



Dom Maklerski BDM S.A.

ESOTIQ & HENDERSON

RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy cenę docelową dla walorów spółki do 29,6 PLN/akcję, jednocześnie podnosząc zalecenie z TRZYMAJ do KUPUJ. Niekorzystne otoczenie rynkowe wpływa na znaczne zwiększenie kosztów operacyjnych oraz marży brutto ze sprzedaży. Z drugiej strony coraz większa rozpoznawalność marki, rozwijanie internetowych kanałów sprzedaży oraz popandemiczny powrót do zakupów stacjonarnych pozytywnie odbijają się na przychodach ze sprzedaży. Ze względu na przeciągające się rozmowy dotyczące umowy inwestycyjnej ws. Vosedo oraz brak szczegółów nasza wycena nie uwzględnia tego przedsięwzięcia.

Spółka w poprzednim miesiącu rozpoczęła raportowanie sprzedaży miesięcznej od rekordowych w historii działalności przychodów, które wyniosły w sierpniu'22 29,5 mln PLN (+42% r/r). Oznacza to, że w ciągu dwóch miesięcy (lipiec-sierpień) sprzedaż wyniosła 55,2 mln PLN, wobec 55,5 mln PLN w całym 2Q'22. Zakładając płaskie r/r przychody we wrześniu'22 (co komunikował zarząd na konferencji wynikowej), Esotiq wypracował w 3Q'22 ponad 70 mln PLN (jeszcze nigdy kwartalne przychody nie przekroczyły 60 mln PLN). Jest to efekt sezonowych wyprzedaży, które w tym roku były nieco głębsze ze względu na podwyższony poziom zapasów. Pociągnęło to za sobą spadek marży brutto ze sprzedaży, która w samym sierpniu'22 wyniosła 55%, dlatego obniżamy nasze prognozy w tym zakresie i w całym 3Q'22 spodziewamy się ok. 59%.

Ważnym czynnikiem rozwoju spółki jest rozbudowa internetowych kanałów sprzedaży. W marcu'22 zostały odświeżone cztery sklepy internetowe, a w okolicach października'22 planowane jest uruchomienie aplikacji mobilnej. Spółka akcentuje również dobry performance obecności produktów Esotiq i Henderson na niemieckiej platformie Zalando oraz planuje wejście na pozostałe rynki niemieckojęzyczne. Oprócz tego rozwija również zagraniczną sieć stacjonarną. W 2Q'22 został otwarty drugi salon na Słowacji. Zamknięcie salonów na Ukrainie ograniczyło sprzedaż hurtową, dlatego oczekujemy, że w 2023 r. spółka będzie nadal aktywnie poszukiwać partnerów na innych zagranicznych rynkach. Ciągłe trwają rozmowy z potencjalnymi franczyzobiorcami z Emiratów Arabskich, Kuwejtu i Arabii Saudyjskiej, oczekujemy, że ich rozstrzygnięcie nastąpi w 2023 r.

W ostatnim czasie spółka zintensyfikowała działania marketingowe, a jej reklamy pojawiły się w telewizji. W 4Q'22 planowane jest także uruchomienie aplikacji mobilnej – ważnego kanału sprzedaży, w którym spółka do tej pory nie była obecna. Oczekujemy, że działania te pozytywnie wpłyną na rozpoznawalność marki oraz przychody kolejnych okresów.

W przypadku realizacji naszych założeń spółka handlowana jest przy EV/EBITDA = 3,3x oraz P/E = 5,2x.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	179,9	173,7	205,9	237,3	261,1	283,7
EBIT [mln PLN]	8,8	7,8	22,7	13,4	16,0	12,9
EBITDA [mln PLN]	21,7	22,7	37,4	28,1	30,0	27,2
Wynik netto [mln PLN]	3,9	3,8	16,3	9,3	10,7	8,4
P/E	12,5	12,6	3,0	5,2	4,5	5,8
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7
EV/EBIT	11,2	11,8	2,6	6,9	5,7	6,9
EV/EBITDA	4,5	4,1	1,6	3,3	3,0	3,3
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	1,8	1,2	0,9
DY	2,2%	0,0%	0,0%	8,2%	5,5%	4,3%

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

KUPUJ

(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 29,6 PLN

07 PAŹDZIERNIKA 2022, 14:55 CEST

Wycena końcowa [PLN]	29,6
Potencjał do wzrostu / spadku	36,9%
Koszt kapitału	12,48%
Cena rynkowa [PLN]	21,6
Kapitalizacja [mln PLN]	48,2
Ilość akcji [mln. szt.]	2,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	44,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-21,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-49,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-60,0%
Akcjonariat (% głosów):	
Patronado Ltd.	40,54%
Esotiq & Henderson S. A. (akcje własne)	12,11%
Adam Skrzypek	4,33%
Marek Warzecha	2,55%
Pozostali	40,47%

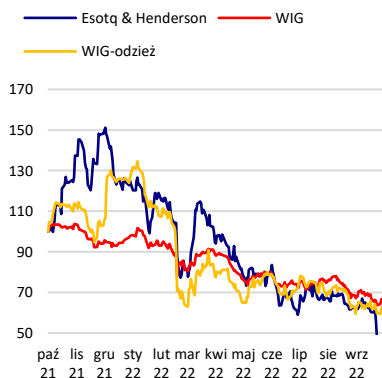
Anna Madziar, DI

anna.madziar@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

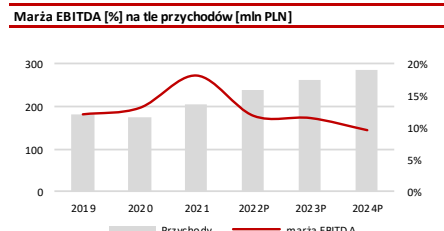
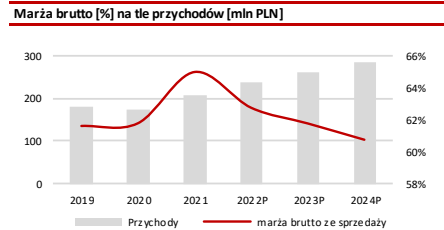
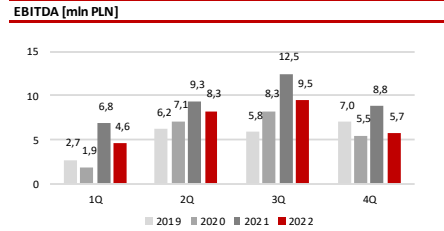
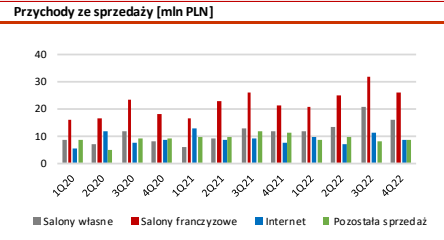
Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI 2Q'22 I PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ.....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	180	174	206	237	261	284	302
Salony własne	46	35	39	62	70	75	78
Salony franczyzowe	83	73	86	103	112	122	129
Internet	17	33	38	37	42	48	55
Pozostała sprzedaż	33	32	42	35	37	39	40
Wynik brutto na sprzedaży	111	107	134	149	161	172	184
Koszty sprzedaży	84	81	93	115	126	136	144
Koszty zarządu	20	19	20	25	23	24	25
EBIT	9	8	23	13	16	13	15
EBITDA	22	23	37	28	30	27	29
Zysk brutto	6	6	21	11	13	10	12
Zysk netto	4	4	16	9	11	8	10
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	74	82	70	70	73	73	74
Rzeczowe aktywa trwałe	12	15	12	13	12	12	12
Aktywa niematerialne	23	21	20	19	22	20	19
Wartość firmy	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Aktywa obrotowe	70	62	84	95	103	110	118
Zapasy	49	39	59	69	76	82	87
Należności z tytułu dostaw i usług	9	8	7	8	9	9	10
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5	9	9	7	6	5	6
Aktywa razem	144	144	154	165	175	183	191
Kapitał własny	51	54	60	55	63	70	77
Zobowiązania długoterminowe	34	41	33	32	33	33	31
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	2	1	0	0	0	0	0
Pożyczka z PFR	0	0	1	0	0	0	0
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	2	3	0	0	-1	-1	-2
Poz. długoterm. zob. fin. z tyt. leasingu lokali	26	32	31	0	0	0	-2
Zobowiązania krótkoterminowe	58	48	61	78	79	81	84
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	14	0	0	0	0	0	0
Krótkoterm. część długoterm. kr. bankowych i pożyczek	0	1	1	15	14	13	12
Pożyczka z PFR	0	4	1	0	0	0	0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	3	4	4	0	0	0	0
Poz. krótkoterm. zob. fin. z tyt. leasingu lokali	9	11	9	0	0	0	0
Pasywa razem	144	144	154	165	175	183	191
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	14	29	24	14	21	19	22
Amortyzacja	13	15	15	15	14	14	15
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5	-2	-2	-7	-6	-4	-3
CAPEX	-5	-2	-3	-5	-6	-4	-3
Przepływy z działalności finansowej	-8	-22	-22	-9	-17	-17	-17
Dywidenda	-1	0	0	-4	-3	-2	-2
Odsetki	-2	-2	-1	-4	-3	-3	-2
Zmiana środków pieniężnych	1	5	-1	-1	-1	-1	1
Środki pieniężne	5	9	9	7	6	5	6
Dynamiki [%]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	16%	-3%	18%	15%	10%	9%	7%
EBITDA	76%	5%	65%	-25%	7%	-9%	8%
Zysk netto	-34%	-1%	325%	-43%	15%	-22%	20%
Wybrane dane i wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Liczba akcji [mln]	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
ROE	8%	7%	27%	17%	17%	12%	13%
ROA	3%	3%	11%	6%	6%	5%	5%
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	1,8	1,2	0,9	1,1
Stopa dywidendy	2,2%	0,0%	0,0%	8,2%	5,5%	4,3%	5,1%
P/E	12,5	12,6	3,0	5,2	4,5	5,8	4,8
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	4,5	4,1	1,6	3,3	3,0	3,3	2,9



- Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji**
- 1) Niekorzystne zmiany kursu USD/PLN;
 - 2) Wysoka inflacja i spadek majątku rozporządzalnego;
 - 3) Polityka zero Covid w Chinach i problemy z łańcuchami dostaw;
 - 4) Przedłużająca się wojna na Ukrainie i eskalacja napięć pomiędzy Rosją a Zachodem;
 - 5) Ryzyko rozbudowy sieci stacjonarnej;
 - 6) Rozwój e-commerce;
 - 7) Sezonowość wyników;
 - 8) Konkurencja rynkowa;
 - 9) Ryzyko nietrafionej kolekcji;
 - 10) Zmiany legislacyjne

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 21,6 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 29,6 PLN. Wycena porównawcza do krajowych i zagranicznych spółek odzieżowych została oparta na prognozach wyników na lata 2022-2024 i dała wartość 1 akcji na poziomie 35,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 29,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	66,1	29,6	37,0%
Wycena porównawcza	79,6	35,7	65,0%
Wycena końcowa	66,1	29,6	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopie wolnej od ryzyka 7% (poprzednio 6,5%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne zmiany w modelu:

- Mimo niekorzystnego otoczenia rynkowego (wojna między Rosją a Ukrainą, wysoka inflacja, niekorzystne kursy walut) spółka odnotowuje większe od naszych wcześniejszych założeń wzrosty przychodów. W całym 2022 spodziewamy się sprzedaży na poziomie 237,3 mln PLN. Jednocześnie wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, w szczególności wzrost wynagrodzeń, kosztów energii oraz czynszów niekorzystnie wpływa na marżę EBIT, która wg naszych prognoz spadnie z 11,0% do 5,7%. Stanowi to jednak wzrost w stosunku do naszych poprzednich przewidywań, które zakładały 4,8%.
- Wysoki kurs USD/PLN nie wpływa znacząco na marżę w 2022 r. Spółka z powodzeniem prowadzi politykę podnoszenia cen, nie tracąc przy tym zainteresowania ze strony klientów. Spadek marży brutto ze sprzedaży w 3Q'22 (zakładamy 59%) spowodowany był głębokimi wyprzedażami, które były konieczne ze względu na napływ towaru z nowej kolekcji przy wysokim poziomie zatowarowania starym asortymentem. Liczymy jednak, że rekordowa sprzedaż w tym okresie, która wg naszych szacunków przebiła 70 mln PLN, wesprze rozpoznawalność spółki wśród szerszego grona potencjalnych klientek. W prognozie przyjmujemy marżę brutto w długim terminie na poziomie 61%.
- Grupa aktywnie rozwija się w technologii RFID. Spodziewamy się, że w 2022 spółka poniesie ponad połowę kosztów przewidzianych na ten projekt (szacujemy, że ok. 2 mln PLN zostało poniesione już w 4Q'21). Pozostała część (ok 3,5 mln PLN) pozostanie do pokrycia w 2023. Oczekujemy przeniesienia części nakładów z 3Q'22 na 4Q'22. Liczymy, że kwota dofinansowania spłynie w proporcji 50/50 w 2022 i 2023 r.
- Pozytywnym zaskoczeniem była decyzja Walnego Zgromadzenia o wypłacie dywidendy w kwocie 2 PLN/akcję. Oczekujemy, że w najbliższych latach spółka będzie chciała regularnie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Zakładamy, że w kolejnych okresach będzie wypłacać 20% zysku netto, a następnie wskaźnik ten będzie wzrastał w miarę wzrostu wyników.
- Spodziewamy się rozwoju sieci salonów stacjonarnych ze szczególnym uwzględnieniem salonów franczyzowych w Polsce i zagranicą. W 2023 i 2024 zakładamy otwarcia po 10 nowych sklepów.
- W modelu przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%. Według naszych wyliczeń w sierpniu'22 spółka przekroczyła kwotę wolną od podatku od sprzedaży detalicznej, jednak nie spodziewamy się powtórzenia sytuacji w kolejnych okresach.
- Dług netto na koniec 2021 skorygowaliśmy o wartość rynkową posiadanych akcji własnych (ok. 270 tys. szt., łącznie 5,8 mln PLN wg ceny rynkowej 21,6 PLN/walor).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 1% (poprzednio 3%).
- W modelu nie uwzględniamy sklepu internetowego Vosedo, który Estotiq tworzy we współpracy z Oponeo.pl ze względu na wydłużający się termin podpisania umowy inwestycyjnej i brak szczegółowych informacji.

Metoda DCF dała wartość spółki Esotiq & Henderson na poziomie 66,1 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 29,6 PLN.

Model DCF

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	237,3	261,1	283,7	302,3	318,4	333,8	347,7	360,9	374,2	387,2
EBIT [mln PLN]	13,4	16,0	12,9	14,8	16,1	16,8	17,0	17,0	17,0	17,0
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,6	3,0	2,5	2,8	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
NOPLAT [mln PLN]	10,9	13,0	10,5	12,0	13,0	13,6	13,8	13,8	13,8	13,8
Amortyzacja [mln PLN]	14,7	14,0	14,2	14,6	14,8	15,1	15,4	15,6	15,8	16,0
CAPEX [mln PLN]	-15,0	-16,3	-14,6	-14,8	-15,1	-15,4	-15,6	-15,8	-15,9	-16,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,1	-3,9	-3,7	-3,0	-2,6	-2,5	-2,2	-2,1	-2,1	-2,1
FCF [mln PLN]	14,6	6,8	6,5	8,8	10,1	10,8	11,3	11,5	11,6	11,6
DFCF [mln PLN]	14,3	5,9	5,1	6,1	6,3	6,0	5,6	5,1	4,6	4,1
Suma DFCF [mln PLN]	63,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	102,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	35,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	99,0									
Dług netto [mln PLN]*	38,8									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	66,1									
Ilość akcji [tys.]	2,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	29,6									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1%

Przychody zmiana r/r	15,3%	10,0%	8,7%	6,5%	5,3%	4,8%	4,2%	3,8%	3,7%	3,5%
EBIT zmiana r/r	-40,9%	19,2%	-19,2%	14,5%	8,8%	4,1%	1,4%	0,3%	0,1%	-0,3%
FCF zmiana r/r	71,7%	-53,9%	-4,0%	35,2%	15,8%	6,5%	4,4%	1,8%	0,6%	0,6%
Marża EBITDA	11,8%	11,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,5%	9,3%	9,0%	8,8%	8,5%
Marża EBIT	5,7%	6,1%	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,4%
Marża NOPLAT	4,6%	5,0%	3,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%
CAPEX / Przychody	6,3%	6,3%	5,1%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%	4,4%	4,2%	4,1%
CAPEX / Amortyzacja	102,4%	116,9%	102,2%	101,5%	101,8%	101,7%	101,5%	101,0%	100,6%	100,2%
Zmiana KO / Przychody	-1,7%	1,5%	1,3%	1,0%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-13,1%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *dług netto skorygowany o 270 tys. szt. akcji własnych

Kalkulacja WACC

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Stopa wolna od ryzyka	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	74,0%	76,0%	77,6%	80,1%	82,4%	84,5%	86,4%	88,2%	89,9%	91,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Udział kapitału obcego	26,0%	24,0%	22,4%	19,9%	17,6%	15,5%	13,6%	11,8%	10,1%	8,5%
WACC	11,4%	11,5%	11,6%	11,8%	11,9%	12,1%	12,2%	12,3%	12,4%	12,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
beta	0,9	28,7	29,9	31,3	33,0	35,0	37,5	40,5	44,4	49,6
	1,0	27,4	28,5	29,8	31,3	33,0	35,2	37,9	41,2	45,6
	1,1	26,1	27,1	28,3	29,6	31,2	33,2	35,5	38,4	42,2
	1,2	25,0	25,9	26,9	28,1	29,6	31,3	33,3	35,9	39,1
	1,3	23,9	24,7	25,6	26,8	28,0	29,6	31,4	33,6	36,4
	1,4	22,8	23,6	24,5	25,5	26,6	28,0	29,6	31,6	34,0
	1,5	21,8	22,5	23,3	24,2	25,3	26,5	28,0	29,7	31,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
premia za ryzyko	2%	35,4	37,3	39,5	42,3	45,7	50,0	55,8	63,8	75,6
	3%	31,3	32,8	34,5	36,5	39,0	42,1	46,1	51,3	58,4
	4%	27,9	29,0	30,4	31,9	33,8	36,1	38,9	42,5	47,1
	5%	25,0	25,9	26,9	28,1	29,6	31,3	33,3	35,9	39,1
	6%	22,4	23,2	24,0	25,0	26,1	27,4	28,9	30,8	33,2
	7%	20,2	20,8	21,5	22,3	23,1	24,2	25,4	26,8	28,5
	8%	18,3	18,8	19,3	19,9	20,6	21,5	22,4	23,5	24,8

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
premia za ryzyko	2%	51,2	49,7	48,3	47,0	45,7	44,4	43,3	42,1	41,1
	3%	45,7	43,9	42,1	40,5	39,0	37,6	36,3	35,0	33,8
	4%	41,1	39,0	37,2	35,4	33,8	32,3	30,9	29,6	28,3
	5%	37,2	35,0	33,0	31,2	29,6	28,0	26,6	25,3	24,1
	6%	33,8	31,6	29,6	27,7	26,1	24,6	23,1	21,8	20,6
	7%	30,9	28,6	26,6	24,8	23,1	21,6	20,3	19,0	17,8
	8%	28,3	26,1	24,1	22,3	20,6	19,2	17,8	16,6	15,5

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

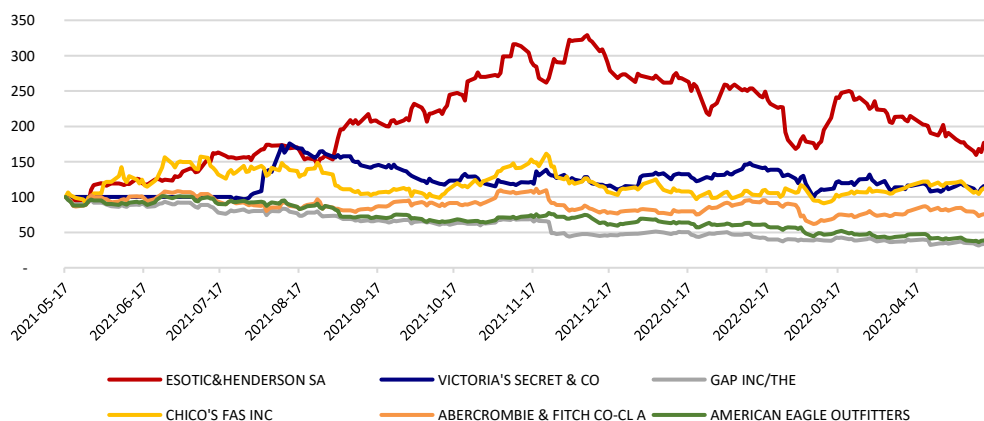
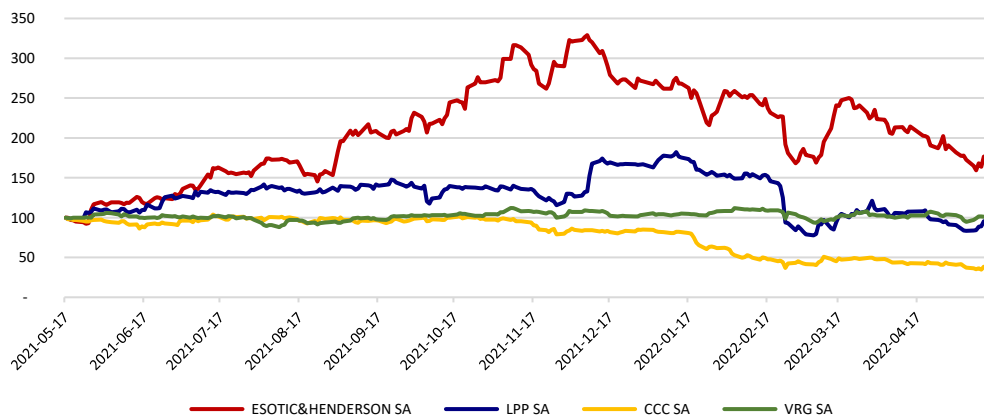
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 polskich i zagranicznych spółek z branży odzieżowej. Wycena jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę (po 33%). Ostateczna wycena Esotiq metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 36,3 PLN. Z uwagi na odmienną strukturę asortymentu spółek z grupy porównawczej, a także zróżnicowaną skalę działalności podmiotów, metodzie przypisujemy 0% udziału w wycenie końcowej.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Firmy odzież/obuwie PL									
LPP	12,2	16,6	11,8	6,3	7,8	5,9	10,1	14,2	9,9
CCC			16,9	7,4	6,2	5,2	41,3	23,9	14,0
V									
Zagraniczne									
VICTORIA'S SECRET	4,0	6,7	6,1	2,1	3,7	2,9	2,9	5,5	4,2
GAP	7,1		12,9	2,8	8,9	4,6	4,6		10,4
CHICO'S FAS	13,5	5,8	5,2	2,3	4,8	4,1	4,7	6,4	5,3
ABERCROMBIE & FITCH	2,8		12,1	0,1	4,2	3,3	0,2	15,2	7,5
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	4,3	15,1	10,2	1,8	5,5	4,2	2,2	11,2	7,3
Mediana	5,7	10,9	11,8	2,3	5,5	4,2	4,6	12,7	7,5
ESOTIQ	5,2	4,5	5,8	3,3	3,0	3,3	6,9	5,7	6,9
Premia/dyskonto grupa	-9%	-59%	-51%	45%	-45%	-22%	51%	-55%	-8%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	23,8	52,3	44,0	8,8	55,1	32,6	7,6	71,5	25,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		40,0			32,2			34,7	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	36,3								

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Zachowanie kursu Esotiq & Henderson na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 2Q'22 I PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ

2Q'22 zgodnie z naszymi oczekiwaniami przyniósł wzrost przychodów ze sprzedaży do 55,5 mln PLN (+12,9% r/r). Spółka odnotowała rekordową marżę brutto na sprzedaży w wysokości 67,7%. Znaczący wzrost widoczny jest też na kosztach sprzedaży (+34% r/r), co przeważało niższy od prognoz zysk operacyjny. Wzrost tych kosztów po części można wytłumaczyć wzrostem sprzedaży – istotną część stanowi prowizja dla franczyzobiorców. Pozostałe wzrosty kosztów można wyjaśnić większą skalą podwyżek wynagrodzeń, wysokim kursem EUR (czystsze są denominowane w tej walucie) oraz wzrostem ceny energii. Spodziewamy się, że zwiększone pozostałe przychody operacyjne wynikają głównie z większego od oczekiwanego poziomu zaliczek z NCBIr związanych z opracowywanymi etykietami RFID.

Spółka w dalszym ciągu obserwowała trend powrotu klientek do salonów stacjonarnych, co przyczyniło się do spadku sprzedaży w kanale internetowym (-18% r/r). Akcje wyprzedawane w 2Q i 3Q'22 zostały zintensyfikowane w celu zmniejszenia ilości zapasów, ponieważ zaczynały już spływać dostawy nowej kolekcji. Z tego powodu w lipcu i sierpniu'22 spadła marża zysku brutto na sprzedaży, jednak bardzo mocno wzrosła sprzedaż (ok. 55 mln PLN w dwa miesiące vs 55,5 mln PLN w całym 2Q'22). Na koniec 2Q'22 zapasy były niższe o ok. 2,6 mln PLN k/k. Mimo trwającego konfliktu zbrojnego na Ukrainie, spółka prowadzi tam działalność, chociaż w ograniczonym zakresie. Rozpoczęła sprzedaż na platformie Zalando w Niemczech i bardzo pozytywnie ocenia pierwsze wyniki sprzedażowe w tym kanale, dlatego chce wchodzić z ofertą do kolejnych krajów niemieckojęzycznych. Na przełomie października'22 ma zostać uruchomiona aplikacja mobilna Esotiq.

W 2Q'22 spółka wygenerowała dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Istotny wpływ na tę część cash flow miało zmniejszenie stanu zobowiązań oraz wzrost amortyzacji. Dług netto po uwzględnieniu akcji własnych wyniósł 45,2 mln PLN, czyli 1,3x EBITDA.

Wyniki 2Q'22 rozczarowały nas głównie przez wzrost kosztów sprzedaży, które mają dalej rosnąć w 2H'22. Zysk netto spółki wyniósł 2,2 mln PLN vs 3,8 mln PLN oczekiwane. Niekorzystne kursy walut nie tylko podnoszą czystsze, ale również negatywnie wpływają na ceny zakupu w kolejnych okresach. Spółka na razie radzi sobie z utrzymaniem marży głównie poprzez zwiększanie cen sprzedaży. Oczekujemy, że do końca roku jest w stanie przerzucić niekorzystne różnice kursowe na klientów, jednak w w dłuższej perspektywie może to być coraz trudniejsze.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	r/r	2Q'22 BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	r/r
Przychody	49,1	55,5	12,9%	55,5	-0,1%	94,9	106,8	12,6%
Wynik brutto na sprzedaży	32,0	37,6	17,6%	37,2	0,9%	60,8	69,4	14,1%
EBITDA	9,3	8,3	-11,2%	8,8	-6,1%	16,1	12,9	-20,1%
EBIT	5,7	4,2	-26,2%	5,3	-21,5%	8,7	5,2	-40,4%
Zysk brutto	5,1	2,9	-41,9%	4,7	-37,3%	7,8	5,7	-26,2%
Zysk netto	4,4	2,2	-48,8%	3,8	-41,2%	6,7	4,6	-31,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	65,0%	67,7%		67,0%		64,1%	64,9%	
Marża EBITDA	18,9%	14,9%		15,8%		17,0%	12,1%	
Marża EBIT	11,5%	7,5%		9,6%		9,2%	4,9%	
Marża zysku netto	8,9%	4,0%		6,8%		7,0%	4,3%	

Źródło: BDM, spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej po 2Q'22:

- na koniec 2Q'22 spółka posiadała 299 salonów (-1% r/r). Spadek wynika z zawieszenia działalności 9 salonów na Ukrainie. W ostatnim kwartale został otarty drugi salon na Słowacji oraz trzy salony w Polsce;
- Esotiq Club ma już ponad 1,2 mln uczestników;
- powrót klientek do salonów spowodował spadek sprzedaży online o 18% r/r, ale wzrost sprzedaży o 50% r/r w salonach;
- spółka coraz więcej kupuje w Bangladeszu, Indiach i Indonezji, 76% produktów jest nadal kupowane w Chinach; firma poszukuje tańszych dostawców aby móc realizować wyższe marże;
- znaczny wzrost kosztów w grupie jest powiązany głównie z kosztami wynagrodzeń, kosztami prowadzenia salonów oraz wzrostem cen energii; na marżę mają też wpływ kursy walut; wzrost kosztów prowadzenia salonów ma być jeszcze wyższy w 2H'22;
- w 2Q'22 liczba odsłon strony sprzedażowej wzrosła o 32% r/r do prawie 16 mln; Esotiq.com ma już ponad 900 tys. użytkowników (+22% r/r);
- spółka poszukuje okazji do ewentualnego otwarcia salonów własnych, głównie w galeriach handlowych;
- sieć franczyzowa jest nadal rozwijana, w planach powiększenie liczby salonów o 10 w tym roku;
- nadal trwają prace techniczne związane z Vosedo.com;
- w 2Q'22 wystartowała sprzedaż na Zalando w Niemczech; spółka oraz partner są zadowoleni, rozpoczęły się rozmowy na temat sprzedaży w innych krajach niemieckojęzycznych poprzez platformę Zalando;
- spółka planuje ekspansję, jednak przed otwarciem sklepów tradycyjnych będzie badać rynek poprzez sprzedaż internetową.

PROGNOZA NA 3Q'22 I PERSPEKTYWA 2023-2024

3Q'22 przyniósł nieoczekiwany wzrost przychodów ze sprzedaży. Sierpień'22 okazał się rekordowym miesiącem pod tym względem w historii spółki. Jedną z przyczyn były głębokie wyprzedaże, jakie zastosowała spółka w tym okresie, co pociągnęło za sobą spadek marży brutto ze sprzedaży. Oczekujemy jednak, że dzięki takim zabiegom spółka pozyskała większą bazę klientów, co zaowocuje w kolejnych okresach.

2Q'22 znalazł się pod wpływem zwiększonych kosztów operacyjnych. Zakładamy, że taka sytuacja utrzyma się również w 2H'22 i kolejnych okresach. Spowoduje to spadek marż EBIT, EBITDA i zysku netto. Spodziewamy się także zwiększonych kosztów marketingu w związku ze zintensyfikowaniem działań marketingowych i pojawieniem się reklam Esotiq'a w telewizji. Zakładamy, że wpłynie to pozytywnie na wizerunek i rozpoznawalność marki, a co za tym idzie – także przychody. Mimo pogarszającego się wskaźnika nastrojów konsumenckich spółka nie zauważa zmniejszenia aktywności zakupowej ani kierowania się klientów w stronę tańszych produktów. Zakładamy, że do końca roku trend ten zostanie utrzymany.

W 3Q'22 ruszyła sprzedaż na platformie Vosedo.com – projektu realizowanego we współpracy z Oponeo.pl. Ze względu na dalszy brak umowy inwestycyjnej nie został on ujęty w wynikach spółki.

3Q'21 stanowi wysoką bazę ze względu na niższe koszty funkcjonowania sklepów (koszty pracownicze, energii, najmu). Oczekujemy, że przy wysokim wroście przychodów nastąpi spadek EBIT. Szacujemy, że koszty finansowe pozostaną na podobnym poziomie, co w 2Q'22 ze względu na wzrost kosztów obsługi kredytów oraz stawek leasingu. Pozytywnie oceniamy sprawność spółki w przeliczaniu niekorzystnych zmian kursów walut na ceny produktów bez negatywnego wpływu na poziom sprzedaży.

Prognozy wyników na kolejne okresy [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	r/r	1-3Q'21	1-3Q'22	r/r	2021	2022P*	r/r
Przychody	59,9	71,5	19,4%	154,8	178,3	15,2%	205,9	237,3	15,3%
salony własne	12,7	20,8	63,4%	27,6	45,9	66,1%	39,2	61,8	57,7%
salony franczyzowe	25,9	31,7	22,6%	65,0	77,4	19,1%	86,4	103,2	19,5%
Internet	9,1	11,2	24,1%	30,4	28,0	-7,8%	37,9	36,6	-3,3%
pozostała sprzedaż	11,6	7,8	-33,0%	30,6	26,0	-15,1%	42,0	34,6	-17,6%
Wynik brutto na sprzedaży	38,6	42,1	9,1%	99,4	111,4	12,1%	133,7	148,9	11,4%
EBITDA	12,5	9,5	-24,1%	28,6	22,3	-21,8%	37,4	28,1	-24,9%
EBIT	8,9	6,0	-32,1%	17,6	11,2	-36,2%	22,7	13,4	-40,9%
Zysk brutto	8,6	4,8	-44,4%	16,3	10,5	-35,7%	20,7	11,5	-44,5%
Zysk netto	7,5	3,9	-48,5%	14,1	8,4	-40,5%	16,3	9,3	-43,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,4%	58,8%		64,2%	62,5%		65,0%	62,8%	
Marża EBITDA	20,8%	13,2%		18,5%	12,5%		18,2%	11,8%	
Marża EBIT	14,8%	8,4%		11,4%	6,3%		11,0%	5,7%	
Marża zysku netto	12,5%	5,4%		9,1%	4,7%		7,9%	3,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

* prognozy wyników na 2022 nie obejmują Vosedo

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 18.05.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	214,8	237,3	10,5%	236,6	261,1	10,4%	258,6	283,7	9,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	132,9	148,9	12,0%	143,8	161,3	12,2%	157,2	172,5	9,7%
EBITDA	24,5	28,1	14,5%	28,0	30,0	7,1%	27,9	27,2	-2,5%
EBIT	10,3	13,4	30,4%	13,9	16,0	14,9%	13,7	12,9	-5,3%
Wynik brutto	8,8	11,5	29,9%	12,3	13,2	7,7%	12,2	10,3	-15,4%
Wynik netto	7,2	9,3	29,9%	10,0	10,7	7,7%	9,9	8,4	-15,4%
marża brutto	61,9%	62,8%		60,8%	61,8%		60,8%	60,8%	
marża EBITDA	11,4%	11,8%		11,8%	11,5%		10,8%	9,6%	
marża EBIT	4,8%	5,7%		5,9%	6,1%		5,3%	4,6%	
marża netto	3,3%	3,9%		4,2%	4,1%		3,8%	2,9%	
USD/PLN	4,4205	4,5298	2,5%	4,7169	5,1087	8,3%	4,8364	5,2965	9,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	74,0	81,9	69,5	69,8	72,6	73,3	73,8	74,4	74,9	75,4	75,7	76,1
Rzeczowe aktywa trwałe	12,0	14,5	12,3	13,3	11,9	12,1	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Aktywa niematerialne	23,0	20,9	20,0	19,1	21,6	20,5	19,4	18,5	17,6	16,8	16,1	15,4
Wartość firmy	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Aktywa obrotowe	69,7	61,7	84,0	95,4	102,6	109,8	117,6	125,1	132,9	139,9	147,0	154,3
Zapasy	48,8	38,9	59,5	68,7	75,5	82,1	87,5	92,1	96,6	100,6	104,4	108,3
Należności z tytułu dostaw i usług	9,1	7,9	6,8	7,9	8,7	9,4	10,1	10,6	11,1	11,6	12,0	12,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,6	9,3	8,8	7,4	6,0	5,0	6,0	7,6	9,9	11,9	14,2	16,6
Aktywa razem	143,7	143,5	153,5	165,2	175,2	183,1	191,4	199,4	207,8	215,3	222,8	230,4
Kapitał własny	51,1	54,0	60,0	55,2	63,3	69,6	77,1	84,8	93,0	100,7	108,5	116,3
Kapitał podstawowy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe	34,2	41,2	33,0	32,5	32,5	32,6	30,6	28,6	26,6	24,6	22,7	20,7
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	1,9	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczka z PFR	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	2,1	3,1	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,5	-2,0	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe z tytułu leasingów lokali	26,2	32,4	30,6	0,0	0,0	0,0	-2,0	-4,0	-6,0	-8,0	-10,0	-12,0
Zobowiązania krótkoterminowe	58,4	48,3	60,6	77,5	79,4	81,0	83,7	86,0	88,1	90,0	91,7	93,4
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	13,7	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Krótkoterminowa część długoterminowych kredytów bankowych i pożyczek	0,5	1,0	1,0	15,2	14,2	13,3	12,3	11,3	10,4	9,4	8,4	7,5
Pożyczka z PFR	0,0	3,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	2,9	3,7	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe z tytułu leasingów lokali	8,8	10,8	9,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	143,7	143,5	153,5	165,2	175,2	183,1	191,4	199,4	207,8	215,3	222,8	230,4
Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	179,9	173,7	205,9	237,3	261,1	283,7	302,3	318,4	333,8	347,7	360,9	374,2
Salony własne	45,5	34,9	39,2	61,8	70,1	74,7	78,0	80,7	83,1	86,2	89,3	91,9
Salony franczyzowe	83,4	73,2	86,4	103,2	111,8	121,7	129,4	135,3	140,3	143,1	145,0	146,7
Internet	16,7	32,9	37,9	36,6	42,1	48,4	55,2	62,4	69,8	77,5	85,3	93,8
Pozostała sprzedaż	33,2	31,7	42,0	34,6	37,0	38,9	39,7	40,1	40,5	40,9	41,3	41,7
Wynik brutto na sprzedaży	110,9	107,4	133,7	148,9	161,3	172,5	183,8	193,6	202,9	211,4	219,4	227,5
Koszty sprzedaży	84,3	80,8	92,8	115,1	125,6	135,6	144,3	152,3	160,7	168,7	176,4	184,2
Koszty zarządu	19,8	18,6	20,1	24,6	23,0	24,0	24,7	25,2	25,4	25,7	25,9	26,2
EBIT	8,8	7,8	22,7	13,4	16,0	12,9	14,8	16,1	16,8	17,0	17,0	17,0
EBITDA	21,7	22,7	37,4	28,1	30,0	27,2	29,4	30,9	31,9	32,4	32,6	32,8
Zysk brutto	5,9	5,9	20,7	11,5	13,2	10,3	12,3	13,8	14,6	15,0	15,3	15,4
Zysk netto	3,9	3,8	16,3	9,3	10,7	8,4	10,0	11,2	11,8	12,2	12,4	12,5
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	13,7	29,1	23,9	14,0	21,3	19,2	21,7	23,5	24,4	25,0	25,4	25,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,8	-2,2	-2,3	-6,6	-5,8	-3,6	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
Przepływy z działalności finansowej	-7,9	-22,2	-22,2	-8,7	-16,9	-16,6	-17,2	-18,4	-18,7	-19,6	-19,6	-19,6
Przepływy pieniężne netto	1,0	4,6	-0,5	-1,3	-1,5	-1,0	1,0	1,6	2,2	2,0	2,3	2,5
Środki pieniężne na początek okresu	3,6	4,6	9,3	8,8	7,4	6,0	5,0	6,0	7,6	9,9	11,9	14,2
Środki pieniężne na koniec okresu	4,6	9,3	8,8	7,4	6,0	5,0	6,0	7,6	9,9	11,9	14,2	16,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	16,0%	-3,4%	18,5%	15,3%	10,0%	8,7%	6,5%	5,3%	4,8%	4,2%	3,8%	3,7%
EBITDA zmiana r/r	75,6%	4,7%	64,6%	-24,9%	6,8%	-9,4%	8,0%	5,4%	3,0%	1,5%	0,8%	0,6%
EBIT zmiana r/r	-1,4%	-11,0%	190,9%	-40,9%	19,2%	-19,2%	14,5%	8,8%	4,1%	1,4%	0,3%	0,1%
Zysk netto zmiana r/r	-33,6%	-0,7%	325,0%	-43,0%	15,3%	-22,1%	19,5%	11,9%	6,0%	2,8%	1,5%	1,3%
Marża brutto na sprzedaży	61,6%	61,8%	65,0%	62,8%	61,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%
Marża EBITDA	12,1%	13,1%	18,2%	11,8%	11,5%	9,6%	9,7%	9,7%	9,5%	9,3%	9,0%	8,8%
Marża EBIT	4,9%	4,5%	11,0%	5,7%	6,1%	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%
Marża brutto	3,3%	3,4%	10,1%	4,8%	5,1%	3,6%	4,1%	4,3%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%
Marża netto	2,2%	2,2%	7,9%	3,9%	4,1%	2,9%	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%
COGS / przychody	38,4%	38,2%	35,0%	37,2%	38,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%
SG&A / przychody	57,9%	57,2%	54,8%	58,9%	57,0%	56,2%	55,9%	55,7%	55,8%	55,9%	56,1%	56,2%
SG&A / COGS	150,9%	149,8%	156,4%	158,1%	149,1%	143,4%	142,6%	142,2%	142,3%	142,6%	143,0%	143,4%
ROE	7,6%	7,1%	27,2%	16,9%	17,0%	12,0%	13,0%	13,2%	12,7%	12,1%	11,4%	10,8%
ROA	2,7%	2,7%	10,6%	5,6%	6,1%	4,6%	5,2%	5,6%	5,7%	5,7%	5,5%	5,4%
Dług	56,0	56,0	47,5	15,4	14,0	12,5	9,0	5,5	2,1	-0,8	-3,8	-6,8
D / (D+E)	52,3%	50,9%	44,2%	21,8%	18,1%	15,2%	10,5%	6,1%	2,2%	-0,8%	-3,6%	-6,2%
D / E	109,6%	103,7%	79,2%	27,9%	22,0%	17,9%	11,7%	6,5%	2,3%	-0,8%	-3,5%	-5,8%
Dług netto	51,4	46,8	35,9	50,1	48,6	46,6	42,6	38,0	32,8	27,8	22,6	17,1
Dług netto / kapitał własny	1,0	0,9	0,6	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	2,4	2,1	1,0	1,8	1,6	1,7	1,5	1,2	1,0	0,9	0,7	0,5
Dług netto / EBIT	5,8	6,0	1,6	3,7	3,0	3,6	2,9	2,4	2,0	1,6	1,3	1,0
EV	99,6	95,0	84,1	98,3	96,8	94,8	90,8	86,2	81,0	76,1	70,8	65,4
Dług / EV	56,2%	59,0%	56,5%	15,7%	14,4%	13,2%	9,9%	6,4%	2,6%	-1,1%	-5,4%	-10,4%
CAPEX / Przychody	2,8%	1,4%	1,4%	2,0%	2,2%	1,3%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	39,1%	15,8%	19,5%	32,3%	41,3%	25,2%	23,7%	23,4%	23,0%	22,6%	22,2%	22,0%
Amortyzacja / Przychody	7,2%	8,6%	7,1%	6,2%	5,4%	5,0%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%
Zmiana KO / Przychody	-3,4%	4,6%	-5,4%	1,7%	-1,5%	-1,3%	-1,0%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-24,8%	-130,7%	-34,4%	13,1%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
P/E*	12,5	12,6	3,0	5,2	4,5	5,8	4,8	4,3	4,1	4,0	3,9	3,9
P/BV*	0,9	0,9	0,8	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CE*	2,9	2,6	1,6	2,0	2,0	2,1	2,0	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7
EV/EBITDA*	4,5	4,1	1,6	3,3	3,0	3,3	2,9	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8
EV/EBIT*	11,2	11,8	2,6	6,9	5,7	6,9	5,8	5,0	4,5	4,1	3,8	3,5
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
BVPS	23,2	25,4	28,6	24,7	28,3	31,2	34,5	38,0	41,6	45,1	48,6	52,1
EPS	1,7	1,7	7,3	4,2	4,8	3,7	4,5	5,0	5,3	5,5	5,5	5,6
CEPS	7,5	8,4	13,9	10,7	11,1	10,1	11,0	11,6	12,1	12,3	12,5	12,7
FCFPS	3,9	12,0	9,4	4,1	6,9	7,0	8,2	8,9	9,4	9,7	9,8	9,9
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	1,8	1,2	0,9	1,1	1,5	1,6	2,0	2,0	2,1
DY	2,2%	0,0%	0,0%	8,2%	5,5%	4,3%	5,1%	7,1%	7,6%	9,3%	9,5%	9,6%
Payout ratio	27,6%	0,0%	0,0%	42,3%	24,7%	24,7%	24,7%	30,9%	30,9%	37,0%	37,0%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 21,6 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Krzysztof Tkocz

Analitik rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Anna Madziar

Młodszy analitik rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: kajetan.sroczyński@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	29,6	Trzymaj	37,0	07.10.2022*	14:55 CEST	21,6	47 158
Trzymaj	37,0	Kupuj	57,1	18.05.2022*	17:30 CEST	37,4	56 293
Kupuj**	57,1	-	-	31.08.2021*	07:00 CEST	33,7	70 527

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

** autorem raportu był Adrian Górniak

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	60%	0	0%
Akumuluj	1	20%	1	50%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	20%	1	50%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 07.10.2022 roku (14:55 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 07.10.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane *
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.