



CCC

Czy polski gigant obuwniczy przetrwa?

ashortbets research

Contents

1 Grupa CCC	2
1.1 Sylwetka Grupy CCC	2
1.2 Skład Grupy CCC	3
2 Problemy i kontrowersje w CCC	4
2.1 Zmiana strategii CCC	4
2.2 Sytuacja zatrudnienia i organizacji kadr	5
2.3 Problemy trendowe	6
2.4 Problemy ekonomiczne sektora	7
3 Sytuacja okotogięda	8
3.1 Zadłużenie	8
3.2 Plan naprawczy	10
3.3 Sytuacja CCC na giełdzie	11
4 Przyszłość Grupy - realia & spekulacja	12
4.1 Plan naprawczy, a czynniki ryzyka	12
4.2 IPO MODIVO	12
4.3 Pozostałe możliwości finansowania	14
4.4 Spekulacja	15
4.5 Tło sytuacyjne	18
5 Wnioski	21

Wprowadzenie – od autorów

Poniższy raport jest efektem pracy wielu osób o różnym spojrzeniu rynkowym. Opierając się na powszechnie dostępnych danych i ich szerokiej analizie, podsumowaliśmy bieżącą sylwetkę i stan grupy CCC. W raporcie zwracamy uwagę na szeroko poruszany problem zadłużenia i ciężkiego otoczenia makroekonomicznego. W całej układance związanej z CCC jest wiele elementów, które otwierają szerokie pole do popisu w wymiarze spekulacyjnym. W kontekście ratowania spółki przyjrzelśmy się założycielowi – Dariuszowi Miłkowi i jego strukturze majątkowej.

Mamy nadzieję, że poniższy raport pozwoli lepiej zrozumieć faktyczny stan grupy CCC, perspektywę i możliwe scenariusze na najbliższą przyszłość.

Bigshortbets Research, Marzec 2023

1

Grupa CCC

1.1. Sylwetka Grupy CCC

Grupa CCC jako lider rynku obuwniczego w Europie Środkowo-Wschodniej zdaje się firmą o stabilnej pozycji, przed którą stoją perspektywy dalszej ekspansji i rozwoju. Wizja aż 950 sklepów stacjonarnych oraz ok. 90 platform e-commerce tworzy wizję firmy giganta o niezachwianej pozycji na rynku. W końcu zatrudnianych jest w nich ponad 13 tys. pracowników, którzy działają w 28 krajach. Niestety sytuacja finansowa Grupy wskazuje na zgoła inny obraz, który może świadczyć o poważnych problemach firmy i trudnej przyszłości. Świadczy o tym, chociażby utrata miejsca w WIG20 na rzecz Alior Banku. Trudnej sytuacji ma zaradzić strategia GO.25, która zakłada aż potrójny przychód w 2025 w porównaniu z przychodami wygenerowanymi w 3. kwartale 2021 r. przy wzroście rentowności EBITDA o minimum 12 procent.



Figure 1.1: GO.25

Dodatkowo strategia zakłada rozwój modelu platformy omnichannel, która pozwoli na zwiększenie udziałów kanałów online w całkowitej sprzedaży aż do 60 procent. Jest to ewidentna próba wpisania się nowe trendy zauważalne na rynku, których realizacja dawałaby szansę na realizację założonych celów finansowych.

1.2. Skład Grupy CCC

Grupa CCC jest jednym z największych europejskich przedsiębiorstw działających w segmencie detalicznej sprzedaży obuwia, odzieży i akcesoriów. Grupa jest obecna w 28 krajach pod markami różnymi markami, przede wszystkim: CCC, e-obuwie, MODIVO, DeeZee i HalfPrice. Przy czym e-obuwie i MODIVO to fundamentalnie ta sama działalność, ponieważ należą do tej samej spółki MODIVO S.A.

CCC powstało w 1999 roku, zajmuje się sprzedażą obuwia, odzieży i akcesoriów w modelu omnichannel w CEE. Produkty marki, wedle strategii grupy, są kierowane do segmentów mainstream i value. Marka działa na zasadzie „house of brands”. W ofercie CCC znajdują się chociażby takie marki własne jak Gino Rossi, Lasocki, Jenny Fairy, Sprandi, DeeZee czy Badura oraz ponad 1000 brandów zewnętrznych. CCC rozwija model omnichannel – sklepy stacjonarne wyposażone są w narzędzia sprzedaży cyfrowej, takie jak tablety, kioski internetowe czy skanery esize.me. CCC prowadzi sprzedaż poprzez sklep internetowy ccc.eu oraz aplikację mobilną.

Eobuwie.pl zajmuje się sprzedażą obuwia i akcesoriów online w Europie Środkowo-Wschodniej. Wedle strategii marka kierowana jest do segmentu mainstream oraz wyższego. Marka jest dostępna na 20 rynkach pod lokalnymi domenami. Oprócz platformy internetowej rozwijana jest również sieć stacjonarna – ponad 30 punktów w Polsce oraz jeden zlokalizowany w czeskiej Pradze. Platforma łączy ofertę produktową eobuwie.pl oraz MODIVO. Platformy e-commerce spółki dostępne są w 19 europejskich krajach. Dodatkowo w kilkunastu polskich miastach i czeskiej Pradze znajdują się interaktywne przymierzalnie marki.

HalfPrice działa w branży off-price. Według strategii grupy marka jest kierowana do segmentu wyższego i mainstream. W sierpniu 2022 sieć działała już w blisko 80 lokalizacjach w 7 krajach, rozwijając równocześnie swoją obecność online.

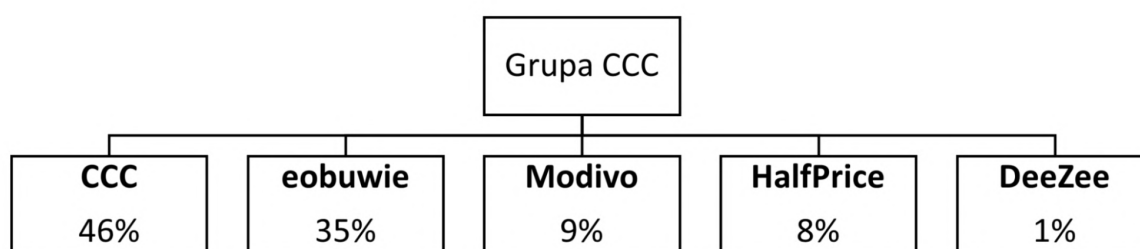


Figure 1.2: Udział marek w przychodach ze sprzedaży w 2022

2

Problemy i kontrowersje w CCC

2.1. Zmiana strategii CCC

CCC stało się liderem branży obuwniczej w Polsce dzięki relatywnie prostej strategii – niskie ceny połączone z klasycznym stylem i dobrą jakością. Jednak ambicje na podbój Europy oznaczały wejście na rynek o znacznie większej konkurencji. Aby móc konkurować z zagranicznymi sieciówkami, które przyciągają do siebie klientów dzięki szybkim trendom, CCC musiało dostosować do nowego klienta nie tylko swoją ofertę produktową, ale także wizerunek.

W tym samym czasie nową dyrektorką kreatywną CCC została Valeriya Musina, prywatnie partnerka założyciela grupy, Dariusza Miłka. Z jej profilu na LinkedIn nie wynika, aby miała doświadczenie zawodowe w branży mody, a w szczególności na stanowisku kierowniczym.

CCC pod okiem nowej dyrektorki kreatywnej, rozwinęło swoje linie biznesowe o szereg nowych marek własnych. Produkty tych marek opierają się w głównej mierze na szybkich trendach – z niegdyś dwóch głównych kolekcji w roku (wiosna/lato, jesień/zima), w 2022 roku marki własne CCC zrealizowały ponad 20 kolekcji. Były to w większości kolekcje kapsułowe – czyli wąskie asortymentowo, małe kolekcje oparte na konkretnym trendzie. Strategia ta wymaga częstej rotacji mniejszych kolekcji, aby wciążyć zaskakiwać klienta czymś nowym.

Połączenie próby zbudowania nowego wizerunku grupy, zmiany podejścia do asortymentu oraz ambicje dot. zwiększania sprzedaży spowodowały potrzebę znacznego zwiększenia wydatków marketingowych. Kampanie marketingowe, działania PR, oraz inne aktywności promocyjne kosztowały grupę w pierwszych trzech kwartałach 2022 roku ok. 678 mln złotych. Oznacza to, że całkowity koszt marketingu za 2022 rok może oscylować w okolicy 900 mln złotych, co stanowiłoby ok. 10% wszystkich wydatków grupy.

Nowy, znacznie bardziej konkurencyjny rynek, oraz działanie w modelu szybkich trendów spowodowało znaczące zwiększenie się presji cenowej ze strony konsumentów. Dlatego, aby obniżyć koszty produkcji, CCC zaczęło stopniowo wygaszać produkcję w Polkowicach na rzecz importu, a także outsourcingu produkcji u innych polskich dostawców. Warto zwrócić uwagę, że jeszcze w 2015 roku produkcja w Polsce stanowiła ok. 40%, z czego 31% stanowiła produkcja własna. Zespół hal produkcyjnych w Polkowicach, nazywany przez prasę w 2016 roku „największą fabryką obuwia w europie”, dziś funkcjonuje jedynie jako centrum magazynowo-przeładunkowe, a termin „produkcja własna” zniknął ze sprawozdań.

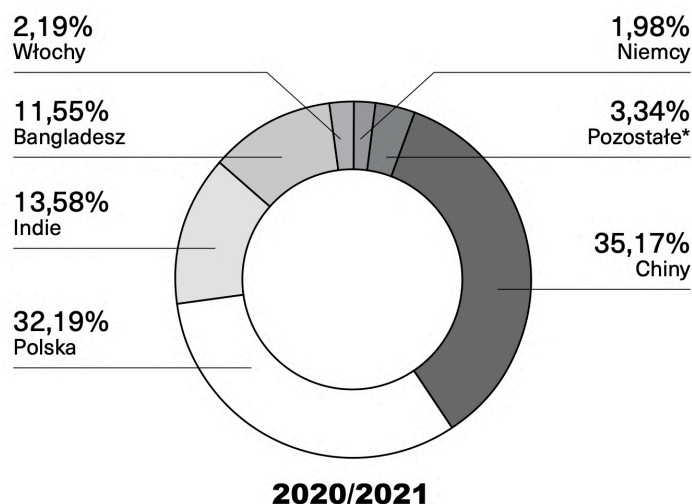


Figure 2.1: Gdzie produkowane są produkty z Grupy CCC?

Tworzenie większej ilości kolekcji skupionych na szybkich trendach wymaga pracy rozbudowanych zespołów kreatywnych, dlatego w ostatnich latach w CCC pracuje większy zespół projektantów, dział trend researchu, a także zatrudniani są zewnętrzni specjaliści zajmujący się analizą trendów i kolorów.

Dodatkowo sama dyrektor kreatywna generuje niemałe koszty. Zajmuje się ona organizacją „wyjazdów inspiracyjnych” na tygodnie mody w Paryżu czy Mediolanie. Valeriya Musina w towarzystwie 8 osób z działu kreatywnego, dwa razy w roku odwiedza europejskie stolice mody w czasie odbywających się tam pokazów znanych luksusowych marek. Jej prywatne konto na Instagramie jest prowadzone przez agencję Warsaw Creatives, jedną z najdroższych agencji kreatywnych w Polsce, która produkuje także materiały reklamowe dla marek CCC.

2.2. Sytuacja zatrudnienia i organizacji kadr

Zmiana strategii produktowej zapoczątkowana zatrudnieniem nowej dyrektor kreatywnej Valerii Musiny może być powodem pojawiających się negatywnych opinii o środowisku kadrowym.

- Przeniesiono niektóre działy poza siedzibę główną CCC do mniejszych lokalizacji;
- doszło do licznych odejść lokalnych kierowników z wysokim stażem pracy;
- duża rotacja pracowników.

To wszystko nie wpływa korzystnie na panującą atmosferę wewnątrz organizacji. Opinie o pracodawcy na portalu GOWORK – zmieniły się o 180° i wskazują na cięcia etatów. Po zmianach kadrowych związki zawodowe działające wewnątrz spółki są na etapie budowania nowych struktur oraz nawiązywania relacji ze spółką. Niepokoją masowe zwolnienia w listopadzie 2022 roku.

Ostatnie doniesienia prasowe o braku ogrzewania w halach CCC w Polkowicach, dementowane przez dział prasowy spółki, są słowem przeciwko słowu. Hale są obecnie modernizowane i dostosowywane do obsługi marki Half-Price.

2.3. Problemy trendowe

Rynek mody odgrywa ważną rolę dla globalnej gospodarki. Od lat jesteśmy świadkiem rewolucji branży fashion zarówno pod względem zmiany kanałów sprzedaży, jak i sposobów wytwarzania produktu. Rośnie wzrost świadomości konsumentów dotyczący wpływu, jaki branża ma na środowisko oraz na idące za tym zmiany legislacyjne. Duże znaczenie dla odbiorców ma również transparentność produkcji i etyka pracy. Oprócz tego kluczowe są również nowe technologie i digitalizacja sprzedaży oraz zmieniający się sposób życia społeczeństwa. Trendy i wyzwania, przed którymi stoi obecnie rynek mody:

- Znaczenie e-commerce. Lockdown związany z pandemią COVID-19 spowodował skokowy wzrost zakupów w internecie. Były to przyrost sięgający 70%, który dla wielu marek rekompensował straty związane z zamknięciem galerii handlowych. Trend związany z zakupami online został z nami na dłużej i obecnie wygrywają marki, które zainwestowały w ten kanał sprzedaży oraz zabezpieczyły logistykę związaną z całym procesem, jednak po szalonym okresie COVID-19 trendy nieco się normują i pewna grupa klientów wraca do zakupów stacjonarnych. Kluczowe jest zrozumienie struktury rynku i faktycznego udziału gałęzi.
- Inwestycje w nowe technologie – wraz z wszechobecną digitalizacją konsumenci stają się coraz bardziej wymagający. Klient oczekuje, że będzie mógł przymierzyć odzież czy obuwie w wirtualnej przymierzalni, skonsultuje wybór ze stylistką online, a za wszystko zapłaci w elastyczny sposób przez aplikację. Sklep internetowy przestaje być jedynie miejscem zakupowym, a staje się platformą lifestylową. To wszystko powoduje przywiązanie i lojalność konsumentów. Bardzo ważnym aspektem jest również szybki i przejrzysty system zwrotów produktu, ponieważ pomimo wykorzystania wirtualnych przymierzalni oraz interaktywnych form przedstawiania towaru odsetek zwrotów nadal pozostaje znaczący.
- Znaczenie social mediów – coraz więcej decyzji zakupowych podejmowanych jest poprzez Instagram, Facebook czy Tik-tok. Inspiracją są dla nas znajomi oraz influencerzy. Social marketing będzie się rozwijał, jednak ulegnie on modyfikacji. Coraz większą rolę będzie odgrywał przekaz video, czy streamingi sprzedażowe bardzo popularne np. w Chinach.
- Etyczna moda przyjazna środowisku – wraz ze wzrostem świadomości konsumentów coraz większą wagę przywiązuje się do wpływu branży mody na środowisko. Klienci poszukują ekologicznych alternatyw, a fast fashion jest coraz bardziej passé. Ważny stanie się wydłużony cykl życia produktu. Materiały wykorzystywane do produkcji odznaczać się powinny wysoką jakością, a także ekologicznym pochodzeniem. Trendem, który zyskuje na popularności jest upcycling oraz zainteresowanie odzieżą, oraz obuwiami z drugiej ręki. Z drugiej strony rośnie również popyt na towary luksusowe o wysokiej jakości. Moda bardziej eko stanie się niedługo obligatoryjna poprzez liczne zmiany legislacyjne w tym kierunku. Komisja Europejska nakłada na firmy szereg obowiązków w “Strategii na rzecz zrównoważonych wyrobów włókienniczych o obiegu zamkniętym”. Dokument ten wpisany w Zielony Ład kładzie duży nacisk na zrównoważony rozwój.
- Metaverse, czyli cyfrowy świat – marki modowe muszą się odnaleźć w rozszerzonej rzeczywistości. GlobalData w 2021 roku ocenił wielkość rynku metaverse na 22,79 mld dolarów. Szacuje się, że do 2030 roku wartość ta wzrośnie o około 40%. W związku z tym firmy muszą zainwestować w technologię i odnaleźć się zarówno w świecie realnym, jak i wirtualnym. Swoje interaktywne miejsca stworzyły już marki: Amazon, Nike, Gucci, H&M czy Ralph Laurent. Firmy będą coraz częściej musiały prezentować swoje produkty w sposób interaktywny, w formie 3d, nakładki bądź filtra w mediach społecznościowych. Świat online i offline będzie się przenikał coraz bardziej, a niektóre kolekcje będą wyłącznie wirtualne.

2.4. Problemy ekonomiczne sektora

Obecny okres – początek 2023 roku to czas burzliwy na rynkach finansowych i w gospodarkach na świecie. Nowe otoczenie stawia grupę CCC przed wieloma wyzwaniami.

- Wzrost kosztów dzierżawy lokalu – wraz ze wzrostem kosztów dzierżawy lokalu. CCC dzierżawi duże i co za tym idzie drogie lokale w miastach.
- Niższe marże – e-commerce wymusza na sklepach stacjonarnych obniżenie marż.
- Wzrost kosztów ogólnych – koszty ogrzewania, konserwacji, eksploatacji i transportu, oznaczają wyższe wydatki dla sklepów stacjonarnych.
- Ograniczone zasoby – sklepy stacjonarne mają ograniczony dostęp do niektórych produktów i usług (np. zakaz handlu w niedziele).
- Coraz niższa realna siła nabywcza Polaków (spadek na 29. miejsce w badaniu GfK).
- Gorsza ekspozycja produktów w sklepach stacjonarnych – ciężiej zachęcić konsumenta stacjonarnie do zakupu.
- Eksport obuwia z Chin wyraźnie zmalał podczas pandemii, lecz ma miejsce przesuwania siły produkcyjnej do krajów o kosztach produkcji (głównie: Indie, Pakistan, Indonezja, Tajlandia, Brazylia).
- Przenoszenie zanieczyszczeń wraz z przemysłem.
- Konieczność ograniczenia wydatków na artykuły niższej potrzeby takich jak na przykład odzież, wraz ze zmniejszeniem dochodu dysponowanego. Najwięcej pieniędzy Polaków pochłaniają opłaty mieszkaniowe oraz żywnościowe.
- Ograniczanie łańcuchów dostaw.
- Popularyzacja idei second-hand, „upcycling” i zmiana świadomości dot. „fast-fashion”.
- Przyzwyczajenie do e-commerce i zakupów via mobile.
- Wysoka podatność sektora na trendy, co może utrudniać nadążanie sklepom stacjonarnym.

3

Sytuacja ekologiczna

3.1. Zadłużenie

Przedstawione przez grupę dane wskazują na wysoki wzrost stosunku zadłużenia do przychodów grupy. Od 2010 roku przychody grupy uległy zwiększeniu o ok. 8,5x przy wzroście zadłużenia rzędu 25x. Powodem tego jest zmiana strategii firmy oraz finansowanie rozwoju głównie zadłużeniem w różnej postaci. Do kosztów kredytów i obligacji do powyższego wyliczenia zostały dodane koszty leasingu, który stał się istotnym elementem finansowania Grupy. Grupa wykorzystuje faktoring odwrotny, którego saldo zadłużenia opisane w raporcie za trzeci kwartał 2022 wynosiło 508,3 mln.

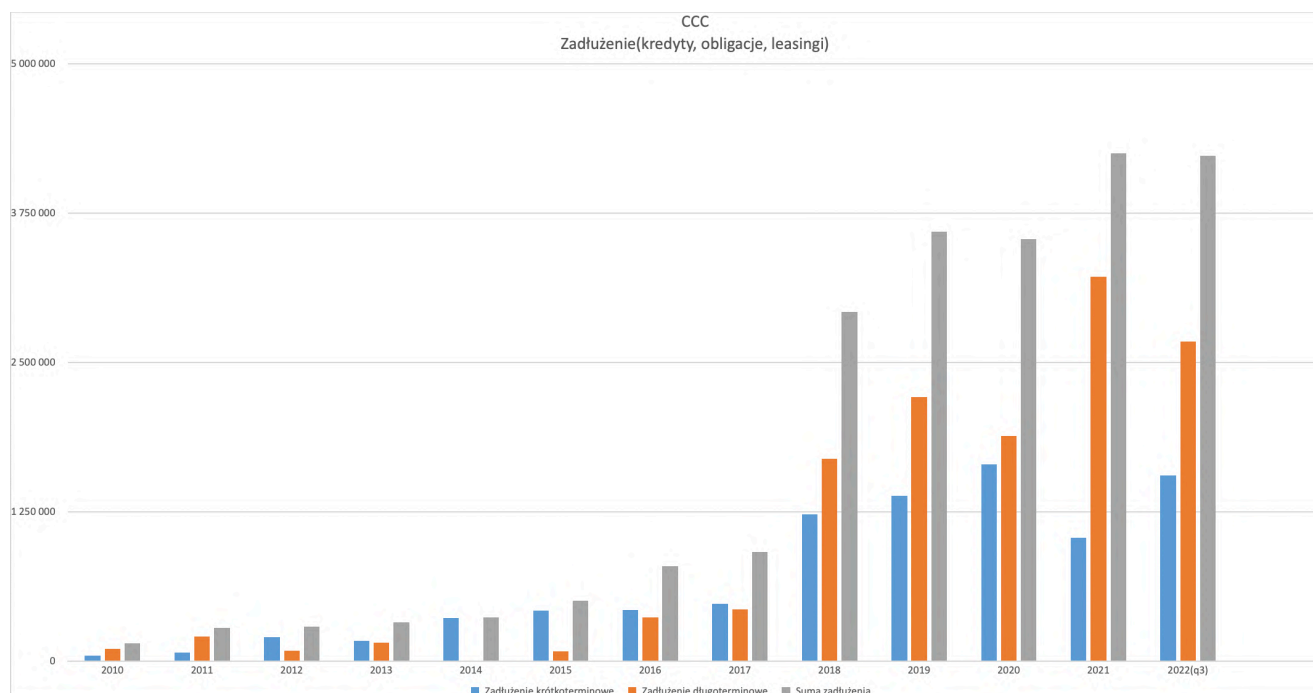


Figure 3.1: Zadłużenie krótkoterminowe, zadłużenie długoterminowe i suma zadłużeń

Poza liczbami przedstawionymi na wykresach, istotnym do odnotowania jest wzrost kosztu zadłużenia z poziomu 37,5 mln w 2021 r. do poziomu 295,2 mln na trzeci kwartał 2022 r. Cała kwota za 2022 r. może oscylować w granicach 400 mln. Jest on spowodowany wzrostem stóp procentowych oraz zmianą struktury finansowania Grupy. Zadłużenie grupy znacząco wyróżnia się na tle konkurencji. Wskaźniki zadłużenia finansowego netto w relacji do EBITDy oraz zadłużenia długoterminowego grupy są kilkukrotnie wyższe niż dla innych spółek giełdowych o podobnym modelu biznesowym.

Stan na 31.10.2022	Grupa CCC	Średnia sektorowa ¹	CCC w relacji do średniej
Zadłużenie finansowe netto/ EBITDA [4Q]	6,9	2,6	+165%
Zadłużenie długoterminowe/ Kapitał własny	4,1	0,7	+486%

Figure 3.2: Zadłużenie na tle średniej sektora

Najnowsze wstępne dane za Q4 2022 wskazują na pogorszenie sytuacji finansowej grupy – przy uwzględnieniu tych danych, wyżej wymienione wskaźniki rosną, jeszcze bardziej odbiegając od średniej. Największym problemem jest wykazana strata już na poziomie operacyjnym (EBIT grupy: -57 mln PLN). Na podstawie tych danych, EuroRating szacuje, że łączna strata netto grupy za 2022 roku wynosi 430-450 mln PLN. Oznaczałoby to dwukrotnie większą stratę niż w roku 2021. Przy tak dużym zadłużeniu, banki finansujące grupę określiły szereg warunków, jakie muszą spełniać podmioty grupy, aby finansowanie mogłoby kontynuowane. Wśród nich są wskaźniki takie jak EBITDA, czy stosunek Dług netto/EBITDA, które mają być gwarancją, że grupa jest w stanie wywiązać się ze swoich zobowiązań. Poniżej wymagania dot. EBITDy grupy CCC z wyłączeniem MODIVO.

Data Badania	Minimalna EBITDA (PLN)
31.07.2022	30.000.000
31.10.2022	45.000.000
31.01.2023	100.000.000
30.04.2023	125.000.000
31.07.2023	150.000.000
31.10.2023	200.000.000

Figure 3.3: Wymagana przez banki EBITDA

Należy podkreślić, że EBITDA na potrzeby umowy z bankami jest liczona inaczej niż klasyczna EBITDA. W dniu 31.02.2022 grupa zaraportowała wynik EBITDA zgodny z umową z bankami w wysokości 86 mln, wynik ten był wyższy niż minimalna EBITDA zapisana w umowie. Jednak wymagana przez banki minimalna EBITDA na dzień 31.01.2023 wynosi już 100 mln. Czy przy tak słabych wynikach za Q4 grupa jest w stanie dotrzymać tego wskaźnika? Dowiemy się w kwietniu/maju, kiedy grupa opublikuje poświadczenie spełniania lub niespełniania wyżej opisanych wymagań. Jak widać, umowa z bankami zobowiązuje grupę do poprawy wyników operacyjnych, redukcji poziomu zadłużenia, a także zmniejszenie poziomu nakładów inwestycyjnych.

3.2. Plan naprawczy

Wymagania dot. kwestii zadłużenia nałożone na grupę przez banki zmusiły zarząd do wdrożenia planu naprawczego. Głównym celem zarządzania ryzykiem kapitałowym opisanym w planie naprawczym jest ochrona zdolności grupy do kontynuowania działalności. Podkreśla to nie tylko sam zarząd w sprawozdaniu za 3Q 2022, ale także Ernst & Young, który w opinii biegłego rewidenta do raportu zauważa, że:

“[...] występuje znacząca niepewność, która może budzić poważne wątpliwości co do zdolności Spółki oraz Grupy do kontynuacji działalności.”

Szereg działań podjętych przez grupę w ostatnim roku sugerują, że podmiot może mieć problemy z obsługą, a także dalszym rolowaniem zadłużenia. Wśród tych działań znajdują się:

- Obniżenie wymaganych wskaźników finansowych dot. zadłużenia.
- Jednorazowa zgoda na zawieszenie wskaźnika dla MODIVO na dzień 31.01.2023.
- Zgoda na emisję akcji.
- Refinansowanie i wydłużenie terminów obecnego zadłużenia.
- Wdrożenie planu oszczędnościowego: redukcja zapasów, zmniejszenie nakładów inwestycyjnych, redukcja -kosztów energii, oraz wygaszania produkcji własnej.

Jednak przy tak zaburzonej proporcji zadłużenia do słabnących wciąż wyników operacyjnych, wspomniane działania nie przynoszą pożądanych efektów. Dlatego zarząd wyznaczył cele na 2023 roku, które są kolejnym czynnikiem mającym zapewnić grupie płynność:

- zwiększenie sprzedaży o 10+%;
- zwiększenie marż;
- zwiększenie wyników operacyjnych, szczególnie EBITDA.

Mimo wysiłków spółki, 16.02.2023 EuroRating zmienił perspektywę ratingu kredytowego spółki na negatywną, przy ratingu utrzymanym na poziomie B+, oznaczającym wysokie ryzyko kredytowe. Uzależnienie możliwości obsługi zobowiązań od warunków zewnętrznych zauważa także zarząd. W trakcie prezentacji wyników za Q4 2022 Prezes podaje, że w 2023 grupa spodziewa się przyhamowania wzrostu inflacji oraz braku dalszych podwyżek stóp procentowych co ma doprowadzić do zwiększenia się dochodu rozporządzalnego konsumentów i w efekcie spowodować 10+% wzrostu ogólnego rynku obuwniczego w centralnej europe. Przy obecnych warunkach makroekonomicznych nietrudno zauważyć, że te prognozy pozostają w sferze pobożnych życzeń.

Poza celami na 2023 rok grupa ogłosiła w 2021 roku nową długoterminową strategię “GO.25”, zgodnie z którą do 2025 roku grupa ma potroić sprzedaż względem 2021 roku, co oznaczałoby osiągnięcie pułapu 20 mld złotych obrotów. Strategia ta zakłada także zwiększenie marży EBITDA do ponad 12% w 2025 roku, co oznacza podwojenie marży z 2022 roku (ok. 6%). Do zrealizowania tak ambitnych założeń wymaga, poza pozytywnymi czynnikami makroekonomicznymi, dalszego zwiększenia zadłużenia lub/i dokapitalizowania grupy. Dlatego zarząd wskazuje na konieczność dokapitalizowania spółki, wymieniając następujące źródła pozyskania kapitału: IPO MODIVO, nową emisję akcji CCC, dedykowane finansowanie dla HalfPrice, a także leasing zwrotny aktywów (głównie magazynów w Polkowicach). Możliwe są także wypłaty dywidend ze spółek zależnych, czy nawet sprzedaż posiadanych aktywów.

3.3. Sytuacja CCC na giełdzie

Sytuacja CCC na GPW oraz CATALYST jest bardzo trudna, a perspektywa negatywna.

Pomimo poprawy ogólnych nastrojów na rynku obligacji korpo, obligacje CCC0626 były notowane 14 lutego za 66,69% swojej wartości nominalnej. Są to poziomy sugerujące, że część inwestorów panicznie próbuje się ich pozbyć. Było to po części pokłosiem nadania CCC przez agencję Euro-Rating oceny B+ z perspektywą negatywną. Agencja zwraca uwagę na słabe wyniki finansowe i alarmujący poziom zadłużenia. Puls Biznesu podkreśla, że ryzyko kredytowe jest wysokie, a zdolność do obsługi zobowiązań uwarunkowana w dużym stopniu sprzyjającymi warunkami zewnętrznymi. Tym samym ryzyko przestaje być zależne od wysiłków zarządu, a zaczyna być zależne od zdarzeń losowych poza kontrolą spółki.



Figure 3.4: Siła finansowa

Inwestorów oprócz trudnego do obsługi długu, odstrasza ciągłe „przepalanie” pieniędzy przez spółkę – CCC nie jest w stanie wygenerować zysku na działalności operacyjnej. Najwytrwalsi akcjonariusze, którzy kupowali CCC w okolicach 300 zł, notują aktualnie stratę rzędu 85%. Spółka jest coraz częściej postrzegana jako kolos na glinianych nogach. Na uwagę zasługuje też fakt, że spółka miała wyemitować akcje o wartości 500 mln zł, które miał objąć główny udziałowiec – Dariusz Miłek, a na razie wygląda na to, że główny zainteresowany czeka na dalszy rozwój wydarzeń. Dzieje się to w sytuacji, w której EuroRating podkreśla, że dokapitalizowanie spółki jest pilną koniecznością. Sporo wątpliwości budzi fakt niedawno opublikowanego przez spółkę tzw. zdarzenia – tzn. obniżenia limitów kredytowych, co spowodowało konieczność zaoferowania odkupu we wcześniejszym terminie małej części obligacji (wykup *Pari Passu*). Rodzi to pytanie o to, czy co bardziej uprzywilejowani nie opuszczają już tonącego statku, a przynajmniej dali sobie taką możliwość, która właśnie się realizuje. Inną kwestią, która budzi sporo wątpliwości, jest to, co faktycznie wiedzą drobni inwestorzy, którzy są *de facto* jedyną grupą mogącą w najbliższym czasie kupować. Spora część zdaje się nie mieć pojęcia o tym, że CCC z polskiego producenta obuwia przeszło długą drogę do importera produktów z Chin. Pomimo że nie jest to tajemnica, część uczestników rynku wciąż w to nie dowierza.

Czy akcjonariusze uwierzą w hurra optymistyczne deklaracje zarządu, który ewidentnie traci możliwość manewru? Tym razem może się to okazać bardzo trudne, a jak wspomina Euro-Rating sytuacja może się szybko istotnie pogorszyć w wyniku zdarzeń losowych.

4

Przyszłość Grupy - realia & spekulacja

4.1. Plan naprawczy, a czynniki ryzyka

1. Sposób, w jaki grupa zamierza oficjalnie poradzić sobie z zadłużeniem, budzi wiele wątpliwości w środowisku finansowym, co potwierdzają opinie rewidenta – E&Y, czy agencji EuroRating.
2. Narzędzi, które mają umożliwić odpowiednie zarządzanie zadłużeniem, jest kilka. Pamiętać jednak trzeba, że dodatkowo występują obecnie ciężkie warunki makroekonomiczne, co jest bezpośrednim problemem w pozyskaniu kapitału, a także rzutuje na potencjalne zyski grupy.
3. Rosnąca proporcja zadłużenia do słabnących regularnie wyników grupy jest coraz bardziej widoczna i wykracza daleko poza średnie z podmiotów podobnych/operujących w tym samym sektorze.
4. IPO MODIVO, nowa emisja akcji CCC, dedykowane finansowanie dla HalfPrice, a także leasing zwrotny aktywów (głównie magazynów w Polkowicach) to najważniejsze z narzędzi, które mają pozwolić grupie przetrwać obecny sztorm. Niestety skuteczność przynajmniej części z nich może być przeceniona lub napotkać problemy ekonomiczne i finansowe.

4.2. IPO MODIVO

Kluczowym źródłem dofinansowania działalności grupy jest planowane na 2023 rok IPO MODIVO, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że ponad połowa długu grupy (ok. 2 mld) jest zastawione na ponad połowie akcji MODIVO. Zarząd wymienia skuteczne wprowadzenie spółki na rynek jako główny czynnik konieczny do realizacji celów Grupy CCC.

Grupa posiada 75% udziałów w MODIVO, 5% należy do founderów spółki, a pozostałe 20% zostało sprzedane w 2021 roku A&R Investments Limited Rafała Brzoski oraz Cyfrowemu Polsatowi Zygmunta Solorza, każdemu z podmiotów po 10%. Za sprawą tej transakcji spółka zyskała wycenę 5 mld złotych. Zgodnie z planem tej transakcji, IPO MODIVO miało odbyć się w 2022 przy zakładanym potrojeniu wyceny spółki do 15 mld złotych. IPO MODIVO nie odbyło się w 2022 roku, prawdopodobnie ze względu na pogarszające się wyniki operacyjne MODIVO. Zdaniem zarządu wynika to także z „niesprzyjającego IPO rynku”. Kluczowe w tej sytuacji jest pytanie o obecną wartość MODIVO. Niektórzy analitycy twierdzą, że MODIVO w ofercie publicznej nie uzyska nawet pierwotnej wyceny 5 mld złotych. Wartym odnotowania jest fakt, że Cyfrowy Polsat nie zaczął do IPO i w 2022 roku sprzedał 10% akcji MODIVO spółce EMDUD 2 kontrolowanej przez Zygmunta Solorza poprzez Elektrim, jednocześnie wykazując zysk z inwestycji. Wg. tej transakcji MODIVO byłoby wyceniane na 6 mld złotych.

„Spółka rozważyła opcję wyjścia z inwestycji w akcje Modivo w formie pierwszej oferty publicznej planowanej na rok 2022 lub 2023. Jednak w związku z obecnymi, niekorzystnymi uwarunkowaniami

rynkowymi, które nie sprzyjają realizacji IPO w bliskim horyzoncie czasowym, spółka rozpoczęła analizę alternatywnych sposobów wyjścia z inwestycji w akcje Modivo” Cyfrowy Polsat.

Na IPO MODIVO czeka także japoński Softbank, który objął wyemitowane przez spółkę obligacje zamienne na akcję o wartości 500 mln (ok. 600 mln razem z odsetkami i towarzyszącymi instrumentami finansowymi). Zgodnie z umową, Softbank może przejąć akcje MODIVO przed IPO po wycenie 6 miliardów złotych, lub poczekać do IPO i przejąć udziały po cenie IPO z niemal 10% dyskontem. Jeśli IPO nie odbędzie się do 23.07.2024, MODIVO będzie musiało spłacić 600 mln na rzecz Softbank. Warto zwrócić uwagę, że w raporcie za Q3 2022 obligacje Softbank zostały przeniesione do zobowiązań krótkoterminowych, co oznacza ich wymagalność do 12 miesięcy.

Kluczowa dla IPO MODIVO może okazać się niezależna aktualizacja wyceny wartości podmiotu, do której grupa jest zobligowana przez wierzycieli. Wycena ta ma zostać wykonana przez zewnętrznego audytora, a jej wyniki mają zostać przedstawione obligatariuszom do 31 marca 2023. Wycena ma opierać się o średnią wyceny metodą wolnych przepływów pieniężnych i metodą spółek porównywalnych. Podobną wycenę grupa zleciła rok temu. Zgodnie z wyceną niezależnego audytora z 17 marca 2021 roku, wartość MODIVO wynosiła 4.200–6.200 mln złotych. Wycena ta została obliczona jako średnia wycen metodą wolnych przepływów pieniężnych oraz metodą mnożnikową. Jednak w momencie obliczania tej wyceny, finanse MODIVO były w znacznie lepszej kondycji. Dziś MODIVO mimo zwiększenia przychodów wykazuje mniejszy zysk EBITDA, znaczące pogorszenie rentowności, a stratę widać już na poziomie operacyjnym. Poniżej można porównać dane wykorzystane do wykończenia wyceny metodą mnożnikową w 2021 roku porównane ze stanem obecnym:

[mln PLN]	Za okres 1.01.2019 - 31.12.2019	Za okres 1.01.2020 - 31.12.2020	Obecnie	
			Za okres 1.01.2022 - 31.12.2022	Zmiana FY2020 - FY2022
Przychody operacyjne	1 427	2 242	4035	80%
EBITDA	94	193	95	-51%
Marża EBITDA (%)	6,6%	8,6%	2,4%	-73%
EBIT	72	143	-2	-101%
Marża EBIT (%)	5,0%	6,4%	—	—
Aktywa ogółem	1 071	1 277	2279	78%
Kapitał własny	258	351	—	—
Zysk netto	89	93	—	—

Figure 4.1: Skład danych finansowych

mln PLN, dane za FY'22		CCC	HalfPrice	Grupa MODIVO
Rachunek wyników	Przychody	4 193	843	4 035
	EBITDA	321	81	95
Kapitał obrotowy	Zmiana stanu zapasów	453 *	-199	-331
	Zmiana stanu należności	73	12	46
	Zmiana stanu zobowiązań	-331	71	144
Przepływy inwestycyjne	CAPEX**	-139	-126	-201
	EBITDA + NWC + CAPEX	377	-161	-248

Figure 4.2: Dane finansowe Grupy CCC z podziałem za FY'22

Na dzień 31.01.2023 MODIVO wykazało ujemne przepływy finansowe, co uniemożliwia wykonanie obliczeń wyceny metodą wolnych przepływów pieniężnych. Warto dodać, że w wycenie z 2021, to właśnie wynik obliczeń tą metodą był wyższy i podniósł średnią wycenę.

Przy tak znacznym pogorszeniu się wyników operacyjnych, a także przepływów pieniężnych, perspektywa najbliższej wyceny wydaje się mało optymistyczna. Jej najszybszą konsekwencją, poza ustanowieniem pewnego "benchmarku" dla ceny akcji potencjalnego IPO, będzie konieczność proporcjonalnego, wcześniejszego wykupienia obligacji CCC0626. Na obligacjach CCC ustanowiony jest zastaw rejestrowy na 511 tys. akcji MODIVO, przy minimalnej wycenie MODIVO na 4.100 mln złotych. Jeśli wycena z 31 marca będzie niższa niż 4.100 mln złotych, CCC będzie zobligowane do wykupienia w ciągu 120 dni od wyceny, proporcjonalnej liczby obligacji. Od tej wyceny zależą także możliwości pozyskania kapitału przez MODIVO. Dla porównania, Allegro podczas IPO w 2020 roku, przy wycenie 44.000 mln, po odliczeniu akcji sprzedanych przez akcjonariuszy, pozyskało jedynie 1.000 mln nowych środków z emisji akcji. Należy zauważyć, że Allegro w roku poprzedzającym IPO, przy 40% niższych przychodach od MODIVO, uzyskało wynik EBITDA 14x wyższy, a dźwignia finansowa Allegro była dwa razy niższa.

Nie daje to zbyt wielu nadziei na udane IPO MODIVO, a tym bardziej na znaczące dokapitalizowanie grupy. Szczególnie że przy potencjalnym IPO, Softbank automatycznie obejmie akcje o wartości 600 mln, po cenie IPO obniżonej o dyskont (ok. 10%). Przy potencjalnie niskiej wycenie MODIVO, na tyle duże rozwodnienie udziałów mogłoby doprowadzić do częściowej utraty kontroli grupy CCC nad MODIVO. Utrata kontroli, poprzez rozwodnienie udziałów, sprzedaż części pakietu akcji lub sprzedaż całego podmiotu przez grupę CCC znacząco obniżyłoby zdolność grupy do dalszego kontynuowania działalności z kilku ważnych powodów:

- Modivo jest operatorem e-commerce CCC, który stanowi ok. 30% przychodów podmiotu. Modivo obsługuje sprzedaż internetową CCC zarówno od strony technologicznej, jak i logistycznej, dlatego bez Modivo, CCC może stracić istotne źródło przychodu.
- 47% procent udziałów w Modivo, stanowiących 2/3 pakietu akcji Modivo, jaki posiada CCC, jest przedmiotem zastawu rejestrowego trzech transzy kredytowych udzielonych CCC na łączną kwotę około 870 mln.
- Modivo stanowi 45% przychodu całej grupy i jego utrata uniemożliwi planowane trzykrotne zwiększenie przychodu oraz zwiększenie udziału e-commerce w sprzedaży.

Gdyby z powodu zbyt niskiej wyceny, IPO MODIVO się nie odbyło, grupa nie uzyskałaby dodatkowego finansowania, którego tak bardzo potrzebuje, a nawet zostałaby narażona na kolejne koszty, ze względu na konieczność spłaty 600 mln na rzecz Softbank.

4.3. Pozostałe możliwości finansowania

Kolejną możliwością dokapitalizowania grupy wymienianą przez zarząd jest finansowanie dedykowane dla HalfPrice. Jednak pozyskanie takiego finansowania jeszcze bardziej zwiększyłoby dźwignię finansową grupy, która już dziś jest kilkakrotnie wyższa niż przeciętna dźwignia w sektorze.

Inną możliwością pozyskania środków, którą wskazuje zarząd, jest leasing zwrotny aktywów, tj. zespołu magazynów w siedzibie głównej grupy, Polkowicach. Warto zwrócić uwagę na formę finansowania, która jest ryzykowną operacją na tak strategicznych aktywach, co wskazuje na problemy z uzyskaniem np. kredytu pod zastaw. Przy leasingu zwrotnym, w przypadku problemów z obsługą długu, grupa naraża się na utratę magazynów, bez których kontynuowanie jej działalności stałoby się niemożliwe.

Do rozważenia pozostaje także kwestia wyceny takich aktywów – jest to zespół nowoczesnych, zrobotyzowanych magazynów, w który grupa zainwestowała 131,6 mln w 2012 roku. W 2019 roku odbyła się także rozbudowa tego kompleksu. Jednak są to magazyny wysoko wyspecjalizowane w obsłudze małych przesyłek, a ich lokalizacja jest nieoptymalna. Tak wąska specjalizacja oraz niekonkurencyjna lokalizacja będą zapewne brane pod uwagę przez banki wyceniające te obiekty.

Posiadając rozległe struktury, Grupa CCC ma wiele możliwości pozyskania alternatywnego finansowania. Jednym z przykładów takich działań jest emisja obligacji w 2021, która została dokonana przez podmiot zależny CCC SA - "CCC Shoes&Bags". 360 mln złotych uzyskanych z emisji "CCC Shoes&Bags", zostało pożyczone do spółki "CCC", która była także poręczycielem tej emisji.

Bardzo ciekawym wątkiem, który okazał się najbardziej płodny w ciekawe spekulacje i scenariusze, jest emisja akcji imiennych spółki CCC, które pierwotnie mogła nabyć jedynie spółka ULTRO S.à r.l. lub inna przez ULTRO wskazana. Dlaczego ten wątek okazał się najciekawszy? Ponieważ poza potencjałem na skuteczną obsługę bieżącego zadłużenia, daje także szansę Dariuszowi Miłkowi na zwiększenie udziału w grupie, a może szykuje się większościowy duet?

4.4. Spekulacja

Wszystko, co zostało przedstawione powyżej, odnosi się do kwestii dotyczących grupy – sytuacja z finansami wraz z różnymi możliwymi drogami rozstrzygnięcia kłopotów. Grupa CCC to w polskich realiach bardzo duży podmiot. Jest to także marka zbudowana bardzo hermetycznie wokół Dariusza Miłka. Jego udział procentowy w akcjonariacie jest tak dominujący, że z pewnością jest to postać kluczowa i ma charakter lidera.

Dariusz Miłek (założyciel CCC) – posiada własność w akcjonariacie na poziomie 31,12% (38,32% głosów na WZA). Własność ta jest wykazana dla spółki ULTRO S.à r.l. - podmiot zależny od Dariusza Miłka – zarejestrowany na terenie Luksemburga. W skład aktywów podmiotu (poza akcjami CCC) wchodzi liczne podmioty zarejestrowane na terenie Luksemburga, Polski oraz Malty. Poza oczywistym zarządzaniem majątkiem i przedsiębiorstwami Dariusz Miłka, całość konstrukcji może mieć za zadanie obsługiwać optymalizację podatkową. W skład podmiotów zaliczamy:

- ULTRO SKY S.a r.l.- Spółka istniejąca na potrzeby transportu powietrznego i obsługi prywatnego samolotu rodziny Miłków (Gulfstream G500 - odebrany nowy 18.08.2022 we Wrocławiu). Operatorem, na który zarejestrowano statek powietrzny jest C-AIROP LIMITED na wyspie MAN (dawniej CCC ISLE OF MAN LTD. na którą był zarejestrowany poprzedni odrzutowiec – Cessna 680A)
- ASTRUM S.a r.l – Jest to spółka, która zatrudnia pracowników, obsługuje inwestycje i nieruchomości Dariusza Miłka i inne projekty prywatne rodziny, środki transportu lądowego i powietrznego (50% udziałów spółki C-AIROP LIMITED z wyspy Man). Spółka rozbudowała obiekt w Chróstniku o centrum hotelowo konferencyjne.
- ULTRO PROPERTY HOLDING S.a r.l – Podmiot posiada 100% własności w Polskich Spółkach odpowiadających za Galerie handlowe w Kielcach oraz Lubinie.
Forum Kielce Sp. z o.o. - Galeria Korona Kielce
Forum Lubin Sp. z o.o. - Cuprum Arena Lubin
- TREZOR DM Limited – zarejestrowana na Malcie powiązana pośrednio lub bezpośrednio z większością podmiotów Dariusza Miłka. Spółka poprzez emisję obligacji transferuje środki między podmiotami. W listopadzie 2021 roku do tej spółki dołączył Rafał Brzoska posiadający 2 546 851 udziałów – jedyny obok Dariusza Miłka (pośrednio przez ULTRO S.a r.l.) beneficjent.

W dokumentach można znaleźć jeszcze jedną spółkę. POLSKIE PAŁACE Sp. z o.o. - Podmiot niegdyś odpowiadający za inwestycje w Polsce, miał zostać wchłonięty w 2022 przez ULTRO S.à r.l. Podmiot udzielił ULTRO S.a r.l. 2-krotnie pożyczki na kwotę \$15 milionów na jeden rok. Spółka prawdopodobnie odpowiadała m.in. za pałac w Łącku, jednak nie posiadamy informacji, kto jest obecnie jego właścicielem. Kolejnym podmiotem, w którym od 2022 roku ULTRO S.a r.l. nie ma udziałów, jest spółka GP Sp. z o.o. – posiadająca niewielką galerię handlową w Polkowicach. Spółka zarabia na wynajmie powierzchni użytkowych/handlowych. Od odejścia ULTRO S.a r.l. ze struktury spółki, największym i jedynym udziałowcem jest Łukasz Miłek (starszy syn Dariusza Miłka).

Układanka, która wyżej opisaliśmy, jest bardzo schludna i przejrzyste zorganizowana, a ostatnie lata pokazują, że Dariusz Miłek sporo w niej restrukturyzował, zamykał i przenosił, co jest dobrze zarchiwizowane w KRS.

Wymieniony zestaw podmiotów to bardzo ciekawa konstrukcja służąca korzystnej optymalizacji podatkowej dająca kilka możliwości przenoszenia środków z/do spółki offshore (TREZOR DM LIMITED), która posiada rachunki w Szwajcarii w banku UBS. Spółki korzystają z mechanizmu emisji i skupowania obligacji, co pozwala transferować środki w wygodny i tani sposób. W poprzednich latach takie zadłużenie widniało np. na spółce ULTRO S.a r.l.

Movements for the period ended 31 December		
Opening balance	132,757,000	-
Additions	46,200,000	132,757,000
Redemption	(5,000,000)	-
Closing net book amount	<u>173,957,000</u>	<u>132,757,000</u>
As at 31 December		
Closing carrying amount	<u>173,957,000</u>	<u>132,757,000</u>

By virtue of a Subscription Agreement dated 5 August 2019, the company acquired 7,500 Redeemable Convertible Bonds A Series having a denomination of €1,000 each.

By virtue of a Subscription Agreement dated 9 August 2019, the company acquired 41,402 Redeemable Convertible Bonds B Series having a denomination of €1,000 each.

By virtue of a Subscription Agreement dated 19 August 2019, the company acquired 41,402 Redeemable Convertible Bonds C Series having a denomination of €1,000 each.

By virtue of a Subscription Agreement dated 23 August 2019, the company acquired 42,453 Redeemable Convertible Bonds D Series having a denomination of €1,000 each.

The redeemable convertible bonds are unsecured, bear interest at 3M Euribor + 1.2% per annum and are repayable within 10 years from the date of issuance

By virtue of a Subscription Agreement dated 21 April 2020, the company acquired 354 Redeemable Convertible Bonds A Series having a denomination of €100,000 each.

By virtue of a redemption notice dated 22 May 2020, the company has redeemed 22 Redeemable Convertible Bonds A Series having a denomination of €100,000 each.

By virtue of a Subscription Agreement dated 21 April 2020, the company acquired 108 Redeemable Convertible Bonds B Series having a denomination of €100,000 each.

By virtue of a redemption notice dated 30 December 2020, the company has redeemed 28 Redeemable Convertible Bonds B Series having a denomination of €100,000 each.

The redeemable convertible bonds are unsecured, bear interest at 1% per annum and are repayable within 2 years from the date of issuance.

Figure 4.3: Obligacje wyemitowane przez TREZOR DM LIMITED, kupione przez Ulro Property Holding

Wg. stanu na koniec 2021 roku, spółka ULTRO Property Holding S.a r.l – właściciel spółek obsługujących galerie handlowe w Polsce, posiada zadłużenie wobec spółki TREZOR DM Limited na kwotę rzędu ponad 140 milionów EUR. Co istotne, zasadniczo spółka ULTRO Property Holding S.a r.l. jest winna spółce TREZOR DM LIMITED środki oprocentowane zgodnie ze wskaźnikiem EURIBOR. W praktyce oznacza to, że z biegiem lat, zadłużenie luksemburskiej spółki ULTRO Property Holding S.a r.l. wobec spółki offshore Dariusza Miłka rośnie.

W ostatnich latach zostały także zlikwidowane w Polsce spółki Libra Project – odpowiadające za galerię w Olsztynie (Galeria Warmińska). Ta inwestycja nie jest nigdzie wykazana, co zgadzałoby się z informacjami o sprzedaży przez Dariusza Miłka tej galerii.

Ultrö Property Holding S.à r.l.
(formerly "FORUM RE HOLDING S.à r.l.")
Société à responsabilité limitée

NOTES TO THE ANNUAL ACCOUNTS

For the year ended December 31, 2021
(Expressed in EUR)

6. CREDITORS

a) becoming due and payable within one year:

	31/12/2021	31/12/2020
Trade creditors	646,01	1.853,53
Tax authorities	126.420,67	77.214,39
Amounts owed to credit institution	637,92	0,00
Total	127.704,60	79.072,77

b) becoming due and payable after more than one year:

	Interest rate	Maturity date	31/12/2021	31/12/2020
Redeemable Convertible Bonds A Series	EURIBOR 3M + 1,2%	06/08/2029	7.500.000,00	7.500.000,00
Redeemable Convertible Bonds B Series	EURIBOR 3M + 1,2%	09/08/2029	41.402.000,00	41.402.000,00
Redeemable Convertible Bonds C Series	EURIBOR 3M + 1,2%	19/08/2029	41.402.000,00	41.402.000,00
Redeemable Convertible Bonds D Series	EURIBOR 3M + 1,2%	26/08/2029	42.453.000,00	42.453.000,00
Redeemable Convertible Bonds D Series	WIBOR 6M + 1,4%	20/09/2026	7.950.363,29	0,00
Loan payable to Trezor DM Limited	0.8%	31/12/2022	100.000,00	50.000
Int. on Redeemable Convertible Bonds A Series	EURIBOR 3M + 1,2%	06/08/2029	216.493,00	126.493,00
Int. on Redeemable Convertible Bonds B Series	EURIBOR 3M + 1,2%	09/08/2029	1.186.933,00	690.109,00
Int. on Redeemable Convertible Bonds C Series	EURIBOR 3M + 1,2%	19/08/2029	1.177.405,00	680.581,00
Int. on Redeemable Convertible Bonds D Series	EURIBOR 3M + 1,2%	26/08/2029	1.197.524,00	688.088,00
Int. on Redeemable Convertible Bonds	WIBOR 6M + 1,4%	20/09/2026	37.547,50	0,00
Int. on loan payable to Trezor DM Limited	0.8%	26/08/2029	1.347,95	177,53
Total			144.624.613,74	134.992.448,53

Figure 4.4: Zadłużenie luksemburskiej spółki zarządzającej galeriami w Polsce wobec maltańskiej spółki Dariusza Miłka, dane za 2021 rok

Znając strukturę majątkową Dariusza Miłka znacznie łatwiej spekulować co założyciel CCC faktycznie może i jakie szacunkowo posiada środki/możliwości kredytowania. Medialnym i nośnym tematem jest wykup 14 milionów akcji CCC serii L (i po zmianie M), który spółka ULTRO S.a r.l. proponowała we wrześniu 2022 roku. Z wynikającej logiki, a także chronologii i zdarzeń można wysnuwać teorie, że Dariusz Miłek prawdopodobnie przygotowywał się do operacji wykupu akcji już od czerwca 2022 roku.

Wszystkie przedstawione przez nas dokumenty dotyczące wyników finansowych i innych istotnych danych są publicznie dostępne na stronach rządowych Polski, Luksemburga i Malty w zależności od omawianej spółki.

4.5. Tło sytuacyjne

Prywatny odrzutowiec Miłka (Gulfstream G500 rej. M-DMUC) przez około 1.5 miesiąca zaliczył nietypowy dla tej jednostki postój na biznesowym lotnisku pod Londynem (Farnborough). W tym samym okresie partnerka Dariusza Miłka (Valeriya Musina) podróżowała prywatnym czarterem lotniczym, co przedstawiała w publikowanych materiałach na swoim profilu w serwisie Instagram. Pod sam koniec pobytu w Farnborough, 30.07.2022 roku jednostka odbyła nietypowy lot nad Wielką Brytanią (prawdopodobnie o charakterze biznesowym), a następnie wróciła na domowe lotnisko we Wrocławiu.

Zaraz po zakończeniu się wakacji, gdy rynek wracał do regularnego funkcjonowania, 12 września 2022 spółka ULTRO S.a r.l (podmiot zależny od Dariusza Miłka) złożył wniosek do CCC S.A. o zwołanie Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy z wyznaczonym terminem na dzień 28 października 2022. z załączeniem uchwały na emisję 14 mln akcji serii L imiennych na ULTRO S.a r.l lub podmiot przez ULTRO wskazany. Przy cenie 36.11 PLN za akcję, mowa o dokapitalizowaniu grupy kwotą 500 mln PLN.

Pięć dni po zażądaniu zwołania NWZA - 16.09.2022 - samolot poleciał do Dubaju i powrócił po 2 dniach, aby następnie udać się do hangaru firmy 'Jet Aviation' w Bazylei (serwis, sprzedaż i obsługa odrzutowców). Około 3 tygodnie później (12.10.2022) powstała broszura sprzedażowa Gulfstreama G500 Miłka. Dziewięć dni później 21.10.2022 wpłynął wniosek o przesunięcie NWZA na 17.11.2022 (złożony przez ULTRO S.à r.l) wraz ze zmienionym projektem uchwały. Nowy projekt zakłada emisję 14 mln akcji dwóch serii L oraz M. Zgodnie z brzmieniem tej uchwały Dariusz Miłek wciąż może objąć całość 14 milionów akcji, ale zostawia możliwość na objęcie przez założyciela CCC - 4 356 400 akcji serii L (157 000 000 PLN) oraz pozostałe 9 643 599 akcji serii M (na okaziciela) przez innych inwestorów.

Dwa dni po zażądaniu tej zmiany odrzutowiec wylądował w Nowym Jorku i stał tam 5 dni. Londyn, Nowy Jork i Dubaj, a w tle transakcja na 500 milionów PLN – mogłoby się wydawać, że Dariusz Miłek szuka pieniędzy i niekoniecznie dobrze mu idzie. A może wszystko jest zupełnie inaczej, a Dariusz Miłek ma konkretny plan na restrukturyzację finansów?

W kontekście różnych roszad ciekawie jawi się postać Rafała Brzoski – założyciela InPost. Pytanie więc jest następujące – czy Dariusz Miłek może wraz z Rafałem Brzoską planować i stworzyć silny duet w grupie CCC? Z logicznego punktu widzenia, Panowie mają biznesy, które się uzupełniają i są w stanie wspólnie być bardziej konkurencyjni, tak więc pomysł nie najgorszy. Nie bez znaczenia jest także 500-milionowa inwestycja A&R Investments Limited w MODIVO. Cofnijmy się jednak do czasów kryzysowych w Covid-19.

17 kwietnia 2020 roku dokonano emisji akcji serii I (6.850.000 akcji zwykłych na okaziciela) oraz seria J (6.850.000 akcji imiennych). Emisja nastąpiła w formie subskrypcji prywatnej. Dariusz Miłek (ULTRO S.à r.l) oświadczył 18.03.2020, nawiązując do zażądania zwołania NWZA na 17 kwietnia 2022 chęć objęcia co najmniej 4.787465 akcji serii J, co pozwoli utrzymać proporcję udziału procentowego w głosach na niezmienionym poziomie. 14.05.2020 ULTRO S.à r.l objęło 6 850 000 akcji po cenie 37 zł za akcję, pozbywając się jednocześnie 2.062.535 akcji zwykłych na okaziciela po cenie 37 zł.

Temat Akcji serii J wraca 07 października 2021. Wtedy to wpływa wniosek od Dariusza Miłka (ULTRO S.à r.l) o przekształcenie akcji serii J na zwykłe akcje na okaziciela i dopuszczenie do obrotu na podstawowym rynku GPW. Sugerując się oświadczanym stanem posiadania akcji przez ULTRO S.à r.l, a także analizując wolumeny obrotu – do sprzedaży nie doszło, akcje spoczywają na bilansie ULTRO S.à r.l. Niewykluczone, że akcje te krążyły w części po rynku w celach spekulacyjnych/zarobkowych, lecz bilans posiadania wskazuje odpowiedni poziom.

Taki pakiet akcji odpowiada 9,95% udziałów po nowej emisji akcji L oraz M i daje to szerokie pole do zmian struktur akcjonariatu, ponieważ jest to 2 co do wielkości udziałów pakiet. Skąd w takim wątku postać Pana Rafała Brzoski na kilka miesięcy przed pierwszymi komunikatami dotyczącymi objęcia udziału we własności MODIVO?

W listopadzie 2021 roku Rafał Brzoska objął 2 546 851 udziałów serii B w TREZOR DM Limited – maltańskiej spółce Dariusza Miłka. Emisja udziałów datowana jest na 26 listopada 2021 roku, a sam Brzoska opłacił tę transakcję przelewem na 12 milionów złotych z konta w szwajcarskim UBS. Rafał Brzoska jest jedynym udziałowcem (poza Dariuszem Miłkiem i pośrednio ULTRO S.à r.l) w tej spółce. Emisja udziałów serii B została dokonana specjalnie dla Rafała Brzoski. Dariusz Miłek i ULTRO S.à r.l posiadają serię A.

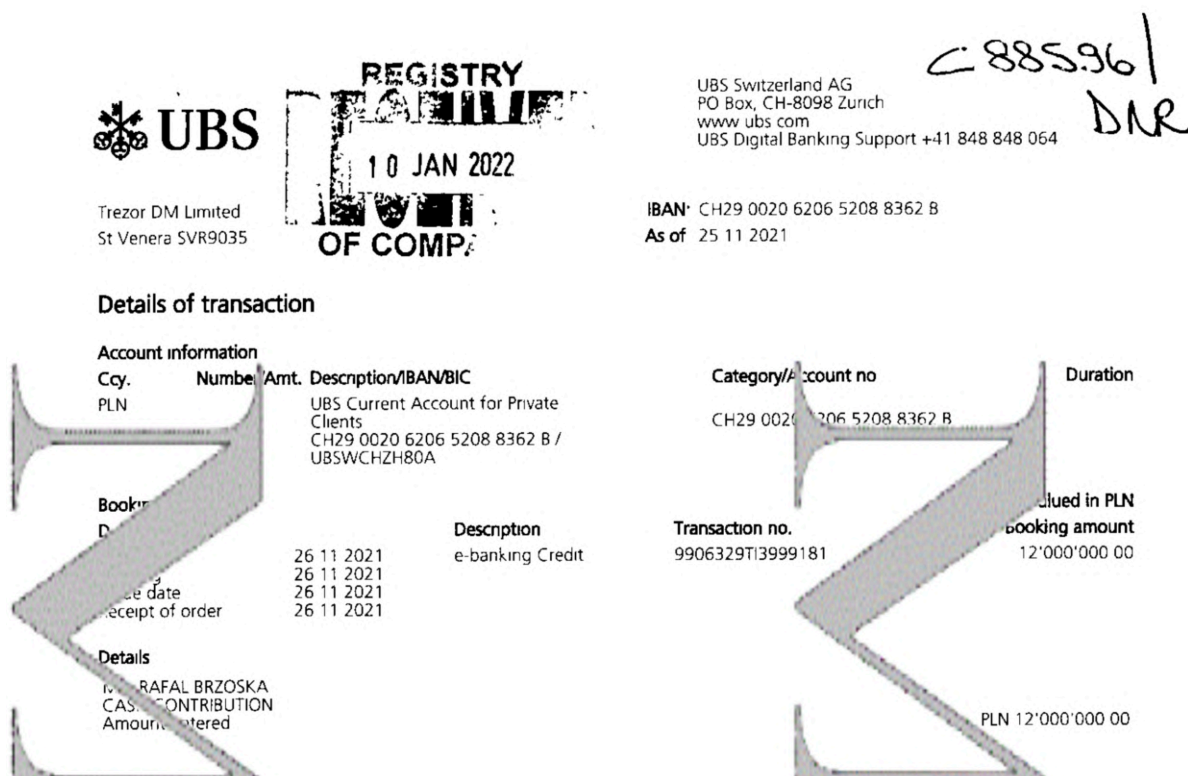


Figure 4.5: Przelew równy wartości 2 546 851 udziałów serii B w TREZOR DM LIMITED

Obecność Rafała Brzoski w „osobistej” spółce offshore na Malcie na wiele miesięcy przed ukazaniem się informacji o współpracy obu Panów zastanawia. Bliskie relacje i wysokie zaufanie między biznesmenami widać po umowie zawartej między Grupą CCC, a A&R Investments Limited. Spółka zarządzana przez Rafała Brzoskę dostarczyła niejako pół miliarda płynności Grupie CCC na okres 3 miesięcy. Objęcie przez A&R udziałów miało odbyć się drogą odkupienia od MKK3 przez CCC 10% udziałów za kwotę 360 milionów PLN, a następną odsprzedaż za 500 mln PLN. Całości dopełnia obecność Rafała Brzoski z partnerką, Valeriyi Musiny na Instagramie, która sugeruje bliskie relacje towarzyskie obu par. Sam Dariusz Miłek bardzo dba o prywatność, jednak zdjęcie Rafała Brzoski z odrzutowcem Miłka w dniu, w którym samolot wrócił z kilkudniowego pobytu we włoskich majątkach Miłka, wskazuje na to, że panowie się przyjaźnią.

Spółka Rafała Brzoski przekazała Grupie CCC zaliczkę w wysokości pełnej zapłaty dnia 22.06.2021, a następnie CCC za pomocą tych środków spłaciło zadłużenie w wysokości 415 milionów PLN. Spłata tej kwoty pozwoliła wypełnić warunki „Umowy Nowego Finansowania”, dzięki której uruchomiono nowe finansowanie w wysokości 1 200 000 000 PLN, przekazane na działalność spółek CCC.eu Sp. z o.o. oraz OFP Sp. z o.o.

Te działania z pewnością ułatwiły Grupie CCC bieżące działania. Wykup udziałów od MKK3 za 360 mln złotych i dalsze przekazanie je do A&R odbyło się 23.09.2021 roku.

Z powyższego wynika, że dzięki takim terminom zapłaty i kwocie w wysokości 500 milionów złotych przekazanych przez A&R Investments Rafała Brzoski uruchomiono nową, znacznie wyższą umowę kredytową. Bliższe spojrzenie w relacje obu Panów wskazuje, że jesteśmy świadkami startu nowej kampanii PR-owej. Biegły rewident CCC – E&Y powątpiewa w dalszą zdolność grupy do działalności, ale ten sam E&Y realizuje także dla świata biznesu podcast o pozytywnym i przyjacielskim wydźwięku.

Podcast prowadzi Omenah Mensach (prywatnie partnerka Rafała Brzoski). W nadchodzącym odcinku ma się pojawić 2 przyjaciół – dwóch polskich miliarderów Dariusz Miłek oraz Rafał Brzoska. Dostępne materiały wskazują na przemyślane budowanie wizerunku przyjacielskich relacji pomiędzy Panami. To razem z faktycznym interesem obu biznesmenów może tworzyć faktyczną podstawę pod tworzenie dłuższego przedsięwzięcia mariażu. Budowanie wizerunku pod potencjalne zmiany w strukturze akcjonariatu nie są niczym nowym, jednak ilość wątków wiążących obu panów w ostatnich 2 latach jest mało przypadkowe. Ciekawi tajemnicza transakcja objęcia udziałów w spółce mocno powiązanej z prywatnym majątkiem Dariusz Miłka.

Anegdotycznie - "TREZOR DM" mógłby oznaczać "Skarbiec Dariusza Miłka".

Dariusz Miłek bardzo mocno dba o wizerunek w mediach (o czym pisał Wprost), a także swoją prywatność. Postać, jej charakter i wizerunek w materiałach dostępnych na kontach społecznościowych Miłków mocno odbiega od tej przedstawionej w ostatnim czasie.



Figure 4.6: Zdjęcie promujące podcast – widoczna nowa kampania PR-owa

Na zdjęciu promującym podcast E&Y, Miłka prezentują w bardzo przystępnej i ciepłej postawie. Ręce ma złożone do przodu, nosi trekkingowe buty, beżowe, nudne kolory ubioru, uniwersalne i bardzo przystępny krój marynarki, niebieska koszula i nienachalny zarost. Wszystko to sprawia wrażenie bardzo rozsądnego przedsiębiorcy, budzącego zaufanie. Zważywszy jednak na wizerunek znany z ostatnich lat, jest to rewolucja i wprawne oko zauważy typowe sztuczki PR-owe.

5

Wnioski

Grupa CCC boryka się z wieloma problemami – natury giełdowej, ekonomicznej, jak i strategicznej. Zmiany w strategii, zmieniająca się branża fashion, silna konkurencja w nowo eksplorowanych gałęziach, a także otoczenie makroekonomiczne niepokoją w kontekście operacyjności Grupy CCC. Widać duże zadłużenie, brak zysków i próbę restrukturyzowania działalności. Wszyscy obserwatorzy rynkowi jednogłośnie twierdzą, że przyszłość grupy zależy głównie od otoczenia makro. Sądząc jednak po działalności i decyzjach Dariusza Miłka, w grupie jest plan na to, aby poprawić sytuację i można spodziewać się działań marketingowych, finansowych i innych, które mogą mieć wpływ na cenę akcji CCC. Podjęcie próby restrukturyzowania nie musi też zakończyć się sukcesem, a na stole może się pojawić temat różnych przejęć wewnątrz środowiska CCC, jak i z zewnątrz.