

# GINO ROSSI S.A.

## Raport analityczny



Kraków, 9 czerwiec 2006

*Remigiusz Sopol - analityk Domu Maklerskiego IDMSA*

*Pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA a Gino Rossi S.A. występują następujące umowy i powiązania:*

- Umowa z dnia 19 grudnia 2005 dotycząca przeprowadzenia oferty publicznej;*
- Umowa z dnia 30 maja 2006 roku o prowadzeniu depozytu Akcji Spółki Gino Rossi.*

*Ponadto, spółkę zależną od DM IDMSA – IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. i Gino Rossi S.A. wiąże Umowa z dnia 12 grudnia 2005 dotycząca zobowiązania IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. do sporządzenia Prospektu Emisyjnego akcji;*

*DM IDMSA jest Oferującym i koordynatorem Oferty Publicznej spółki Gino Rossi S.A. DM IDMSA jest powiązany z Emitentem w rozumieniu rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców w zakresie wynikającym z umowy o przeprowadzenie publicznej oferty akcji i wprowadzenie Akcji Emitenta do obrotu na rynku regulowanym. Pełniąc funkcję Oferującego DM IDMSA jest zainteresowany uzyskaniem jak najwyższej ceny Akcji Oferowanych oraz jak największej liczby objętych Akcji Oferowanych. Inwestorzy powinni zakładać, iż pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA oraz Gino Rossi S.A. mogą w przyszłości wystąpić umowy i porozumienia w zakresie dalszej współpracy.*

*Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Dom Maklerski IDMSA przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest Prospekt Emisyjny. Raport analityczny został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak DM IDMSA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść przedstawioną w niniejszym opracowaniu.*

*Raport analityczny GINO ROSSI S.A.*

# GINO ROSSI

czerwiec 2006

Rekomendacja:

KUPUJ

Przedział cenowy IPO:

10- 13 zł

## Charakterystyka Spółki

Gino Rossi jest liderem na polskim rynku obuwniczym w segmencie ekskluzywnego obuwia klasy wyższej i średniej. Dynamiczny rozwój od 1994 roku doprowadził do powstania efektywnej sieci 90 salonów własnych w tym 16 zlokalizowanych za granicą. Gino Rossi posiada największą w Polsce sieć salonów firmowych markowego obuwia w segmencie „premium”. Sieć sprzedaży wsparta jest własnym zapleczem projektowym oraz produkcyjnym. Sprzedaż zagraniczna (m.in. do Niemiec, Czech, Rosji, na Litwę i Ukrainę) zwiększa rentowność działalności. Spółka sprzedaje obuwie pod ekskluzywną marką Gino Rossi oraz tańszą od niej marką G&R. Jest również wyłącznym dystrybutorem w Polsce znanego na całym świecie obuwia marki Geox.



**IDMSA**  
DOM MAKLERSKI

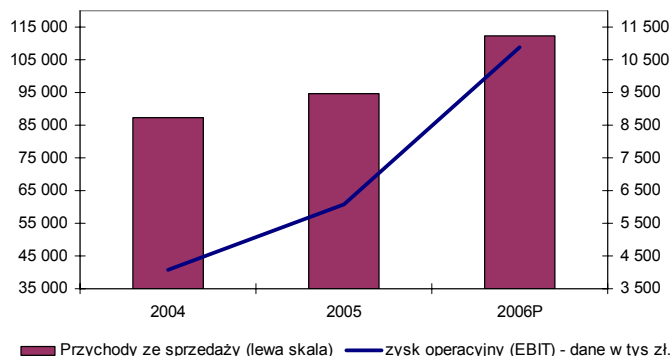
**Dom Maklerski IDMSA**  
Dział Analiz i Rekomendacji  
Remigiusz Sopol

## Prognozy

dane w tys. zł.	2005	2006P*
Przychody ze sprzedaży netto	94 732	112 330
<b>Zysk (strata) operacyjny EBIT</b>	<b>6 085</b>	<b>10 893</b>
<b>EBITDA</b>	<b>8 058</b>	<b>13 409</b>
Stopa EBIT	6,42%	9,70%
Stopa EBITDA	8,51%	11,94%
<b>Zysk netto</b>	<b>1 966</b>	<b>6 473</b>
Stopa zysku netto	2,08%	5,76%

\*prognozy Gino Rossi S.A. na podstawie Prospektu Emisyjnego

## Dynamika wzrostu Gino Rossi S.A.



■ Przychody ze sprzedaży (lewa skala) — zysk operacyjny (EBIT) - dane w tys. zł.

## Struktura Akcjonariatu

Akcjonariusz	przed emisją		po emisji*	
Gherardo Iannelli	2 215 080	23,0%	2 365 080	18,0%
Gian Piero Luzzi	2 118 770	22,0%	2 118 770	16,1%
Massimo Suggelli	963 080	10,0%	963 080	7,3%
Maciej Fedorowicz	963 080	10,0%	963 080	7,3%
Kazimierz Stępnik	1 444 620	15,0%	1 444 620	11,0%
Jan Banaszekiewicz	1 444 620	15,0%	1 444 620	11,0%
Ewa i Jacek Falkowscy	-	-	390 000	3,0%
Pozostali	481 540	5,0%	3 481 540	26,4%
<b>Razem</b>	<b>9 630 790</b>	<b>100%</b>	<b>13 170 790</b>	<b>100%</b>

\*Struktura akcjonariatu po emisji Akcji serii C, D i E.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego.

## Podstawowe wskaźniki analizy finansowej Spółki

Wskaźniki wyceny rynkowej Gino Rossi dla max. ceny emisyjnej 13 zł.	GINO ROSSI*	CCC**	
	2006P	po IQ'06	2006P
P/S	1,5	4,8	4,1
P/E	26,5	39,4	27,4
P/EBIT	15,7	31,4	22,2
P/EBITDA	12,8	27,7	b.p.
P/BV	2,9	9,7	7,3

\*wskaźniki Gino Rossi S.A. dla maksymalnej ceny emisyjnej 13 zł oraz na podstawie prognoz Zarządu (Prospekt Emisyjny).

\*\* na dzień 5 czerwca 2006, na podstawie danych serwisów Notoria i Parkiet, kalkulacja wyniku operacyjnego EBIT zakłada 19% efektywną stopę opodatkowania oraz brak wpływu na wynik działalności pozaooperacyjnej oraz finansowej.

## Analiza SWOT

### Silne strony:

- pozycja lidera na rozproszonym rynku w segmencie średnim i wyższym,
- rozpoznawalne i cenione marki,
- wysoka jakość oferowanych produktów,
- prestiżowe lokalizacje salonów własnych,
- silne zaplecze projektowe oraz produkcyjne,
- efektywna współpraca z najlepszymi włoskimi i polskimi stylistami,
- zdywersyfikowane źródła zaopatrzenia oraz kanały sprzedaży,
- doświadczenie eksportowe.

### Słabe strony:

- sezonowość sprzedaży w branży,
- koszty finansowania zewnętrznego związanego z rozwojem sieci sprzedaży.

### Szanse:

- rozbudowa sieci sprzedaży,
- rozwój eksportu,
- wzrost znaczenia działalności handlowej,
- realizacja celów inwestycyjnych,
- wzrost znaczenia nowych kierunków zaopatrzenia,
- wzrost gospodarczy pociągający za sobą przesunięcie wydatków konsumpcyjnych w stronę segmentu premium.

### Zagrożenia:

- ryzyko związane z tendencjami w modzie,
- ryzyko nietrafionej lokalizacji salonu,
- ryzyko wprowadzenia regulacji celnych i importowych,
- umacnianie się waluty krajowej,
- trudności z zarejestrowaniem marki „gino rossi” w wybranych krajach europejskich.

## Lista punktów obsługi klienta DM IDMSA

**DM IDMSA:** Kraków, Mały Rynek 7; (12) 422-25-72, 421-15-72; **Olkusz**, ul. Króla Kazimierza Wielkiego 29; (32) 754-46-77, 645-21-03; **Tarnów**, ul. Wałowa 16; (14) 622-44-96; **Warszawa**, ul. Nowogrodzka 62 b; (22) 696-44-20, 696-44-12; **Racibórz**, ul. Batorego 5; (32) 414-08-52; **Nysa**, Rynek 36B II piętro; (77) 409-38-45, 409-38-46; **Lubliniec**, ul. Zwycięstwa 2; (34) 351-31-82; **Gliwice**, ul. Zwycięstwa 14; (32) 238-98-94; **Pszczyna**, Rynek 6; (32) 447-12-33; **Katowice**, ul. Kościuszki 30; (32) 607-10-81; **Lublin**, ul. 3 maja 18/2; (81) 534-82-0; **Świdnica**, ul. Spółdzielcza 14, (74) 851 24 06; **Częstochowa**, ul. Dąbrowskiego 7/11 (34) 366-80-33; **Poznań**; ul. Bukowska 12.; (61) 865-39-01.

## Opinia inwestycyjna

### **Gino Rossi S.A.**

Wycena akcji:\*

**14 zł.**

*\*założenia:*

<i>sprzedaż 2006 r.</i>	<i>112,3 mln zł,</i>
<i>zysk operacyjny 2006 r.</i>	<i>10,9 mln zł,</i>
<i>wynik EBITDA 2006 r.</i>	<i>13,4 mln zł,</i>
<i>cena emisyjna</i>	<i>13,00 zł</i>

- Spółka Gino Rossi została wyceniona metodą porównawczą (12,97 zł) oraz metodą DCF (na poziomie 14,50 zł) z wagą 2/3. Za ostateczne przybliżenie fair value watorów Spółki przyjmujemy wartość 14 zł.

- Gino Rossi jest liderem na polskim rynku obuwniczym w segmencie ekskluzywnego obuwia klasy wyższej i średniej, wysoka jakość wyrobów jest rozpoznawana m.in. dzięki markom Gino Rossi i G&R,

-Gino Rossi zwiększa osiąganą rentowność, poprzez budowę wizerunku marki, zmiany w strukturze zaopatrzenia, rozwój eksportu, efekty skali związane z rozbudową sieci sprzedaży, realizację celów inwestycyjnych,

-Spółka posiada wieloletnie doświadczenie eksportowe oraz przewagę konkurencyjną związaną z trafnym doбором prestiżowych lokalizacji w kraju i za granicą,

-Gino Rossi posiada własne zaplecze projektowe oraz produkcyjne, Spółka współpracuje z najlepszymi włoskimi i polskimi stylistami.

*Sporządził:*  
**Remigiusz Sopol**

## Informacje ogólne

Gino Rossi jest liderem na polskim rynku obuwniczym w segmencie ekskluzywnego obuwia klasy wyższej i średniej. Podstawową działalnością Spółki jest dystrybucja markowego obuwia produkcji własnej oraz pochodzącego z importu, poprzez sieć salonów firmowych „Gino Rossi”. Oferta Spółki obejmuje wysokiej jakości obuwie wizytowe, weekendowe i codzienne oraz akcesoria i galanterię. Obuwie dostępne w ofercie Spółki sygnowane jest markami: Gino Rossi i G&R. Dzięki umiejętnej budowie wizerunku marki Gino Rossi, cieszy się ona wysoką rozpoznawalnością wśród dostępnych na polskim rynku marek obuwia ekskluzywnego. Obuwie marki Gino Rossi skierowane jest do wymagających klientów skłonnych za wysoką jakość produktu zapłacić wyższą cenę. G&R jest marką stosunkowo nową, która została wprowadzona na rynek pod koniec 2004 roku. Obuwie G&R plasowane jest w średnim segmencie cenowym i skierowane jest do mniej zamożnych klientów, którzy dokonując zakupów kierują się wysoką jakością produktu i jego modnym wzornictwem.

Spółka jest również generalnym przedstawicielem w Polsce włoskiej marki obuwia Geox z oddychającą podeszwą i pochłaniającą wilgoć podpodeszwą. Obuwie marki Geox dostępne jest w sieci salonów Gino Rossi oraz w salonach Geox.

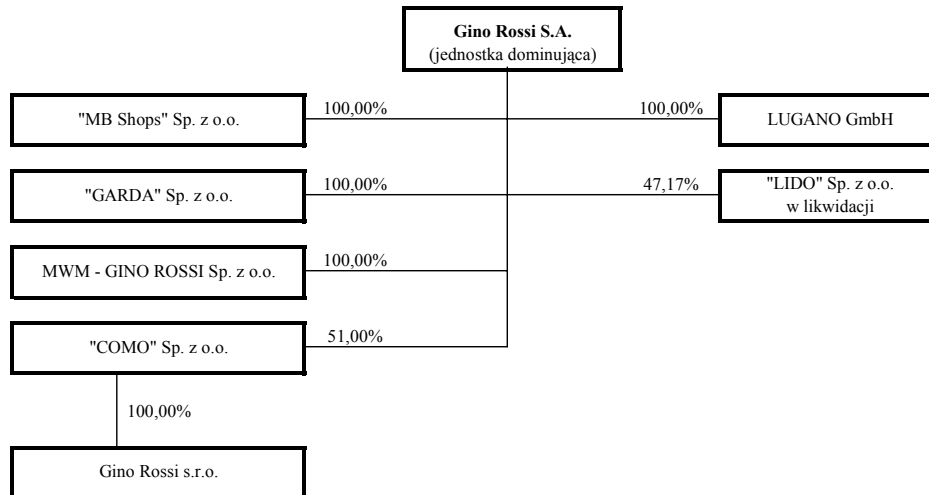
Sieć Spółki obejmuje obecnie 90 sklepów (w tym 16 za granicą m.in. w Niemczech, Czechach, Rosji, na Litwie). Na koniec roku 2005 sieć sprzedaży w Polsce obejmowała 69 salonów firmowych zlokalizowanych we wszystkich dużych i w większości średnich miast Polski. Posiadana przez Spółkę sieć sprzedaży, jest w segmencie obuwia klasy wyższej, największą siecią w Polsce. Równolegle Spółka prowadzi sprzedaż do wybranych sklepów multibrandowych w Polsce oraz w mniejszym zakresie również sprzedaż hurtową.

Źródła zaopatrzenia Grupy Kapitałowej są zdywersyfikowane. Spółka prowadzi własną produkcję wysokiej jakości obuwia, zaopatruje się także wzorem największych globalnych producentów obuwia w krajach azjatyckich o niższych kosztach pracy oraz importuje obuwie z kraju będącego kolebką wzornictwa i wysokiej jakości technologii – z Włoch. Działalność produkcyjna nie jest uzależniona od żadnego z dostawców obuwia, a w procesie produkcji wykorzystuje się komponenty wysokiej klasy. Obuwie oferowane w salonach pochodzi zarówno z własnej fabryki, jak i od producentów zagranicznych. Produkcja obuwia odbywa się w głównej mierze we własnym zakładzie w Słupsku, przy czym pewne etapy najbardziej pracochłonnych prac produkcyjnych są częściowo zlecane do wykonania w kooperacji. Produkcja we współpracy z innymi podmiotami z branży obuwniczej odbywa się na elastycznych zasadach i w przypadku wystąpienia potrzeby zwiększenia produkcji skala lub zakres współpracy mogą zostać rozszerzone. Od 2005 roku Spółka rozpoczęła import wyselekcjonowanego obuwia z Chin, sprzedawanego pod marką G&R. Spółka starannie dobiera producentów chińskich i wybiera jedynie tych, którzy zajmują się produkcją obuwia najwyższej jakości, także dla innych renomowanych marek światowych. Niezwykle istotne znaczenie przy współpracy z chińskimi producentami ma staranny dobór oraz dalszy monitoring podmiotów, które dysponują zapleczem umożliwiającym produkcję obuwia o wysokiej jakości.

Według rankingu „Najcenniejszych marek” Rzeczypospolitej Gino Rossi zajmuje drugie miejsce wśród polskich marek, pod względem prestiżu i postrzeganej jakości.

Grupa kapitałowa:

Schemat i charakterystyka Spółek Grupy Kapitałowej Gino Rosii przedstawione są poniżej. Wszystkie Spółki zależne konsolidowane są metodą pełną. Konsolidacja nie obejmowała w 2005 roku LUGANO GmbH i Gino Rossi s.r.o.



- 1) MWM – Gino Rossi sp. z o.o. z siedzibą w Słupsku prowadzi sprzedaż detaliczną w sklepach firmowych na terenie Warszawy,
- 2) GARDA sp. z o.o. z siedzibą w Słupsku produkuje w zakładzie w Elblągu galanterię skórzaną (torebki, teczki itp.), głównie na potrzeby sieci sklepów „gino rossi”,
- 3) COMO Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach (51% udziałów posiada Spółka, a na pozostałe 49% udziałów została zawarta warunkowa umowa kupna) - spółka prowadzi sprzedaż detaliczną w sklepach firmowych „gino rossi” na terenie Górnego i Dolnego Śląska,
- 4) Gino Rossi s.r.o. z siedzibą w Pradze prowadzi sprzedaż detaliczną w sklepach firmowych „gino rossi” w Czechach,
- 6) MB Shops Sp. z o.o. z siedzibą w Słupsku prowadzi sprzedaż detaliczną w sklepach firmowych „gino rossi” w Łodzi,
- 7) LUGANO GmbH z siedzibą w Berlinie (100% udziałów posiada Emitent) prowadzi sprzedaż detaliczną w sklepach firmowych „gino rossi” w Niemczech.

#### Akcjonariat

Obecnymi właścicielami Spółki są założyciele, członkowie Zarządu i Rady Nadzorczej. Gino Rossi planuje emisję akcji, której głównym celem jest wzmocnienie sieci sprzedaży, w tym w także bardziej rentownych salonów firmowych zlokalizowanych w Niemczech.

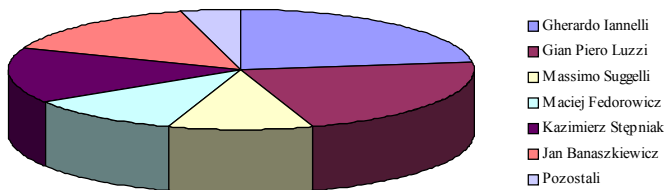
#### Struktura akcjonariatu (liczba akcji)

Struktura akcjonariatu (liczba posiadanych akcji)	przed emisją		po emisji*	
Gherardo Iannelli	2 215 080	23,0%	2 365 080	18,0%
Gian Piero Luzzi	2 118 770	22,0%	2 118 770	16,1%
Massimo Suggelli	963 080	10,0%	963 080	7,3%
Maciej Fedorowicz	963 080	10,0%	963 080	7,3%
Kazimierz Stępiak	1 444 620	15,0%	1 444 620	11,0%
Jan Banaszkiwicz	1 444 620	15,0%	1 444 620	11,0%
Ewa i Jacek Falkowscy	-	-	390 000	3,0%
Pozostali	481 540	5,0%	3 481 540	26,4%
<b>Razem</b>	<b>9 630 790</b>	<b>100,0%</b>	<b>13 170 790</b>	<b>100,0%</b>

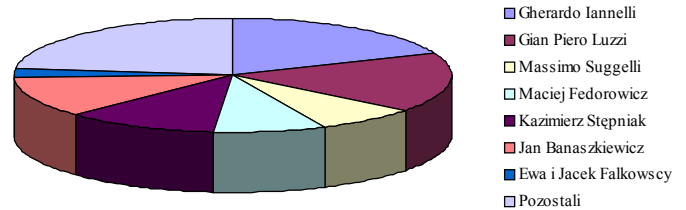
\*struktura akcjonariatu po emisji Akcji serii C, D i E.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego.

Aktualne uprzywilejowanie Akcji po planowanej emisji nie zniekształca istotnie układu głosów na WZA. Na skutek uprzywilejowania, po emisji, 13,171 mln sztuk Akcji będzie dawało 15,096 mln głosów ogółem na WZA (wzrost liczby głosów ponad ilość akcji wynosi tylko +14,6%).

Struktura akcjonariatu (ilość głosów na WZA)  
przed emisją

po emisji\*



\*struktura akcjonariatu po emisji Akcji serii C, D i E.

Gino Rossi planuje emisję akcji, której głównym celem jest wzmocnienie sieci sprzedaży, w tym także w bardziej rentownych salonów firmowych zlokalizowanych w Niemczech.

W emisji oferowanych jest trzy miliony Akcji serii C. Członkowie Zarządu oraz członkowie Rady Nadzorczej Emitenta będący jednocześnie akcjonariuszami, zobowiązali się do niezbywania posiadanych Akcji Serii B przez okres 12 miesięcy od dnia, w którym akcje będą po raz pierwszy notowane na GPW, ograniczenie zbywalności może zostać zniesione w dniu, w którym kurs akcji przekroczy o co najmniej 15% cenę emisyjną. W terminie późniejszym zostanie przeprowadzona emisja 150 tys. Akcji serii D które zostaną zaoferowane Panu Gherardo Iannelli i zostaną przez niego pokryte gotówką. Wymieniony założyciel Spółki wspierał ją wcześniej finansowo. Zostanie również przeprowadzona emisja 390 tys. Akcji serii E. Zostaną one w całości zaoferowane Państwu Ewie i Jackowi Falkowskim w zamian za 49% udziałów w COMO Sp. z o.o. wg rynkowej wyceny akcji Gino Rossi. Cena emisyjna akcji serii D i E nie będzie niższa niż cena emisyjna akcji serii C.

## Cele emisji

Przeprowadzenie Oferty ma na celu pozyskanie przez Spółkę środków na realizację planu inwestycyjnego, którego podstawowymi elementami są dalszy rozwój sieci salonów firmowych, zarówno na rynku krajowym, jak i na rynkach zagranicznych, wzmocnienie pozycji marki, budowa centrum logistycznego oraz zaplecza magazynowego, wsparcie technologiczne. Realizowane inwestycje mają na celu zarówno poprawę rentowności jak i sprzedaży.

Inwestycje wynikają z potrzeby sfinansowania przyjętej przez Spółkę strategii intensywnego rozwoju sieci sprzedaży oraz dalszego umacniania wiodącej pozycji marki Gino Rossi na polskim rynku obuwniczym. Pozyskane środki, po sfinansowaniu kosztów emisji, zostaną przeznaczone na następujące cele, prezentowane w tabeli:

Cel emisji	% wpływów z emisji przeznaczony na realizację celu
Rozwój sieci sprzedaży	~ 85%
<i>Otwarcia nowych salonów</i>	~ 25%
<i>Zatowarowanie</i>	~ 60%
Budowa hali magazynowej i centrum logistycznego	~ 10%
Zakup maszyn obuwniczych	~ 3%
Opracowanie i wdrożenie systemu informatycznego wspierającego zarządzanie	~ 2%
<b>Razem</b>	<b>100%</b>

Źródło: Prospekt Emisyjny.

Zrealizowana część inwestycji Gino Rossi w 2006 roku sięgnęła poziomu 1,5 mln zł.

Fundamentem działalności Spółki, z racji wiodącej, budowanej latami pozycji na rynku, jest marka Gino Rossi. Spółka planuje, że w latach 2006-2008 nastąpi dalszy intensywny rozwój salonów

firmowych Gino Rossi (przynajmniej 24 salony firmowe w Polsce i 20 poza granicami Polski, głównie w Niemczech). Szacunkowy koszt otwarcia salonu (bez zatowarowania) w Polsce wynosi 140 tys. zł, a za granicą 200 tys. zł. Nowopowstające salony lokalizowane są w najbardziej atrakcyjnych centrach handlowych oraz przy głównych ulicach handlowych aglomeracji powyżej 100 tys. mieszkańców. Środki pozyskane z emisji zostaną wykorzystane na inwestycje rzeczowe oraz zatowarowanie salonów. Dotychczas Spółka zawarła już część umów najmu powierzchni handlowej.

Spółka zamierza rozwijać również dedykowaną sieć sprzedaży dla nowej submarki G&R. Submarka G&R została wykreowana dla klientów o nieco mniej zasobnych portfelach, ale przy jednoczesnym zachowaniu modnego wzornictwa oraz wysokiej jakości. Salony oznaczone submarką G&R będą lokalizowane w miastach powyżej 40 tys. mieszkańców. Wartość inwestycji związanej z otwarciem nowego salonu G&R będzie kształtowała się na poziomie zbliżonym do wydatków niezbędnych do otwarcia salonu Gino Rossi. Trzecim kierunkiem rozwoju sieci sprzedaży jest otwarcie 8 - 11 Geox Shopów, dedykowanych do sprzedaży włoskiego obuwia z oddychającą podeszwą marki Geox. Spółka jest wyłącznym dystrybutorem marki Geox na polskim rynku. Obuwie marki Geox sprzedawane jest przede wszystkim w sklepach multibrandowych, ale mogą istnieć także firmowe sklepy Geoxa. Satisfakcjonujące wyniki pierwszego Geox Shopu w Warszawie skłoniły Spółkę do podjęcia decyzji o otwarciu Geox Shopów w największych miastach w Polsce.

W związku z planowanym rozwojem sieci sprzedaży konieczne będzie zaangażowanie dodatkowego kapitału obrotowego na zatowarowanie nowych salonów. Przeciętny koszt zatowarowania jednego salonu ma wynieść przeciętnie 400 tys. zł.

Spółka planuje również przeznaczyć część środków pozyskanych z emisji na budowę nowej hali magazynowej oraz centrum logistycznego na terenie przylegającym do siedziby Spółki. Na budowę hali magazynowej i centrum logistycznego Spółka zamierza ponieść wydatki w kwocie 3,2 mln zł.

Spółka planuje również dokonać inwestycji na zakup maszyn obuwniczych. Część z tych inwestycji wynika z bieżącej amortyzacji maszyn i konieczności ich wymiany, część zaś została podyktowana zwiększeniem efektywności produkcji w związku z rozwojem sieci sprzedaży. Łączna wartość nakładów na zakup nowych maszyn obuwniczych jest szacowana przez Spółkę na 1,2 mln zł.

Rozwój sieci sprzedaży wymusza również wdrożenie rozwiązań informatycznych wspierających zarządzanie. Obecnie trwają prace nad wdrożeniem systemu informatycznego Check Up Shoes, włoskiej firmy Metodo Shoes, wspierającego zarządzanie produkcją, gospodarką magazynową, zamówieniami i sprzedażą. Spółka planuje przeznaczyć 600 tys. zł ze środków pozyskanych z emisji na dokończenie procesu wdrożenia.

Kluczowym wyznacznikiem jednostkowych decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez Spółkę jest ocena realizacji odpowiedniej stopy zwrotu. Spółka nie wyklucza również zawarcia w przyszłości aliansów bądź inwestycji kapitałowych z podmiotami, które umożliwiłyby Spółce uzyskanie efektów synergii i zwiększenie wartości dla jej akcjonariuszy.

## **Sektor producentów obuwia**

Branża, w której działa Gino Rossi jest wysoce konkurencyjna, nie istnieją żadne prawne ograniczenia konkurencji na tym rynku, inwestycyjne bariery wejścia dla nowych podmiotów są niskie. Fakt wysokiej obecnej konkurencyjności sprawia jednak, iż nie pojawiają się nowi istotni gracze na rynku. Gino Rossi pozycjonowany jest w segmencie premium. Wysoka rozpoznawalność marki Gino Rossi chroni Spółkę-lidera na rynku przed konkurencją oraz stabilizuje marże.

Istotną barierą wejścia dla nowych podmiotów w wyższym segmencie rynku jest konieczność posiadania sieci salonów firmowych w najpopularniejszych centrach handlowych dużych miast oraz rozpoznawalność marki. Na rozproszonym rynku ze znacznym udziałem licznych i drobnych podmiotów, inwestycje w kampanie reklamowe oraz rozwój sieci sprzedaży stanowią istotne bariery wejścia i rozwoju dla konkurencji już istniejącej. Podobnie, na silnie konkurencyjnym i rozproszonym rynku odzieżowym pozycja lidera i efekty skali pozwalają osiągnąć ponadprzeciętną dynamikę wzrostu spółkom posiadającym rozpoznawalne marki oraz czołowe pozycje na rynku. Analogicznymi przykładami takich firm z odzieżowego sektora lekkiego są giełdowe spółki handlowo-produkcyjne jak LPP, Artman, Vistula, Wólczanka. Bariery wejścia w sektorze producentów wyrobów skórzanych są wyższe niż w segmencie odzieżowym ze względu na surowiec i materiały używane w produkcji, które podlegają w wyższym stopniu przetworzeniu oraz posiadają wyższe bariery technologiczne. Fakt

ten tłumaczy statystycznie wiarygodnie potwierdzone wyższe wskaźniki P/EBIT oraz P/EBITDA dla takich giełdowych spółek jak CCC, LZPS, Sanwil względem firm odzieżowych np. Vistuli, Wólczanki, Artman, LPP.

Napływ tańszego obuwia pochodzącego z krajów azjatyckich, w szczególności z Chin i Wietnamu w mniejszym stopniu stanowi konkurencję dla obuwia ze średniej i wyższej „półki” oraz dla ekskluzywnych wyrobów Gino Rossi. W krajach wysoko rozwiniętych stopniowo ograniczana jest produkcja obuwia, spółki koncentrują się na działalności handlowej, kontroli jakości oraz zarządzaniu marką. Podobne tendencje obserwuje się również w Polsce. Przyczyną tego procesu jest fakt, iż produkcja obuwia (w szczególności szycie obuwia) jest procesem wymagającym znacznego nakładu pracy pracowników produkcyjnych. W rezultacie kraje o wyższym koszcie siły roboczej produkują obuwie głównie w segmencie klasy najwyższej i najdroższej. Kluczem do sukcesu firm obuwniczych w krajach wysokorozwiniętych staje się nie sama produkcja, ale posiadanie sieci dystrybucji, uznawanej marki oraz biur projektowych. Pod tym względem sytuacja Gino Rossi jest korzystna, ponieważ Spółka posiada zarówno znaną markę, jak i rozbudowaną sieć sprzedaży. Spółka jest w stanie opracować rocznie 700-800 wzorów obuwia oraz prowadzi badania marketingowe.

Specyficznym czynnikiem ryzyka związanym ze zmianą regulacji prawnych są regulacje celne i importowe. Regulacje celne wprowadzone w marcu 2006 r. wiążą się w szczególności z importem obuwia skózanego z Chin. Dodatkowy, „karny” obowiązek celny zaczął obowiązywać od 7 kwietnia br. i początkowo na import obuwia skózanego z Chin nałożona została stawka celna w wysokości 4,8 proc., natomiast na import z Wietnamu – stawka w wysokości 4,2 proc. Stawki te będą stopniowo zwiększane, aż 15 września br. osiągną poziom odpowiednio 19,4 proc. i 16,8 proc. Restrykcje nie będą dotyczyć jedynie butów sportowych i klasyfikowanych jako dziecięce - czyli do numeru 37,5. Zmiany prawne wzmocnią krajowych producentów. Oznaczać to może również wzrost cen obuwia importowanego zarówno przez Gino Rossi jak i konkurencyjne firmy z krajów Dalekiego Wschodu. Należy jednak zaznaczyć, że Spółka importuje obecnie z krajów azjatyckich niewielką część sprzedawanego obuwia. Import wyrobów azjatyckich nadal jednak będzie cechował się wysokimi marżami.

Sprzedaż obuwia uzależniona jest od sezonowości popytu – można wyróżnić dwa sezony sprzedaży wiosenno-letni i jesienno-zimowy. Każdy z tych sezonów wymaga przygotowania odrębnej kolekcji, a sprzedaż osiąga szczyt dwukrotnie w ciągu roku, na początku każdego sezonu.

Polski rynek obuwia można podzielić ze względu na sposób dystrybucji na następujące segmenty:

-Sklepy multibrandowe – są to pojedyncze sklepy, niezrzeszone w większej sieci, sprzedające wyroby różnych producentów. Jest to obecnie dominujący, ale pozbawiony możliwości dynamicznego rozwoju sposób dystrybucji obuwia.

-Sieci salonów firmowych – są to sklepy tworzone w formie sieci przez poszczególnych producentów i dystrybutorów obuwia. Klienci mają zaufanie do produktów oznaczonych marką, gwarantującą wyższą jakość. W salonach sprzedawane jest zwykle obuwie o wyższym standardzie i rozpoznawalnej marce. Są to marki takie jak: Gino Rossi, Venezia, Kazar, Ryłko, Prima Moda, Apia, Ecco, Salamander, Bata, Via Roma, Nine West oraz salony firm produkujących markowe obuwie sportowe: Adidas, Nike itp. – przy czym w tym ostatnim przypadku często wzbogacone o dodatkowy asortyment sportowy.

-Sieci sprzedaży tańszego obuwia – są to sklepy sprzedające tanie obuwie o średniej lub niskiej jakości, skierowane do mniej wymagającego klienta. Do tych sieci zalicza się: Ambra, CCC, Deichmann, Inblu, Avanti i Szuz Shop.

-Hipermarkety, sprzedaż bazarowa, i podobne formy – są to sklepy sprzedające głównie obuwie pochodzące zwykle z importu z Dalekiego Wschodu. Obuwie to zwykle jest bardzo niskiej jakości i w niskiej cenie.

Sklepy odzieżowe – są to sklepy, gdzie obuwie jest sprzedawane jako uzupełniający asortyment. Obuwie to ma jakość i cenę zróżnicowaną, ale zwykle zaliczaną do klasy średniej i wyższej. Są to sklepy indywidualne oraz sieci takie jak ZARA, Springfield, Cottonfield.

Produkty Gino Rossi dostępne są w każdym z wspomnianych kanałów sprzedaży oprócz sklepów odzieżowych, najistotniejsze znaczenie dla strategii rozwoju Spółki mają jednak salony i sklepy własne także lokowane za granicą.

## Pozycja marki Gino Rossi

Według badania przeprowadzonego przez instytut badawczy SMG/KRC dla potrzeb „Rankingu Najcenniejszych Polskich Marek” publikowanego przez Rzeczpospolitą, zarówno pod względem prestiżu, jak i pod względem postrzeganej jakości marka Gino Rossi plasuje się na drugim miejscu wśród marek polskich (po marce Wedel).

Model biznesowy oraz strategia rozwoju Gino Rossi oparte są na wizerunku marki. Taka strategia rozwoju na rozdrobnionym i wysoko konkurencyjnym rynku jest kluczowym czynnikiem sukcesu. Budowa silnej marki wymaga wieloletnich nakładów na reklamę i promocję, z tych powodów jest możliwa do zastosowania jedynie w przypadku największych uczestników rynku, gdzie efekty skali pozwalają pokryć koszty reklamy.

Podobny model biznesowy na rozproszonych i konkurencyjnych rynkach posiadają spółki branży odzieżowej: LPP, Artman, Vistula, Wólczanka. Poziom obrotów i zainteresowanie inwestorów rentownymi firmami spośród wymienionych spółek potwierdzają słuszość przyjętej strategii rozwoju w ocenie rynku. W branży odzieżowej Spółki te wyceniane są z premią względem typowych producentów w przemyśle lekkiego Masters, Lentex, Mewa, Orzeł.

Firmami wykorzystującymi markę w strategii sprzedaży w branży meblarskiej są Swarzędz oraz Forte, (choć spółki te nie działają na tak konkurencyjnym rynku jak przemysł odzieżowy), model biznesowy tych Spółek silniej oparty jest także na własnym zapleczu produkcyjnym.

W obszarze nowych technologii uznanymi markami (spośród firm notowanych na naszej giełdzie są lub były: Optimus, Amica, Tonsil, Polar.

Siła marki i jej pozycjonowanie jest mocno uzależnione od cech produktów i towarów, których marka dotyczy. Znaczenie marek, stabilność postrzegania i ich siła rośnie w przypadku produktów, gdzie istotna jest technologia, jakość, bezpieczeństwo, prestiż, zdrowie klientów oraz dla produktów o wydłużonym czasie użytkowania.

Ze względu na cechy produktów, stabilność i siła marki (przy założeniu istnienia powszechnego i szerokiego rynku klientów) zawsze będzie większa dla produktów za kolejnością w branżach: motoryzacyjnej, zaawansowanych technologii, kosmetycznej, farmaceutycznej, następnie np. turystyki niż w branży odzieżowej. Zawansowanie technologiczne oraz bariery wejścia do segmentu sektora lekkiego wykorzystującym w procesie produkcji skóry-materiał trwalszy w użytkowaniu i bardziej podkreślający prestiż- będą dawały zawsze silniejszą pozycję marek względem tych brand'ów, które dotyczą produktów tekstylnych.

Podobnie siła marek (przy takim samym udziale w rynku) w branży motoryzacyjnej jest większa niż w branży skórzanej, a skórzanej większa niż typowej odzieżowej. Stąd w branży odzieżowej na przestrzeni ostatnich lat wypromowano wiele nowych marek, natomiast firmy motoryzacyjne, technologiczne (Polar, Brandt), kosmetyczne, częściej są przejmowane. Firmy operujące na rynku produktów bardziej zaawansowanych technologicznie, rzadziej decydują się na wprowadzenie nowych marek, natomiast chętnie przejmowane są już istniejące brandy o ustalonej renomie. Strategia tworzenia lub przejęć istniejących marek nie wynika tylko z ich siły ale również kosztów i czasu stworzenia wizerunku (czas ten jest bardziej wydłużony dla Spółek zaawansowanych technologicznie i produktów o charakterze prestiżowym). O ile w sektorze lekkim pod warunkiem posiadania własnych kanałów dystrybucji firmy chętnie wprowadzają nowe marki, to już LZPS i Sanwil działające w obszarze produktów skórzanych pozyskują nowych inwestorów branżowych. Dynamiczny wzrost i atrakcyjność sektora lekkiego wzbudziła zainteresowanie także ze strony zagranicznych inwestorów. Kupnem 25% akcji Sanwila zainteresowany jest irlandzki inwestor TRIMPROOF; BGK- największy udziałowiec LZPS znalazł inwestora na posiadany pakiet akcji, a zaangażowanie zwiększa także Lubawa.

Posiadana marka na rozproszonym rynku jest kluczowym czynnikiem sukcesu, jednak nadal istotny pozostaje rynek produktu. Dlatego Optimus pomimo bardzo silnej marki, w strategii rozwoju zdecydował się zrezygnować z handlu sprzętem komputerowym na rzecz bardziej atrakcyjnego i jednocześnie szerokiego rynku urządzeń elektronicznych (odtwarzacze MP3, notebooki)

## Produkty oraz rynki zaopatrzenia i zbytu na których działa Gino Rossi

Gino Rossi jest spółką handlową, ale także producentem ekskluzywnego obuwia skózanego oraz torebek. Spółka podlega sezonowości działań polegających na przygotowywaniu w każdym roku dwóch kolekcji sprzedażowych. Kolekcje te są przygotowywane jako kolekcje wiosenno-letnia i jesienno-zimowa. Proces planowania i przygotowywania kolekcji rozpoczyna się na kilka miesięcy przed rozpoczęciem każdego sezonu. Najlepszymi kwartałami w roku dla branży pod względem wielkości sprzedaży są drugi i czwarty. Sezonowość Spółki jest nieco odmienna, sprzedaż do odbiorców końcowych jest najwyższa w drugim i czwartym kwartale, ale sprzedaż do pozostałych kanałów dystrybucji odbywa się wcześniej i jest najwyższa w pierwszym i trzecim kwartale. Dla Spółki więc najlepsze pod względem wartości sprzedaży są kwartały pierwszy i trzeci.

Kontraktacja kolekcji wiosenno-letniej dla odbiorców odbywa się etapami od września do listopada. Produkcja wybranych modeli rozpoczyna się w listopadzie i trwa do kwietnia. Sprzedaż butów z kolekcji wiosenno-letniej odbywa się głównie w pierwszej połowie roku. Kontraktacja kolekcji jesienno-zimowej dla odbiorców odbywa się etapami od marca do maja. Produkcja wybranych modeli rozpoczyna się w maju i trwa do listopada. Sprzedaż butów z kolekcji jesienno-zimowej odbywa się w drugiej połowie roku.

Z uwagi na wspomniane wyżej cykl działań, występują w ciągu roku istotne wahania wielkości sprzedaży obuwia oraz wielkości zapasów materiałów do produkcji, a także wyrobów gotowych. Najwyższe stany zapasów występują pod koniec pierwszego i trzeciego kwartału, kiedy Spółka gromadzi produkty i towary przed sezonowym wzrostem sprzedaży. Sezonowy wzrost sprzedaży następuje na wiosnę (kolekcja wiosenno-letnia) oraz na jesieni (kolekcja jesienno-zimowa).

Opisany cykl działań powoduje też pewne okresowe zmiany w strukturze bilansu. W szczytowych okresach (a więc pod koniec I i III kwartału) pojawia się bowiem zwiększone zapotrzebowanie na środki obrotowe, co powoduje, iż Spółka ponosi koszty krótkoterminowych zobowiązań (w tym kredytów) na pokrycie okresowego ich wzrostu.

W najbliższych latach, tzn. w perspektywie lat 2006 - 2008, w związku z planowanym rozszerzeniem sieci sprzedaży, Gino Rossi oczekuje dalszego zwiększenia przychodów oraz kapitału obrotowego, w tym zapasów.

Spółka realizuje największą sprzedaż na Mazowszu, w Wielkopolsce, na Śląsku i w Małopolsce. Wynika to z faktu, iż salony firmowe lokalizowane są w regionach o dużym potencjale nabywczym (głównie w największych polskich aglomeracjach).

Największe znaczenie w działalności eksportowej Emitenta mają cztery kraje: Litwa, Niemcy, Rosja i Ukraina, do których sprzedaż stanowiła razem blisko  $\frac{3}{4}$  eksportu w roku 2005.

### Struktura eksportu:

Kierunki eksportu, region:	2003		2004		2005	
	ilość	%	ilość	%	ilość	%
Europa Środkowo-Wschodnia	28 685	69,2%	21 332	66,7%	19 289	49,3%
Rosja	9 772	23,6%	3 878	12,1%	7 108	18,2%
Kraje Europy Zachodniej, w tym:	1 625	3,9%	3 502	10,9%	8 731	22,3%
Niemcy	803	1,9%	3 186	10,0%	7 118	18,2%
Ameryka Północna	843	2,0%	2 114	6,6%	2 058	5,3%
Australia	-	0,0%	641	2,0%	1 885	4,8%
Pozostałe	515	1,2%	533	1,7%	74	0,2%
<b>Razem</b>	<b>41 440</b>	<b>100,0%</b>	<b>32 000</b>	<b>100,0%</b>	<b>39 145</b>	<b>100,0%</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego.

Wysoka jakość wyrobów Gino Rossi doceniona została w 18 krajach. Eksport stanowił przeciętnie 10% sprzedaży ogółem. W strukturze eksportu rośnie znaczenie najrentowniejszych regionów (np. Niemcy). Dla porównania giełdowy konkurent, Spółka CCC obecna jest za granicą w Czechach (7 sklepów) a wartość eksportu znajdowała się na poziomie 3% przychodów ogółem. Znaczna część surowców do produkcji oraz towarów do sprzedaży pochodzi z importu (35%). Większa część tego importu jest rozliczana w euro, jednakże w przyszłości większego znaczenia mogą nabrać również rozliczenia dolarowe. W związku z tym Spółka może być narażona na ryzyko związane z wahaniami kursów walutowych. Ryzyko to jest znacznie zmniejszone przez realizowanie części sprzedaży

na rynkach zagranicznych, gdzie rozliczenie następuje głównie w euro. Spółka ogranicza również ryzyko związane ze zmianą kursów walutowych za pomocą instrumentów pochodnych.

### **Strategia i plany rozwoju**

Strategia działania Spółki ma na celu stabilny i dynamiczny wzrost wartości dla akcjonariuszy. Rozwój będzie dokonywał się poprzez wzrost sprzedaży oraz rentowności. Sukces Spółki ma być oparty na sprawdzonych modelach biznesowych w segmencie firm odzieżowych oraz obuwniczych i skórzanych.

Wzrost sprzedaży związany jest z rozwojem sieci dystrybucji, zwiększonym eksportem, umacnianiem się marki Gino Rossi na rynku, wprowadzaniem nowych marek, poprawą koniunktury gospodarczej oraz zamożności społeczeństwa. Spółka planuje, że w latach 2006-2008 nastąpi dalszy intensywny rozwój salonów firmowych Gino Rossi (przynajmniej 24 salony firmowe w Polsce i 20 poza granicami Polski, głównie w Niemczech).

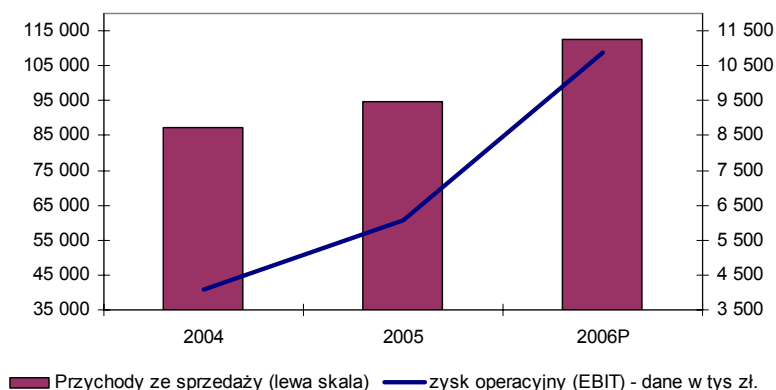
Wzrost rentowności jest osiągnięty dzięki zmianom profilu działalności, proces przekształceń przebiega bardziej w kierunku Spółki handlowej niż produkcyjnej wykorzystującej tańsze źródła zaopatrzenia w wysokiej jakości wyroby. Najbardziej prac- i kosztochłonne etapy produkcji w miarę możliwości będą zlecane także krajowym podmiotom zewnętrznym. Outsourcowanie usług zmniejszy ryzyko ponoszenia wysokich kosztów stałych w przypadku ewentualnego załamania na rynku. Gino Rossi wzorem największych globalnych koncernów także zamierza wykorzystać potencjał azjatyckich rynków oraz pozyskać produkty najwyższej jakości z rynków Dalekiego Wschodu.

Sprzedaż Spółki także jest pozycjonowana w najbardziej rentownych obszarach geograficznych oraz produktowych (obuwie damskie). Efekty skali związane z wzrostem wolumenu produkcji są dynamiczniejsze dla Gino Rossi niż dla firm działających w niższych segmentach rynku. Dbalność o jakość związana jest jednocześnie z wyższym relatywnie udziałem kosztów stałych (wzgl. zmiennych) w strukturze kosztów ogółem. Jednak dzięki temu, po przekroczeniu progu rentowności, dynamika wzrostu wyniku operacyjnego i netto jest znacznie szybsza niż wzrost sprzedaży (w odniesieniu do spółek o wysokim udziale kosztów zmiennych). Równoległe z tendencją dotyczącą outsourcowania produkcji, dokonuje się również proces odchodzenia od modelu tradycyjnego przedsiębiorstwa, w kierunku modelu przedsiębiorstw zarządzających markami. Gino Rossi promuje nową markę w średnim segmencie cenowym G&R.

Kluczowym wyznacznikiem decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez Spółkę jest ocena realizacji odpowiedniej stopy zwrotu. Spółka nie wyklucza również zawarcia w przyszłości aliansów bądź inwestycji kapitałowych z podmiotami, które umożliwiłyby Spółce uzyskanie efektów synergii i zwiększenie wartości dla jej akcjonariuszy.

## Prognozy

Zarząd Gino Rossi prognozuje wzrost sprzedaży w 2006 roku do poziomu 112 mln zł. Oczekiwana dynamika wzrostu wyniku operacyjnego oraz zysku netto (podobnie jak to miało miejsce w poprzednich latach) jest znacznie szybsza. Zysk operacyjny wraz z amortyzacją (EBITDA) ma wynieść 13,4 mln zł w 2006 roku.



Prognozy	2005		2006P	
	tys zł	dynamika (%)	tys zł	dynamika (%)
Przychody ze sprzedaży netto	94 732	+8,5%	112 330	+18,6%
Zysk z działalności operacyjnej EBIT	6 085	+49,6%	10 893	+79%
EBITDA	8 058	+53,3%	13 409	+66,4%
Zysk netto	1 966	-	6 473	+229,2%
Kapitał własny*	8 716	+26,1%	58 409	+570,1%

\*założono cenę emisyjną 13 zł. Po emisji Akcji serii C, D i E.  
źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego.

## Analiza Finansowa

Podstawowe dane finansowe Grupy Kapitałowej wskazują na systematyczny wzrost wartości sprzedaży. Marka Gino Rossi funkcjonuje od 1992 roku. Wysoka jakość produktów i pozycjonowanie ich w ekskluzywnym segmencie „premium” pozwalały Spółce dynamicznie zwiększać sprzedaż i udział w rynku od pierwszych lat funkcjonowania. Na poziomie operacyjnym Spółka wypracowywała zysk EBIT i EBITDA nawet w okresie znacznie słabszej koniunktury (do roku 2003). Nieznaczna strata netto na poziomie -16 tys. zł w 2004 roku wynika z niekorzystnych różnic kursowych walut.

### Podstawowe dane finansowe Grupy Kapitałowej Gino Rossi

Wyszczególnienie	2003	2004	2005
Przychody ze sprzedaży	79 212	87 329	94 732
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	23 671	29 014	35 019
EBITDA (wynik operacyjny + amortyzacja)	4 283	5 258	8 058
EBIT (wynik operacyjny)	3 161	4 068	6 085
Wynik finansowy netto	-3 799	-16	1 966
Aktywa razem	50 911	47 398	47 829
Zobowiązania razem	41 769	39 438	37 561
Zobowiązania długoterminowe	528	279	9 647
Zobowiązania krótkoterminowe	41 241	39 159	27 914
Rezerwy na zobowiązania	351	382	513
Kapitał własny (aktywa netto)	8 187	6 913	8 716

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego

W ostatnich latach istotnemu obniżeniu uległy zobowiązania krótkoterminowe. Poprawiła się również struktura zadłużenia zewnętrznego, które w coraz większym stopniu ma charakter długoterminowy.

Strategia ukierunkowana na pozycjonowanie w bardziej rentownych segmentach działalności przynosi korzyści już od kilku lat. Dynamika wzrostu zysku operacyjnego (EBIT) oraz EBITDA w analizowanych okresach narasta znacznie dynamiczniej niż przychody ze sprzedaży.

<i>Gino Rossi (GK)</i>	2003	2004		2005		2006P**	
	tys. zł	tys. zł	dynamika (%)	tys. zł	dynamika (%)	tys. zł	dynamika (%)
Przychody ze sprzedaży netto	79 212	87 329	+10,2%	94 732	+8,5%	112 330	+18,6%
Zysk z działalności operacyjnej EBIT	3 161	4 068	+28,7%	6 085	+49,6%	10 893	+79%
EBITDA	4 283	5 258	+22,8%	8 058	+53,3%	13 409	+66,4%
Zysk netto	-3 799	-16	-	1 966	-	6 473	+229,2%
Kapitał własny*	8 187	6 913	-15,6%	8 716	+26,1%	58 409	+570,1%

\*założono cenę emisyjną 13 zł. Po emisji Akcji serii C, D i E.

\*\*prognozy Zarządu

Źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego

Wzrost zaufania do marki oraz wyższa rentowność eksportu także w przyszłości poprawią efektywność. Gino Rossi wzorem spółek sektora lekkiego oraz firm zagranicznych znajduje się w procesie odchodzenia od modelu tradycyjnego przedsiębiorstwa produkcyjnego, w kierunku modelu przedsiębiorstw handlowych zarządzających własnymi markami oraz zwiększającymi obrót towarami.

Zmiany w strukturze sprzedaży Gino Rossi.

	2004/2003	2005/2004
dynamika sprzedaży produktów	+14,8%	-1,5%
dynamika sprzedaży towarów	+5,5%	+19,6%

Źródło: obliczenia własne na podstawie Prospektu Emisyjnego

Efekty skali, zmiany w strukturze sprzedaży oraz zaopatrzenia, rozwój eksportu, skutkują postępującą poprawą rentowności wszystkich istotnych wskaźników efektywności od 2003 roku.

Wskaźniki rentowności Gino Rossi

<i>Gino Rossi (GK)</i>	2003	2004	2005	2006P*
Rentowność kapitałów własnych (ROE)**	b.d.	-0,2%	+28,4%	+74,3%
Rentowność aktywów (ROA)**	b.d.	-0,03%	+4,1%	+13,5%
Rentowność operacyjna (ROS)	+4%	+4,7%	+6,4%	+9,7%
Rentowność EBITDA	+5,4%	+6%	+8,5%	+11,9%
Rentowność netto	-4,8%	-0,02%	+2,1%	+5,8%

\*na podstawie prognoz Gino Rossi, zakładana cena emisyjna 13 zł.

\*\*kapitał własny i aktywa na początek okresu (roku)

Źródło: obliczenia własne na podstawie Prospektu Emisyjnego

Pomimo bardzo konkurencyjnego rynku, wysoka rentowność Spółki nie jest odosobnionym przypadkiem. Efektywność i atrakcyjność zblizonej strategii rozwoju CCC – konkurencyjnej spółki obuwniczej została słusznie doceniona przez inwestorów giełdowych. CCC choć działa w niższych segmentach rynku obuwniczego, także rozwija eksport oraz sieć sprzedaży, próbuje wykreować własną markę.

Prognozowana dynamika wzrostu Gino Rossi jest znacznie szybsza niż giełdowego konkurenta CCC, przy atrakcyjniejszych wskaźnikach wyceny rynkowej (nawet dla ceny maksymalnej 13 zł).

## Dynamika wzrostu spółek obuwniczych

dane w tys. zł	Gino Rossi			CCC		
	2005	2006P	dyn. r/r (%)	2005	2006P	dyn. r/r (%)
Przychody ze sprzedaży	94 732	112 330	+18,6	343 718	412 000	+19,9
Zysk operacyjny EBIT*	6 085	10 893	+79	54 783	75 309	+37,5
Zysk netto	1 966	6 473	+229,2	43 514	61 000	+40,2
Amortyzacja**	1 973	2 516	+27,5	3 895	3 895	b.p.
EBITDA	8 058	13 409	+66,4	58 678	79 204	+35
Kapitał własny***	8 716	58 409	+570,1	167 970	228 970	+36,3
Aktywa	47 829	b.p.	-	208 930	b.p.	-
liczba akcji (tys szt)	9 631	13 171	+36,8	38 400	38 400	-
cena na dzień 2006-06-05, lub max emisji.	13,00 zł	13,00 zł	-	43,75 zł	43,75 zł	-
P/S	1,3	1,5	-	4,9	4,1	-
P/EBIT	20,6	15,7	-	30,7	22,3	-
P/E	63,7	26,5	-	38,6	27,5	-
P/EBITDA	15,5	12,8	-	28,6	21,2	-
P/BV	14,4	2,9	-	10,0	7,3	-

O ile nie podano oficjalnych prognoz Zarządu CCC:

\*zysk operacyjny kalkulowano zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie 19% oraz brak wpływu na wynik działalności finansowej i pozaoperacyjnej

\*\*amortyzację przyjęto na poziomie ubiegłorocznej

\*\*\*prognozowany poziom kapitałów własnych zakłada brak wypłaty dywidendy

Źródło: obliczenia własne na podstawie Prospektu Emisyjnego, zakładana cena emisyjna Gino Rossi 13 zł, po emisji akcji serii C, D i E.

Realizacja strategii, pozwoliła Gino Rossi w ostatnim kwartale osiągnąć i przekroczyć pułap rentowności EBITDA wypracowany przez CCC. Należy jednak zaznaczyć, iż pierwszy kwartał jest słabszy w branży obuwniczej ze względu na sezonowość. Natomiast sezonowość Gino Rossi jest nieznacznie przesunięta w czasie względem sektora, spółka tradycyjnie osiąga najlepsze wyniki w pierwszym kwartale. Wiarygodne porównanie tych dwóch firm z uwagi na odmienną sezonowość będzie możliwe po dwóch kwartałach.

## Wskaźniki sezonowości sprzedaży dla CCC i Gino Rossi

kwartał	Indeks sezonowości, (czynnik unormowany)	
	GR*	CCC
I	1,28	0,81
II	0,68	1,12
III	1,29	0,97
IV	0,75	1,10

\*wskaźnik sezonowości dla Gino Rossi został skalkulowany na podstawie wolumenu sprzedaży.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Prospektu Emisyjnego oraz danych Notoria Service.

Wskaźnik sezonowości na poziomie 1,28 dla Gino Rossi dla pierwszego kwartału oznacza, iż przeciętna sprzedaż Spółki w pierwszym kwartale jest wyższa o 28 % od przeciętnej kwartalnej w roku. Dla CCC natomiast najlepszym kwartałem jest kwartał drugi. Statystyka wskazuje, iż Gino Rossi ma najlepszy (pod względem wartości przychodów) trzeci kwartał w roku jeszcze przed sobą. Wyższy udział kosztów stałych w strukturze powoduje, iż wynik netto i operacyjny Gino Rossi jest silniej uzależniony od zmienności poziomu sprzedaży niż w CCC. Ze względu na koszty finansowe pojawiające się w drugim kwartale (koszty obsługi zwiększonego zapotrzebowania na kapitał obrotowy) pomimo dodatniego wyniku operacyjnego, w drugich kwartałach lat ubiegłych Spółka odnotowywała nawet niewielkie straty netto. Wzmocnienie kapitałowe Spółki po emisji poprawi obecną sytuację. Proces wzrostu znaczenia działalności handlowej zwiększy udział kosztów zmiennych w kosztach ogółem oraz będzie stabilizował w większym stopniu wyniki Gino Rossi.

Wstępne niezwyfikowane przez rewidentów wyniki Gino Rossi po IQ'2006 oraz dane CCC.

dane w tys zł	Gino Rossi				CCC				
	2005	2006P	IQ2006	wykonanie progn. po IQ2006	2005	IQ2005	2006P	IQ2006	wykonanie progn. po IQ2006
Przychody ze sprzedaży netto	94 732	112 330	29 849	<b>26,6%</b>	343 718	62 476	412 000	68 093	<b>16,5%</b>
Zysk operacyjny EBIT	6 085	10 893	4 088	<b>37,5%</b>	54 783	7 696	75 309	4 967	<b>6,6%</b>
EBITDA	8 058	13 409	4 598	<b>34,3%</b>	58 678	8 482	79 204	6 218	<b>7,9%</b>
Zysk netto	1 966	6 473	2 711	<b>41,9%</b>	43 514	5 380	61 000	4 164	<b>6,8%</b>
liczba akcji (tys szt)	9 631	13 171	9 631	-	38 400	38 400	38 400	38 400	-
rentowność EBITDA	8,5%	11,9%	<b>15,4%</b>	-	17,1%	13,6%	19,2%	<b>9,1%</b>	-
ROE	28,4%	74,3%	b.d.	-	34,6%	27,0%	36,3%	25,3%	-

Założenia przyjęte w obliczeniach:

-rentowność ROE wg stanu kapitałów własnych na początek okresu (dla CCC i Gino Rossi);

-kalkulacja rentowności EBITDA dla CCC na rok 2006P z powodu braku szczegółowych prognoz Zarządu zakłada ubiegłoroczny poziom amortyzacji;

-prognozowana wartość zysku operacyjnego dla CCC na rok 2006P z powodu braku szczegółowych prognoz Zarządu zakłada efektywną stopę podatkową na poziomie 19% oraz brak wpływu na wynik działalności finansowej i pozaoperacyjnej.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Prospektu Emisyjnego, wstępnych niezwyfikowanych danych Gino Rossi po IQ'06 oraz serwisów Notoria i Parkiet.

Po pierwszym kwartale 2006 roku według nie zweryfikowanych jeszcze przez biegłych rewidentów wstępnych danych, Gino Rossi wypracował 26,6% prognozowanych przychodów ze sprzedaży oraz 41,9% prognozowanego na cały rok wyniku netto. Ze względu na odmienną (nieznacznie przyspieszoną) sezonowość, wiarygodnych porównań z branżą będzie można dokonać po półroczu. Spółka odczuła także pozytywne efekty przeprowadzonej kampanii reklamowej. Po zintensyfikowaniu nakładów inwestycyjnych związanych z emisją publiczną można oczekiwać dalszego dynamicznego wzrostu.

Wstępne wybrane niezwyfikowane przez rewidentów wyniki Gino Rossi po IQ'2006

Wyszczególnienie (tys. zł)	IQ 2006 r.
Przychody ze sprzedaży netto	29 849
Zysk z działalności operacyjnej EBIT	4 088
EBITDA	4 598
Stopa rent. EBIT	13,7%
Stopa rent. EBITDA	15,4%
Zysk netto	2 711
Stopa rent. zysku netto	9,1%

źródło: Aneks do Prospektu Emisyjnego opublikowany w dniu 2006-06-08.

## Wycena porównawcza

Wycena metodą porównawczą z polskimi giełdowymi spółkami obuwicznymi jest utrudniona ze względu na brak zbliżonych modeli biznesowych wśród spółek publicznych. Pewnych analogii można się doszukiwać w CCC oraz wśród spółek sektora odzieżowego, których strategia rozwoju oparta jest na budowaniu wizerunku oraz kreowaniu nowych marek. Należy jednak zaznaczyć, iż Gino Rossi w momencie osiągnięcia zbliżonych poziomów rentowności powinno być wyceniane z premią względem CCC ze względu na: pozycjonowanie w wyższym cenowo segmencie rynku; większe doświadczenie eksportowe; wysoką jakość produkowanych wyrobów. Statystyki aktualne i historyczne wskazują, iż spółki sektora odzieżowego wyceniane są z dyskontem względem firm, które wykorzystują skóry jako surowiec w produkcji, ze względu na wspomniane wcześniej wyższe bariery wejścia oraz silniejsze pozycje marek wyrobów skórzanych. Spółką obuwniczą jest także LZPS Protector, jednak firma ta koncentruje się w większym stopniu na produkcji, nie posiada tak silnego wizerunku i marki, produkuje inny rodzaj obuwia, posiada inną organizację sprzedaży oraz o ile nie podejmie działań marketingowych zagrożona jest relatywnie niską dynamiką wzrostu ze względu na spadek zamówień służb mundurowych.

Zestawienie porównawcze oparte jest na spółkach o wiarygodnym poziomie obrotów, płynnych, rentownych, według sprawozdań skonsolidowanych (o ile spółki prezentowane publikują takie raporty). Zestawienie porównawcze ma charakter prospektywny i dotyczy prognoz Zarządów na rok 2006 o ile były one publikowane (w przeciwnym wypadku prezentujemy wyniki zannualizowane po IQ'2006r).

## Prognozy spółek sektora lekkiego:

<b>2006P</b> dane w tys. zł	<b>Artman</b>	<b>CCC</b>	<b>LPP</b>	<b>Wólczanka</b>
Przychody ze sprzedaży	<b>200 000</b>	<b>412 000</b>	<b>820 000</b>	<b>105 256</b>
Zysk operacyjny EBIT*	7 407	75 309	<b>57 000</b>	<b>11 985</b>
Zysk netto*	<b>6 000</b>	<b>61 000</b>	46 170	<b>7 532</b>
Amortyzacja**	4 818	3 895	30 769	3 087
EBITDA	12 225	79 204	87 769	15 072
Kapitał własny***	42 807	228 970	279 166	42 754

dane prezentowane czcionką wytłuszczoną odnoszą się do prognoz Zarządów.

źródło: prognozy Zarządów spółek uzupełnione prognozami własnymi opartymi na następujących założeniach:

\*zysk netto lub wynik operacyjny kalkulowano zakładając dla wszystkich spółek efektywną stopę podatkową na poziomie 19% oraz brak wpływu działalności pozaoperacyjnej na wynik,

\*\*amortyzację przyjęto na poziomie ubiegłorocznej,

\*\*\*prognozowany poziom kapitałów własnych zakłada brak wypłaty dywidendy.

Dla spółek handlowych relatywnie większego znaczenia w procesie wyceny (względem firm produkcyjnych) nabiera relacja kapitalizacji do sprzedaży (P/S). Uważamy, iż kluczowym czynnikiem sukcesu dla strategii rozwoju jest posiadana marka i wizerunek Spółki, a nie technologia lub majątek firmy, stąd waga wskaźnika P/S powinna być wyższa niż relacji P/BV. W przyjętych wycenach waga wskaźnika P/S wynosi 30%. Wagi dla wyniku netto i operacyjnego łącznie stanowią 60% w wycenie. Ze względu na ostrożność na podstawie statystyk, zastosowano wartości krytyczne, które dyskryminują wskaźniki wyceny rynkowej, jak w poniższej tabeli:

P/S	<5
P/EBIT	<40
P/E	<40
P/EBITDA	<30
P/BV	<4

Unikamy posługiwania się wskaźnikami wartości ekonomicznej EV np. popularnego EV/EBITDA dla spółek handlowych ze względu na brak danych w jakiej części należności i zobowiązania ogółem związane są np. z kredytem kupieckim spółek i ich kontrahentów. Brak danych dotyczących wielkości zadłużenia odsetkowego wynika także z faktu, iż nie wszystkie Spółki opublikowały raporty roczne. Zestawienie porównawcze zawiera wyniki firm: Artman (spółka posiada w swojej strategii rozwój sprzedaży obuwia oraz prowadziła już taką działalność przed upublicznieniem); CCC; LPP; LZPS Protector; Vistula oraz Wólczanka. Względem tak prezentowanego zestawienia Gino Rossi powinien liczyć na premię ze względu na: działalność, która w mniejszym stopniu wykorzystuje tkaniny jako surowiec w produkcji (względem Artman), rozpoznawalną markę i działalność bardziej pozycjonowaną w obszarze wyrobów skórzanych (względem Artman, Vistuli i Wólczanki), rozwój działalności handlowej oraz odmienną strategię sprzedaży obuwia (premia względem LZPS).

Zysk netto*	Gino Rossi	wartości przeciętne dla spółek z branży	Artman	CCC	LPP	LZPS	Vistula	Wólczanka
	2006P		2006P	2006P	2006P	po IQ'06	po IQ'06	2006P
Przychody ze sprzedaży	112 330	282 611	200 000	412 000	820 000	27 321	131 087	105 256
Zysk operacyjny EBIT*	10 893	27 820	7 407	75 309	57 000	196	15 022	11 985
Zysk netto*	6 473	22 225	6 000	61 000	46 170	7	12 638	7 532
Amortyzacja**	2 516	8 184	4 818	3 895	30 769	1 252	5 280	3 087
EBITDA	13 409	36 003	12 225	79 204	87 769	1 448	20 302	15 072
Kapitał własny***	58 409	112 677	42 807	228 970	279 166	15 085	67 282	42 754
liczba akcji (tys szt)	13 171	-	4 251	38 400	1 704	1 561	4 885	1 798
notowania (2006-06-05), cena emisyjna dla G.R.	13,00 zł	-	27,50 zł	43,60 zł	530,00 zł	40,00 zł	49,20 zł	64,80 zł
P/S	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	0,6	4,1	1,1	2,3	1,8	1,1
P/EBIT	<b>15,7</b>	<b>15,9</b>	15,8	22,2	15,8	318,5	16,0	9,7
P/E	<b>26,5</b>	<b>20,2</b>	19,5	27,4	19,6	8 918,7	19,0	15,5
P/EBITDA	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	9,6	21,1	10,3	43,1	11,8	7,7
P/BV	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	2,7	7,3	3,2	4,1	3,6	2,7
rentowność EBITDA	<b>11,9%</b>	<b>11,9%</b>	6,1%	19,2%	10,70%	5,30%	15,49%	14,3%
ROS (rentowność operacyjna EBIT)	<b>9,7%</b>	<b>6,7%</b>	3,0%	14,8%	5,63%	0,03%	9,64%	7,2%

O ile nie podano oficjalnych prognoz Zarządów spółek konkurencyjnych:

\*zysk operacyjny kalkulowano zakładając efektywną stopę podatkową na poziomie 19% oraz brak wpływu na wynik działalności finansowej i pozaooperacyjnej,

\*\*amortyzację przyjęto na poziomie ubiegłorocznej,

\*\*\*prognozowany poziom kapitałów własnych zakłada brak wypłaty dywidendy.

Wycena Gino Rossi na dzień: 2006-06-05	2006P*	śr sektor** (wart. mnożników)	waga
Przychody ze sprzedaży	112 330	<b>1,8</b>	3
Zysk operacyjny EBIT	10 893	<b>15,9</b>	3
Zysk netto	6 473	<b>20,2</b>	3
Kapitał własny	58 409	<b>3,1</b>	1
<b>wycena porównawcza Gino Rossi:</b>		<b>12,97 zł</b>	

\*po emisji, dane finansowe wg prognoz Gino Rossi (źródło: Prospekt Emisyjny)

\*\*sektor reprezentują Artman, CCC, LPP; LZPS, Vistula, Wólczanka wg danych finansowych zgodnie z opisem raportu.  
źródło: opracowanie własne na podstawie Prospektu Emisyjnego, danych finansowych Notoria oraz serwisu Parkiet.

Zestawienie komparatywne mające na celu wycenę jest jednym z najbardziej konserwatywnych i ostrożnych konfiguracji porównań w sektorze lekkim (istnieje „nadreprezentacja” spółek posiadających rozpoznawalne marki odzieżowe, natomiast brak jest marek wyrobów skórzanych - marki te są stabilniejsze oraz posiadają silniejszy wizerunek). Szacowana wartość walorów Gino Rossi wynosi **12,97 zł**. (taka sama wycena według „konkurencyjnych” spółek po pierwszym kwartale bez uwzględnienia prognoz daje wycenę na poziomie 17,01 zł). Zestawienie jest bardzo ostrożne, np. wyłączenie spółek odzieżowych (tak aby liczebność spółek handlowych względem produkcyjnych skórzanych odpowiadała proporcji przychodów ze sprzedaży towarów względem produktów z pozostawieniem Artman S.A. - firma prowadzi także sprzedaż obuwia) zwiększa poziom wyceny z 12,97 do 15,30 zł.

Analiza historycznych notowań wskazuje na istotne premie w wycenach przyznawane spółkom branży skórzanej (nawet wyższe niż dla spółek wykorzystujących w strategii sprzedaży markę), stąd uwzględnienie w zestawieniu porównawczym zbyt licznej reprezentacji firm odzieżowych w nieusprawiedliwiony sposób zaniża wycenę. Kierujemy się jednak ostrożnym podejściem do wycen. Wycena wykonana została wg cen rynkowych spółek po zapoczątkowanej w dniu 22 maja (WIG - 5,33%) silnej korekcie w dół. Wyceny oparte na średnich notowaniach z miesiąca maja zamiast na dzień 5 czerwca, także nieznacznie zwiększają szacowaną wartość walorów Gino Rossi. Powrót notowań do trendu wzrostowego, będzie więc sprzyjał także spółkom sektora lekkiego znajdujących się w dobrej kondycji finansowej oraz Gino Rossi. Przyjęty poziom wyceny metodą porównawczą na poziomie **12,97 zł** za każdy walor Spółki uważamy za najbardziej ostrożny i konserwatywny metodologicznie.

Wycenę walorów Gino Rossi na poziomie wyższym niż 12,97 zł oraz uzyskane wskaźniki wyceny potwierdzone są także przez transakcje pakietowe z dnia 17 maja (oraz późniejsze) dotyczące akcji LZPS Protector. Sprzedającym istotny pakiet akcji w cenie 29 zł był Bank Gospodarstwa Krajowego.

Wskaźniki wyceny rynkowej LZPS dla ceny 29 zł.

<b>P</b>	<b>29,0 zł</b>
P/E	101,7
P/EBIT	70,6
P/EBITDA	24,0
P/S	1,7
P/BV	2,9

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Notoria Service (wg danych rocznych dostępnych na dzień transakcji)

Ze względu na m.in. na wyższą rentowność, uznaną markę, dynamiczny rozwój, uważamy iż walory Gino Rossi powinny być wyceniane z premią względem LZPS.

Wskaźniki wyceny rynkowej dla Gino Rossi dla maksymalnej i minimalnej ceny emisyjnej.

Wskaźniki wyceny rynkowej Gino Rossi	2006P*	
P/E	20,3	26,5
P/EBIT	12,1	15,7
P/EBITDA	9,8	12,8
P/S	1,2	1,5
P/BV	2,3	2,9
zakładana cena emisyjna:	<b>10,00 zł</b>	<b>13,00 zł</b>

\*po emisji Akcji serii C, D i E, na podstawie prognoz Zarządu

Źródło: obliczenia własne.

## Wycena metodą DCF

Wycena metodą DCF zakłada wzrost sprzedaży spowodowany rozwojem sieci dystrybucyjnej, zwiększenie w strukturze sprzedaży obrotu towarami.

### Prognozowany rozwój sieci dystrybucyjnej Gino Rossi

[sklepów na koniec okresu]	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Sklepy firmowe razem</b>	<b>60</b>	<b>70</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>129</b>	<b>139</b>	<b>142</b>	<b>145</b>	<b>148</b>	<b>151</b>
Sklepy własne, w tym:	13	14	21	29	37	42	45	46	47	48	49
Sklepy spółkowe krajowe, w tym należące do:	17	19	20	21	22	23	26	26	26	26	26
Sklepy firmowe zagraniczne, w tym:	5	10	14	20	28	33	37	38	39	40	41
Sklepy spółkowe Lugano GmbH	0	0	1	5	13	18	22	23	24	25	26
<b>Inne sklepy</b>	<b>167</b>	<b>160</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>230</b>	<b>235</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>

Nakłady inwestycyjne związane z rozwojem sklepów i ich zatowarowaniem dotyczą tylko sklepów własnych oraz spółkowych (tzn. należących do Grupy Kapitałowej). Gino Rossi nie ponosi kosztów nakładów w majątek obrotowy do sklepów obcych lub franchisingowych. Prognozowane nakłady w wyposażenie sklepów własnych zakładają coroczny koszt modernizacji piętnastu salonów rocznie (koszt każdego 70 tys. zł). Koszt wyposażenia każdego otwieranego sklepu wynosi 140 tys. zł (koszty aktualizowane o wskaźnik inflacji) w Polsce i 200 tys. zł za granicą.

Planowane nakłady inwestycyjne w majątek trwały w latach 2006-2008 mają wynieść 6 mln zł, znaczną część tych wydatków stanowi koszt magazynu (amortyzowany przez 10 lat).

Wycena metodą DCF została skalkulowana dla wskaźnika beta na poziomie 1,1, stopa wzrostu „g” po okresie oznaczonej prognozy wynosi 1,5 % (poziom zbliżony do inflacji). Przepływy w pierwszym roku prognozy dyskontowane są stopą adekwatną do pozostałego do końca roku czasu – pół roku. Przewidujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 21% ze względu na wyższe opodatkowanie dochodów osób prawnych uzyskanych na terenie Niemiec (38,29%).

**Kalkulacja WACC**

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
stopa wypłaty dywidendy	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Dług oprocentowany do kapitałów własnych	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inflacja średnioroczna	2,20%	1,90%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,90%	1,90%
Stopa wolna od ryzyka (%)	4,8	4,5	4,0	4,3	4,5	5,0	5,3	5,3
Premia rynkowa (%)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,5
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Koszt długu po opodatkowaniu (%)	6,1	5,8	5,1	5,4	5,8	6,4	6,7	6,7
Koszt kapitału własnego (%)	10,3	10,0	9,5	9,8	10,0	10,5	10,8	11,3

**Wycena DCF**

efektywna stopa podatkowa:

21,0%

**Prognoza wolnych przepływów pien.  
rok prognozy (t)**

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>1. PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY (GK)</b>	118 740	140 917	159 264	177 858	189 709	202 965	216 271	231 980
<b>2. Koszty działalności operacyjnej</b>	108 053	126 734	140 319	156 054	166 074	177 255	187 924	198 798
<b>3. Zysk z działalności operacyjnej</b>	10 687	14 184	18 945	21 804	23 635	25 710	28 346	33 182
4. Skorygowany podatek od zysku na sprzedaży	2 244	2 979	3 978	4 579	4 963	5 399	5 953	6 968
5. Amortyzacja	2 339	3 266	3 529	3 746	3 522	3 272	2 822	2 659
<b>6. Strumień pieniężny brutto (3-4+5)</b>	10 781	14 471	18 495	20 972	22 194	23 583	25 215	28 873
7. Nakłady inwestycyjne w majątek trwały i prace rozw.	9 660	6 846	6 659	5 478	4 584	5 021	5 060	2 659
8. Inwestycje w majątek obrotowy netto	6 001	5 886	5 154	3 127	1 615	1 763	1 777	2 025
9. Inwestycje brutto (7+8)	15 661	12 732	11 814	8 604	6 199	6 784	6 836	4 684
<b>10. Wolny operacyjny strumień pieniężny (6-9)</b>	-4 880	1 739	6 681	12 368	15 995	16 799	18 379	24 188
<b>11. Przepływy pieniężne netto z działaln finans (wolny strumień nieoperacyjny)</b>	34 725	-1 475	-1 658	-1 666	-1 977	-2 233	-2 654	-2 000
<b>12. Wolny strumień pieniężny /FCE/ (10+11)</b>	29 845	264	5 023	10 702	14 018	14 566	15 725	22 188
FCF(t)	28 390	228	3 967	7 701	9 170	8 623	8 406	10 657
DFCF	77 142							
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	114 078							
Wartość rynkowa aktywów nieoperacyjnych krótkoterm.								

**WARTOŚĆ NETTO PRZEDSIĘBIORSTWA**191 219  
14,5 złstopa wzrostu "g" po okresie prognozy:  
cena emisyjna:1,5%  
13,00 zł

Uzyskany poziom ostrożnej wyceny metodą DCF znajduje się na poziomie 14,5 zł.

**Ostateczna wycena walorów Gino Rossi (z wagą 67% dla wyceny DCF)  
daje przybliżenie fair value akcji równe 14 zł.**

**Analiza SWOT****Silne strony:**

- pozycja lidera na rozproszonym rynku w segmencie średnim i wyższym,
- rozpoznawalne i cenione marki,
- wysoka jakość oferowanych produktów,
- prestiżowe lokalizacje salonów własnych,
- silne zaplecze projektowe oraz produkcyjne,
- efektywna współpraca z najlepszymi włoskimi i polskimi stylistami,
- zdywersyfikowane źródła zaopatrzenia oraz kanały sprzedaży,
- doświadczenie eksportowe.

**Słabe strony:**

- sezonowość sprzedaży w Spółce oraz w branży,
- koszty finansowania zewnętrznego związanego z rozwojem sieci sprzedaży.

**Szansa:**

- rozbudowa sieci sprzedaży,
- rozwój eksportu,
- realizacja celów inwestycyjnych,
- wzrost znaczenia działalności handlowej,
- dalszy wzrost znaczenia nowych kierunków zaopatrzenia,
- wzrost gospodarczy pociągający za sobą przesunięcie wydatków konsumpcyjnych w stronę segmentu premium.

**Zagrożenia:**

- ryzyko związane z tendencjami w modzie,
- ryzyko nietrafionej lokalizacji salonu,
- ryzyko wprowadzenia regulacji celnych i importowych,
- umacnianie się waluty krajowej,
- trudności z zarejestrowaniem marki „gino rossi” w wybranych krajach europejskich.

## Konstrukcja Oferty

W ramach oferty publicznej Spółka zaoferuje:  
 w ramach Transzy Inwestorów Instytucjonalnych  
 - 2 200 000 akcji serii C  
 w ramach Transzy Otwartej  
 - 800 000 akcji serii C.

Book-building: od 6 do 8 czerwca (do g. 14.00)

Przewidziane są preferencje dla uczestników procesu budowania „księgi popytu”.

Przedział cenowy: od 10 do 13 zł za akcję

Zapisy na Akcje: od 12 do 14 czerwca

## Oferujący Akcje - Dom Maklerski IDMSA

*Zapraszamy do udziału w Ofercie*

### **Dom Maklerski IDM S.A.**

*Dział Analiz i Rekomendacji*

*tel. (12) 422 25 72 w. 126*

*Remigiusz Sopol*

*tel. 600 935 642*

*Pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA a Gino Rossi S.A. występują następujące umowy i powiązania:*

- *Umowa z dnia 19 grudnia 2005 dotycząca przeprowadzenia oferty publicznej;*
- *Umowa z dnia 30 maja 2006 roku o prowadzeniu depozytu Akcji Spółki Gino Rossi.*

*Ponadto, spółkę zależną od DM IDMSA – IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. i Gino Rossi S.A. wiąże Umowa z dnia 12 grudnia 2005 dotycząca zobowiązania IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o. do sporządzenia Prospektu Emisyjnego akcji;*

*DM IDMSA jest Oferującym i koordynatorem Oferty Publicznej spółki Gino Rossi S.A. DM IDMSA jest powiązany z Emitentem w rozumieniu rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców w zakresie wynikającym z umowy o przeprowadzenie publicznej oferty akcji i wprowadzenie Akcji Emitenta do obrotu na rynku regulowanym. Inwestorzy powinni zakładać, iż pełniąc funkcję Oferującego DM IDMSA może być zainteresowany uzyskaniem jak najwyższej ceny Akcji Oferowanych oraz jak największej liczby objętych i sprzedanych Akcji Oferowanych. Inwestorzy powinni zakładać, iż pomiędzy Domem Maklerskim IDMSA oraz Gino Rossi S.A. mogą w przyszłości wystąpić umowy i porozumienia w zakresie dalszej współpracy.*

*Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Dom Maklerski IDMSA przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest Prospekt Emisyjny. Prospekt Gino Rossi S.A. jest dostępny, w Centrum Informacyjnym Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz w Centrum Promocji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w siedzibie Spółki oraz na jej stronie internetowej. Raport analityczny został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak DM IDMSA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść przedstawioną w niniejszym opracowaniu.*

*Wyrażane opinie inwestycyjne są niezależnymi opiniami Działu Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego IDMSA. W opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które DM IDMSA uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Raport został sporządzony na podstawie publicznie dostępnych informacji oraz danych ze Spółki. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie analityka DM IDMSA w dniu jego wydania. DM IDMSA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury opracowania ponoszą inwestorzy.*

*DM IDMSA. wycenia akcje analizowanych spółek wybranymi metodami wyceny, w tym: metodą porównawczą, metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wyceny metodami porównawczymi dla spółek zagranicznych obciążone są odmienną specyfiką rynków lub metod rachunkowości. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona uniezależniona od bieżącej sytuacji rynkowej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pomimo swoich ograniczeń ww. metody cieszą się szerokim uznaniem.*

*Historia rekomendacji:*

*Do dnia 31 maja 2006 r. nie były publicznie udostępniane żadne rekomendacje dotyczące Gino Rossi S.A.*

*Historia rekomendacji spółek z sektora lekkiego:*

*-autor raportu analitycznego wydał m.in. opinie inwestycyjne dotyczące walerów: Sanwil S.A., Artman S.A.; LZPS S.A.; MEWA S.A.*

*Pomiędzy analitykiem przygotowującym niniejszy raport a Spółką, której dotyczy niniejsze opracowanie nie występują powiązania. Analityk sporządzający niniejszy raport nie posiada akcji Emitenta oraz spółek opisywanych w tym raporcie. Inwestorzy powinni zakładać, że DM IDMSA ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport.*