres 5. Miraculum – prognoza wyniku EBITDA (PLNm)



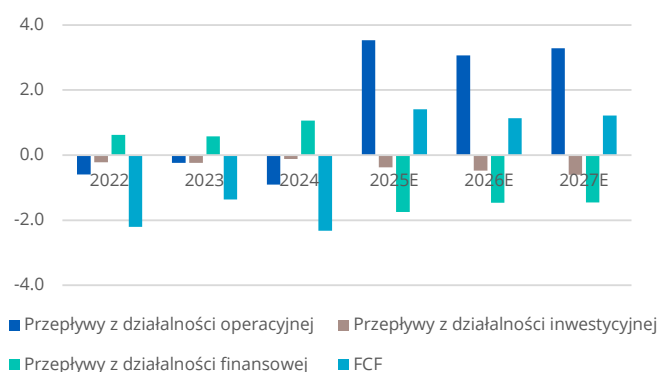
Wykres 6. Miraculum – prognoza wyniku netto (PLNm)



Wykres 7. Miraculum – cykl konwersji gotówki (dni)



Wykres 8. Miraculum – prognoza przepływów pieniężnych (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Prognoza wyników 1 kw. 2025

Spółka Miraculum opublikuje wyniki za 1Q25 w dniu 16 maja 2025.

Oczekujemy, że Miraculum odnotuje EBITDA na porównywalnym poziomie r/r, napędzane wzrostem przychodów r/r i osłabieniem marży brutto ze sprzedaży związanym z optymalizacją zapasów.

Przychody. Spółka odnotowała przychody na poziomie PLN 15.0m w 1Q25 (+17% r/r), napędzane wzrostem o 25% r/r w styczniu oraz utrzymaniem pozytywnych trendów w lutym i marcu. Spółka zwróciła uwagę na presję na sprzedaż eksportową, podczas gdy nowoczesny kanał sprzedaży radzi sobie lepiej.

Zysk brutto ze sprzedaży. Oczekujemy, że spółka kontynuowała optymalizację struktury zapasów oraz wyprzedaż asortymentu nierentownego. W efekcie szacujemy zysk brutto ze sprzedaży na poziomie PLN 5.1m (+3% r/r), co implikuje marżę brutto ze sprzedaży 34.3% (-4.5pp r/r).

EBITDA. Zakładamy, że spółka utrzyma kontrolę nad kosztami SG&A, co przełoży się na koszty SG&A na poziomie PLN 4.4m (+5% r/r) oraz wskaźnik SG&A/przychody w wysokości 29.4% (vs. 32.7% rok wcześniej). W rezultacie prognozujemy EBITDA na poziomie PLN 1.0m (porównywalnie r/r) oraz EBIT w wysokości PLN 0.7m (porównywalnie r/r).

Wynik netto. Szacujemy zysk netto w wysokości PLN 0.35m przy założeniu kosztów finansowych netto PLN 0.3m.

Figure 1. Miraculum – podsumowanie wniosków kwartalnych

MIR PW (PLNm)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	y/y	q/q
Przychody	12.78	12.87	10.29	11.57	14.96	17%	29%
Koszt własny sprzedaży	-7.83	-8.66	-7.04	-8.24	-9.83	26%	19%
Zysk brutto ze sprzedaży	4.96	4.21	3.26	3.33	5.13	3%	54%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-4.18	-4.40	-4.46	-4.18	-4.39	5%	5%
Koszty sprzedaży	-2.86	-2.93	-2.79	-2.69	-3.00	5%	11%
Koszty ogólnego zarządu	-1.33	-1.47	-1.67	-1.49	-1.39	5%	-7%
Pozostałe przychody operacyjne	-0.01	0.03	-0.09	0.00	0.00	n.m.	n.m.
EBITDA	1.05	0.12	-0.99	-0.55	1.04	-1%	n.m.
D&A	0.29	0.28	0.31	0.30	0.30	6%	1%
EBIT	0.76	-0.16	-1.30	-0.85	0.73	-4%	n.m.
Przychody i koszty finansowe	-0.50	-0.21	-0.31	-0.23	-0.30	n.m.	n.m.
Zysk brutto	0.26	-0.37	-1.60	-1.09	0.43	66%	n.m.
Podatek dochodowy	-0.25	-0.04	-0.12	-0.39	-0.08	n.m.	n.m.
Zysk netto	0.01	-0.41	-1.72	-1.48	0.35	n.m.	n.m.
marża brutto ze sprzedaży (%)	38.8%	32.7%	31.6%	28.8%	34.3%	-	-
SG&A/przychody (%)	32.7%	34.2%	43.3%	36.1%	29.4%	-	-

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

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

- **Ryzyko płynności.** Na koniec 4Q24 spółka posiadała dług netto na poziomie PLN 13.2m przy ujemnej wyniku EBITDA w 2024. Choć nasze prognozy implikują generację pozytywnych FCF od 2025E, poziom zadłużenia spółki wciąż może w naszej ocenie stanowić czynnik ryzyka oraz ograniczać dalszy potencjał rozwój.
- **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 jakiegolwiek odpowiedzialności za jakiegolwiek 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 jakiegolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegolwiek 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: Marvipo 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 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., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

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

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

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

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

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

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia – 31 marca 2025)

	Liczba	%
Kup	13	81%
Trzymaj	2	13%
Sprzedaj	1	6%
Suma	16	100%

Historia ratingów – Miraculum

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
22.09.2023	TRZYMAJ	PLN 1.25	PLN 1.33	Marek Szymański
09.02.2024	TRZYMAJ	PLN 1.35	PLN 1.36	Marek Szymański
28.06.2024	TRZYMAJ	PLN 1.20	PLN 1.11	Marek Szymański
19.12.2024	TRZYMAJ	PLN 0.85	PLN 0.78	Marek Szymański
14.05.2025	TRZYMAJ	PLN 0.87	PLN 0.80	Marek Szymański