



Dom Maklerski BDM S.A.

ESOTIQ & HENDERSON

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy cenę docelową dla walorów spółki do 32,8 PLN/akcję, jednocześnie zmieniając zalecenie z KUPUJ na AKUMULUJ. Zakładamy spowolnienie wzrostu kosztów operacyjnych przy jednoczesnym utrzymaniu marży brutto ze sprzedaży na poziomie powyżej 63% w 2023 r. Z powodu wycofania się Oponeo.pl z inwestycji w platformę Vosedo.com oczekujemy, że zostanie ona zakwalifikowana jako jeden ze sklepów internetowych grupy i wesprze wyniki sprzedaży online.

W 4Q'22 spółka osiągnęła przychody o ok. 14% wyższe niż rok wcześniej przy marży brutto na sprzedaży niższej o 4 p.p. Przy wyższym r/r poziomie USD/PLN spadek marży nie jest zaskoczeniem, ale przez wyższe koszty operacyjne szacujemy wystąpienie w 4Q'22 straty na poziomie netto. Widzimy jednak pozytywne perspektywy na 2023 r. Oczekujemy istotnego spowolnienia dynamiki wzrostu kosztów w br. Z drugiej strony spółka z powodzeniem podnosi ceny towarów bez utraty klientów, co naszym zdaniem będzie kontynuować w kolejnych kwartałach.

W grudniu'22 spółka Oponeo.pl wycofała się ze wspólnej inwestycji w Vosedo.com. Esotiq postanowił samodzielnie rozwijać multibrandową platformę. Spodziewamy się, że zostanie ona zakwalifikowana jako jeden z należących do grupy sklepów internetowych i raportowany w ten sam sposób. Biorąc pod uwagę trudny okres dla promowania nowej platformy, podchodzimy konserwatywnie do wyników z tego tytułu w kolejnych kwartałach, jednak w długim okresie w naszej opinii Vosedo będzie mocnym wsparciem w rozwoju segmentu online.

Konserwatywnie podchodzimy także do rozwoju sieci salonów stacjonarnych. W najbliższych latach oczekujemy otwierania 6-7 nowych salonów rocznie (w ostatniej rekomendacji zakładaliśmy 10). Nasze założenia obniżaliśmy głównie ze względu na wzrost kosztów dostosowywania lokali. Spółka aktualnie musi stawić czoła bieżącemu wzrostowi kosztów działalności, szczególnie presji na wzrost wynagrodzeń, dlatego spodziewamy się, że efektem może być niższy poziom inwestycji w kolejne salony stacjonarne.

Dodatkowymi wydatkami, zwiększającymi koszty ogólnego zarządu, są nakłady na badania technologii RFID w celu stworzenia sklepów autonomicznych. Jest to projekt, który potrwa do końca 2023 r., szacujemy, że do końca 2022 r. spółka poniosła 6,7 mln PLN kosztów z nim związanych i otrzymała ok. 3 mln PLN dofinansowania. Całkowity koszt projektu ma wynieść 11,2 mln PLN, a dofinansowanie 6,7 mln PLN.

Podkreślamy, że rok 2021 stanowi wysoką bazę dzięki zbiegowi pozytywnych dla spółki czynników (korzystny kurs USD/PLN, popandemiczny powrót do zakupów stacjonarnych, niższe koszty działalności), jednak uważamy, że spółka wykorzystała ten czas i dobre wyniki do umocnienia swojej pozycji na rynku, zwiększenia bazy klientów i poszerzenia funkcjonalności sprzedaży.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	179,9	173,7	205,9	240,6	265,7	287,5
EBIT [mln PLN]	8,8	7,8	22,7	11,6	18,8	19,7
EBITDA [mln PLN]	21,7	22,7	37,4	26,8	34,1	34,7
Wynik netto [mln PLN]	3,9	3,8	16,3	7,4	11,4	12,7
P/E	17,7	17,8	4,2	9,3	6,0	5,4
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,2	1,0	0,9
EV/EBIT	13,5	14,5	3,5	10,4	6,3	5,7
EV/EBITDA	5,5	5,0	2,1	4,5	3,4	3,3
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	1,8	0,8	1,2
DY	1,6%	0,0%	0,0%	5,7%	2,6%	4,0%

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

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 32,8 PLN

14 LUTEGO 2023, 14:20 CET

Wycena końcowa [PLN]	32,8
Potencjał do wzrostu / spadku	6,9%
Koszt kapitału	12,6%
Cena rynkowa [PLN]	30,7
Kapitalizacja [mln PLN]	68,6
Ilość akcji [mln. szt.]	2,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	31,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	19,6
Stopa zwrotu za 3 mc	18,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	0,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-21,1%
Akcjonariat (% głosów):	
Patronado Ltd.	40,54%
Esotiq & Henderson S. A. (akcje własne)	11,29%
Adam Skrzypek	4,55%
Marek Warzecha	2,55%
Pozostali	41,07%

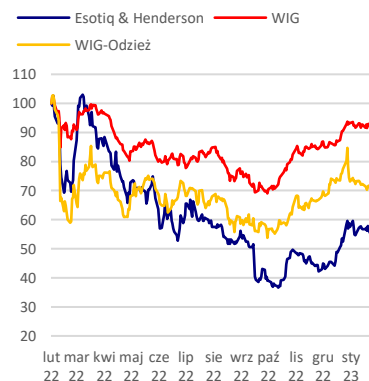
Anna Tobiasz, DI

anna.tobiasz@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.

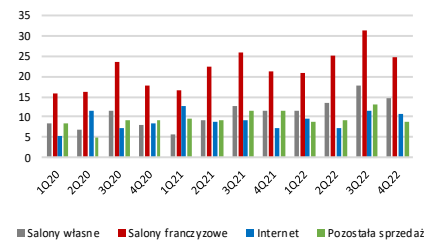
SPIS TREŚCI:

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

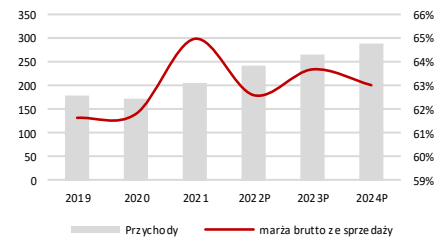
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	180	174	206	241	266	287	311
Salony własne	46	35	39	57	64	70	77
Salony franczyzowe	83	73	86	102	113	122	131
Internet	17	33	38	39	45	52	59
Pozostała sprzedaż	33	32	42	40	44	44	44
Wynik brutto na sprzedaży	111	107	134	151	169	181	196
Koszty sprzedaży	84	81	93	117	127	137	148
Koszty zarządu	20	19	20	26	27	25	27
EBIT	9	8	23	12	19	20	20
EBITDA	22	23	37	27	34	35	35
Zysk brutto	6	6	21	9	14	16	17
Zysk netto	4	4	16	7	11	13	14
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	74	82	70	68	67	67	66
Rzeczowe aktywa trwałe	12	15	12	13	13	13	13
Aktywa niematerialne	23	21	20	19	18	17	17
Wartość firmy	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Aktywa obrotowe	70	62	84	95	105	120	126
Zapasy	49	39	59	69	75	83	89
Należności z tytułu dostaw i usług	15	13	15	18	22	25	27
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5	9	9	6	6	10	7
Aktywa razem	144	144	154	163	173	187	192
Kapitał własny	51	54	60	56	66	76	86
Zobowiązania długoterminowe	34	41	33	29	29	29	29
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	2	1	1	1	1	1	1
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	28	36	28	24	24	24	24
Zobowiązania krótkoterminowe	58	48	61	78	78	83	76
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	14	5	2	24	23	22	21
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	12	15	14	16	15	15	16
Pasywa razem	144	144	154	163	173	187	192
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	14	29	24	4	21	26	17
Amortyzacja	13	15	15	15	15	15	15
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5	-2	-2	-7	-4	-4	-4
CAPEX	-5	-2	-3	-5	-4	-4	-4
Przepływy z działalności finansowej	-8	-22	-22	0	-17	-18	-17
Dywidenda	-1	0	0	-4	-2	-3	-3
Odsetki	-2	-2	-1	-4	-5	-4	-3
Zmiana środków pieniężnych	1	5	-1	-3	0	4	-4
Środki pieniężne	5	9	9	6	6	10	7
Dynamiki [%]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	16%	-3%	18%	17%	10%	8%	8%
EBITDA	76%	5%	65%	-28%	27%	2%	1%
Zysk netto	-34%	-1%	325%	-55%	55%	11%	9%
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%	13%	17%	17%	16%
ROA	3%	3%	11%	5%	7%	7%	7%
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	1,8	0,8	1,2	1,4
Stopa dywidendy	1,6%	0,0%	0,0%	5,7%	2,6%	4,0%	4,5%
P/E	17,7	17,8	4,2	9,3	6,0	5,4	4,9
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,2	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	5,5	5,0	2,1	4,5	3,4	3,3	3,3

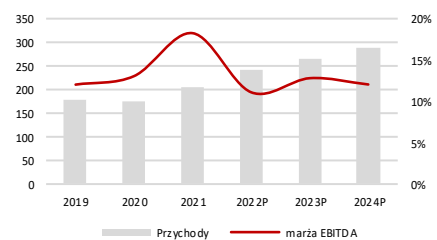
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Marża brutto [%] na tle przychodów [mln PLN]



Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Niekorzystne zmiany kursu USD/PLN;
- 2) Wysoka inflacja i spadek majątku rozporządzalnego;
- 3) 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 30,7 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2023-2032 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 32,8 PLN. Wycena porównawcza do krajowych i zagranicznych spółek odzieżowych została oparta na prognozach wyników na lata 2023-2024 i dała wartość 1 akcji na poziomie 64,1 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 32,8 PLN.

Podsumowanie wyceny

	mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	73,3	32,8	6,9%
Wycena porównawcza	143,2	64,1	108,9%
Wycena końcowa	73,3	32,8	6,9%

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 6,1% (poprzednio 7,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5% (poprzednio 5%). Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne zmiany w modelu:

- Mimo utrzymującej się wysokiej inflacji i niekorzystnego otoczenia makroekonomicznego, spółka cały czas odnotowuje wzrosty sprzedaży. Zauważamy jednak zmianę jej struktury – w 4Q'22 sprzedaż internetowa okazała się wyższa od naszych oczekiwań, za to mniejszą dynamikę odnotowała sprzedaż stacjonarna. Oczekujemy, że w kolejnych kwartałach dodatnia dynamika utrzyma się we wszystkich obszarach.
- Szacunkowe skonsolidowane przychody w styczniu'23 wyniosły 20,5 mln PLN (+20% r/r). Przychody ze sprzedaży internetowej wzrosły do 4,5 mln PLN (+15% r/r), natomiast marża brutto na sprzedaży wyniosła ok. 64% (+1 p.p. r/r). Zakładamy zachowanie dynamiki wzrostu sprzedaży zarówno w kanale online, jak i offline w całym 1Q'23. Oczekujemy, że w bieżącym kwartale marża brutto na sprzedaży wyniesie ok. 63% (+1 p.p. r/r).
- W grudniu'22 spółka poinformowała o zawarciu z Oponeo.pl, Patronado Limited, Sławomirem Rybką oraz Vosedo porozumienia o zgodnym rozwiązaniu umowy inwestycyjnej dotyczącej spółki Vosedo. Oczekujemy, że uruchomiony w 2022 r. sklep internetowy zasili ofertę sprzedaży online spółki. Spodziewamy się, że w 2023 r. wpływ ten nie będzie istotny, jednak w kolejnych latach oczekujemy pozytywnej kontrybucji w przychodach spółki. Ze względu na model działalności (platforma multibrandowa, częściowy dropshipping) marża uzyskiwana ze sprzedaży na tej platformie będzie niższa niż osiągnięta w sklepach Esotiq.
- W związku z umocnieniem się PLN do USD podnosimy prognozy marży brutto na sprzedaży z 61% do 63,7% w 2023 r., ok. 63% w 2024 i 2025. Utrzymujemy założenie 61% w długim okresie.
- Szacujemy, że wartość nakładów na projekt związany z etykietami RFID w 2022 wyniosła ok. 4,8 mln PLN. Pozostała część (ok. 4,5 mln PLN) zostanie poniesiona w 2023 r. W poprzedniej rekomendacji szacowaliśmy wartość nakładów z tego tytułu w 2023 r. na 3,5 mln PLN. Spodziewamy się, że w 2022 wartość dofinansowania projektu wyniosła 3 mln PLN, dlatego oczekujemy, że w 2023 r. spółka otrzyma z tego tytułu ok. 3,7 mln PLN.
- Ze względu na sytuację makroekonomiczną redukujemy nasze oczekiwania co do rozbudowy sieci salonów stacjonarnych. W ostatniej rekomendacji zakładaliśmy otwarcie w 2023 i 2024 po 10 nowych sklepów, aktualnie spodziewamy się otwierania 6-7 salonów rocznie.
- W 4Q'22 spółka zbyła na rzecz pracowników 22,5 tys. akcji własnych po cenie 1 PLN za walor. Szacujemy koszty finansowe z tego tytułu w wysokości ok. 0,7 mln PLN.
- Zmianie uległa stopa wolna od ryzyka z 7,0% do 6,1% oraz premia za ryzyko z 5,0% do 6,5%.

Metoda DCF dała wartość spółki Esotiq & Henderson na poziomie 73,3 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 32,8 PLN.

Model DCF

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	265,7	287,5	310,9	327,9	343,4	358,2	371,1	383,1	396,1	410,8
EBIT [mln PLN]	18,8	19,7	20,1	20,4	21,5	22,7	23,8	24,7	25,6	26,8
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]	3,6	3,7	3,8	3,9	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1
NOPLAT [mln PLN]	15,2	15,9	16,3	16,6	17,4	18,4	19,3	20,0	20,8	21,7
Amortyzacja [mln PLN]	15,3	15,1	14,9	15,1	14,8	14,6	14,6	14,5	14,4	14,2
CAPEX [mln PLN]	-13,9	-14,0	-14,1	-13,8	-13,8	-13,9	-13,9	-13,8	-13,6	-13,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-8,5	-6,1	-14,6	-4,2	-3,9	-3,7	-3,2	-3,0	-3,2	-3,6
FCF [mln PLN]	8,1	10,9	2,6	13,7	14,6	15,4	16,7	17,7	18,3	18,7
DFCF [mln PLN]	7,4	9,0	1,9	9,0	8,6	8,1	7,8	7,4	6,8	6,2
Suma DFCF [mln PLN]	72,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	162,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	53,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	125,7									
Dług netto [mln PLN]*	52,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	73,3									
Ilość akcji [tys.]	2,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	32,8									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1%

Przychody zmiana r/r	10,4%	8,2%	8,1%	5,5%	4,7%	4,3%	3,6%	3,2%	3,4%	3,7%
EBIT zmiana r/r	61,5%	4,7%	2,2%	1,6%	5,4%	5,3%	4,9%	3,7%	3,9%	4,4%
FCF zmiana r/r	91,7%	34,5%	-76,4%	430,5%	6,8%	5,6%	8,3%	6,0%	3,2%	2,5%
Marża EBITDA	12,8%	12,1%	11,3%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%	10,0%
Marża EBIT	7,1%	6,8%	6,5%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%
Marża NOPLAT	5,7%	5,5%	5,2%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
CAPEX / Przychody	5,2%	4,9%	4,5%	4,2%	4,0%	3,9%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	91,1%	92,7%	94,3%	91,0%	93,1%	95,1%	95,6%	95,1%	94,8%	95,2%
Zmiana KO / Przychody	3,2%	2,1%	4,7%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	33,8%	27,9%	62,3%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *dług netto skorygowany o 252 tys. szt. akcji własnych

Kalkulacja WACC

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%
Udział kapitału własnego	63,7%	66,7%	67,7%	70,6%	73,4%	75,8%	78,1%	80,2%	82,0%	83,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	36,3%	33,3%	32,3%	29,4%	26,6%	24,2%	21,9%	19,8%	18,0%	16,4%
WACC	11,1%	11,3%	11,4%	11,6%	11,8%	12,0%	12,2%	12,4%	12,5%	12,6%

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	32,8	34,8	37,0	39,6	42,8	46,7	51,5	57,7	66,0
	1,0	30,4	32,1	34,1	36,4	39,1	42,5	46,6	51,8	58,6
	1,1	28,1	29,6	31,4	33,4	35,8	38,7	42,2	46,6	52,3
	1,2	26,0	27,3	28,9	30,7	32,8	35,3	38,4	42,1	46,8
	1,3	24,0	25,2	26,6	28,2	30,1	32,3	34,9	38,1	42,1
	1,4	22,2	23,3	24,5	26,0	27,6	29,5	31,8	34,6	38,0
	1,5	20,5	21,5	22,6	23,9	25,3	27,0	29,0	31,4	34,4

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	3,5%	40,1	42,7	45,9	49,6	54,3	60,1	67,7	78,0	92,8
	4,5%	34,7	36,8	39,2	42,1	45,6	49,9	55,4	62,4	72,0
	5,5%	30,0	31,7	33,6	35,9	38,6	41,9	45,9	50,9	57,5
	6,5%	26,0	27,3	28,9	30,7	32,8	35,3	38,4	42,1	46,8
	7,5%	22,5	23,6	24,8	26,3	28,0	29,9	32,3	35,1	38,6
	8,5%	19,4	20,3	21,3	22,5	23,9	25,4	27,3	29,5	32,1
	9,5%	16,6	17,4	18,2	19,2	20,3	21,6	23,0	24,8	26,8

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	3,5%	67,3	63,7	60,3	57,2	54,3	51,5	49,0	46,6	44,3
	4,5%	59,4	55,5	51,9	48,6	45,6	42,8	40,2	37,8	35,6
	5,5%	52,7	48,6	45,0	41,6	38,6	35,8	33,3	30,9	28,7
	6,5%	46,9	42,8	39,1	35,8	32,8	30,1	27,6	25,3	23,2
	7,5%	41,9	37,8	34,2	30,9	28,0	25,3	22,9	20,7	18,7
	8,5%	37,6	33,5	29,9	26,7	23,9	21,3	19,0	16,9	15,0
	9,5%	33,7	29,7	26,2	23,1	20,3	17,8	15,6	13,6	11,8

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

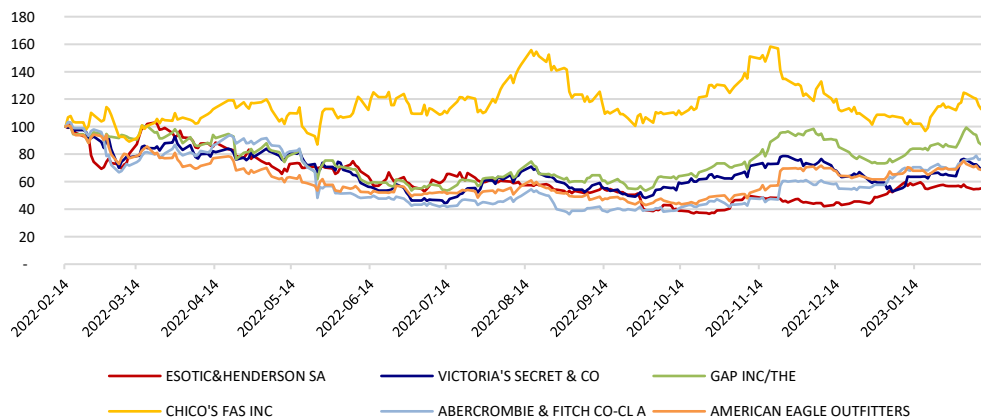
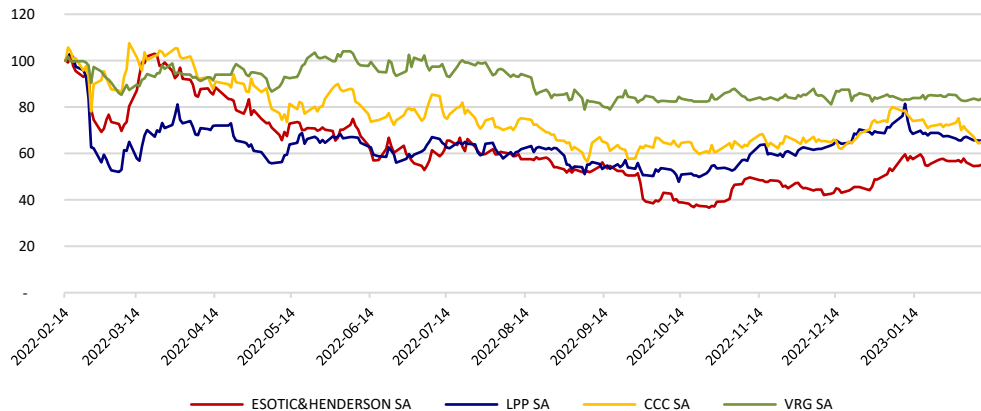
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2023-24 polskich i zagranicznych spółek z branży odzieżowej. Wycena jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę (po 33%). Ostateczna wycena Esotiq metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 64,1 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	
	2023P	2024P	2023P	2024P	2023P	2024P
Firmy odzież/obuwie PL						
LPP	17,3	15,9	9,3	7,4	17,1	13,2
CCC			8,9	7,2		34,5
VRG	9,7	8,5	4,8	4,4	8,6	7,9
Zagraniczne						
VICTORIA'S SECRET	8,3	8,4	4,6	4,6	6,8	6,6
GAP		17,4	9,6	6,1		13,0
CHICO'S FAS	6,3	5,6	5,3	4,4	7,0	5,7
ABERCROMBIE & FITCH		18,6	4,5	3,6	11,4	7,4
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	16,1	12,9	7,2	6,4	13,1	11,1
Mediana	9,7	12,9	6,2	5,3	10,0	9,5
ESOTIQ	6,0	5,4	3,4	3,3	6,3	5,7
Premia/dyskonto grupa	-38%	-58%	-45%	-39%	-37%	-39%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	49,6	73,0	73,3	63,2	62,2	63,5
Waga roku	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]		61,3		68,2		62,9
Waga wskaźnika		33%		33%		33%
Wycena końcowa [PLN]	64,1					

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Zachowanie kursu Esotiq & Henderson na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 3Q'22

3Q'22 był rekordowym kwartałem w historii spółki pod względem przychodów. Wysoki kurs USD i głębokie wyprzedaże, mające na celu obniżenie stanu zapasów towarowych, spowodowały spadek marży brutto ze sprzedaży, jednak ta okazała się wyższa od naszych prognoz (58,8% vs 57,3% ocz.). Narastająco po 9 miesiącach 2022 marża wyniosła 62,4%, co oznacza, że spółka na razie dowodzi swój cel utrzymania wskaźnika powyżej 60%.

Niewielki spadek powierzchni sklepów (-1% r/r) spowodowany był zamknięciami salonów na Ukrainie. Spółka zamknęła także salon w Rumunii, gdzie aktualnie jest obecna online, a także poprzez sprzedaż hurtową i multibrandy. Na przełomie października'22 została uruchomiona aplikacja mobilna. Spółka zauważa, że w tym kanale sprzedaży paragon jest o 15% wyższy niż standardowo, a także liczba sztuk na paragonie jest wyższa. W pierwszym miesiącu działania aplikacji Esotiq odnotował ok. 20 tysięcy pobrań, a konwersja wyniosła 17%.

W 3Q'22 spółka wypłaciła dywidendę w wysokości 3,9 mln PLN, mimo to wypracowała dodatkowo przepływy z działalności finansowej, głównie dzięki wpływom z kredytów i pożyczek. Dług netto po uwzględnieniu akcji własnych wyniósł 55,1 mln PLN, czyli 1,7x EBITDA.

W 3Q'22 ruszyła sprzedaż na platformie Vosedo.com. W grudniu'22 spółka Oponeo.pl wycofała się z udziału w tym przedsięwzięciu, dlatego nowy sklep internetowy będzie prowadzony samodzielnie przez Esotiq.

Wyniki 3Q'22, mimo niższych wartości r/r, zaskoczyły pozytywnie. W pierwszej kolejności przychody oraz marża brutto ze sprzedaży okazały się wyższe, niż wynikało to ze wstępnych szacunków spółki. W efekcie zysk brutto na sprzedaży okazał się o 2,6 mln PLN wyższy od naszych prognoz. Dalej nastąpił większy od naszych oczekiwań wzrost kosztów ogólnego zarządu, co może być skutkiem zwiększonych nakładów na projekt związany z rozwijaniem technologii RFID. Finalnie spółka osiągnęła 9,9 mln PLN EBITDA oraz 4,6 mln PLN zysku netto. W realiach rosnących kosztów i mocnego kursu USD odbieramy wyniki pozytywnie. Należy pamiętać, że 3Q'21 stanowi wysoką bazę ze względu na niższe koszty prowadzenia sklepów oraz trwający wtedy trend powracania do zakupów stacjonarnych, co sprzyjało sprzedaży produktów w pierwszych cenach i nie wywierało presji głębokich wyprzedaży. Zwracamy również uwagę na wysoki poziom zapasów, który w sytuacji zaostrzonych restrykcji pandemicznych w Chinach, sytuacji geopolitycznej oraz systematycznego zwiększania sprzedaży wydawał się być uzasadniony.

Wyniki za 3Q'22 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	r/r	3Q'22P BDM	różnica	1-3Q'21	1-3Q'22	r/r
Przychody	59,9	74,8	25,0%	72,2	3,7%	154,8	181,6	17,4%
salony własne	12,7	17,7	39,4%	20,8	-14,7%	27,6	42,8	55,1%
salony franczyzowe	25,9	31,3	20,8%	31,7	-1,4%	65,0	77,0	18,5%
Internet	9,1	11,5	26,7%	10,9	5,2%	30,4	28,3	-7,0%
pozostała sprzedaż	11,6	13,0	12,1%	8,8	47,8%	30,6	31,2	2,0%
Wynik brutto na sprzedaży	38,6	44,0	14,2%	41,4	6,5%	99,4	113,4	14,1%
EBITDA	12,5	9,9	-20,9%	8,3	18,3%	28,6	22,7	-20,5%
EBIT	8,9	6,2	-30,1%	4,9	26,8%	17,6	11,4	-35,2%
Zysk brutto	8,6	5,1	-40,2%	3,6	40,9%	16,3	10,8	-33,6%
Zysk netto	7,5	4,6	-38,1%	2,9	57,5%	14,1	9,2	-35,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,4%	58,9%		57,3%		64,2%	62,4%	
Marża EBITDA	20,8%	13,2%		11,5%		18,5%	12,5%	
Marża EBIT	14,8%	8,3%		6,8%		11,4%	6,3%	
Marża zysku netto	12,5%	6,2%		4,1%		9,1%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA 4Q'22 I PERSPEKTYWA 2023-2024

W 4Q'22 spółka wypracowała 59,0 mln PLN przychodów (+15,5% r/r) przy marży brutto na sprzedaży wynoszącej 63,1% wobec 67,2% rok wcześniej. Spadek marży nie był zaskoczeniem przez wyższy r/r kurs USD/PLN (na marże kwartału wpływa kurs z kilku poprzedzających go miesięcy). Po popandemicznym powrocie do zakupów stacjonarnych, drugi kwartał z rzędu rośnie r/r sprzedaż internetowa – w 4Q'22 wyniosła 10,8 mln PLN (+44,9% r/r).

Zakładamy utrzymanie zwiększonych kosztów operacyjnych, które wystąpiły w 3Q'22. Koszty ogólnego zarządu zwiększane są przez nakłady na projekt związany z etykietami RFID – szacujemy, że w 4Q'22 na ten cel spółka przeznaczyła ok. 1,5 mln PLN. Z drugiej strony oczekujemy mniejszego dofinansowania z NCBiR w tym okresie (ok. 0,7 mln PLN), które wesprze pozostałe przychody operacyjne. W konsekwencji EBIT szacujemy na poziomie 0,3 mln PLN.

W październiku'22 spółka zbyła na rzecz pracowników 22,5 tys. akcji własnych w ramach programu premiowego. Cena jednostkowa wyniosła 1 PLN. Koszty programu obciążą wynik działalności finansowej o ok. -0,7 mln PLN, co przełoży się na stratę netto w wysokości 1,8 mln PLN.

W grudniu'22 Esotiq zawarł z Oponeo.pl, Patronado Limited, Sławomirem Rybką oraz Vosedo porozumienie o zgodnym rozwiązaniu umowy inwestycyjnej dotyczącej spółki Vosedo. Oczekujemy włączenia nowego sklepu internetowego do struktury spółki, co zwiększy sprzedaż online. Ewentualnych kosztów marketingu czy pozyskania oprogramowania w naszej opinii można spodziewać się w 2023 r.

4Q'22 według naszych szacunków zamknie się stratą netto. W pierwszej kolejności wpływ na to ma spadek marży brutto na sprzedaży. Podkreślamy jednak, że w obecnej sytuacji makroekonomicznej (wysoki kurs USD/PLN) oraz przy głębokich wyprzedażach, jakie spółka stosowała w 2022 r. (szczególnie w 3Q'22), poziom 62,6% w całym roku jest zadowalający. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w naszej ocenie utrzymają poziom zbliżony do 2Q i 3Q'22, przy uwzględnieniu wyższych k/k wydatków na prace związane z technologią RFID. W całym 2022 roku spodziewamy się spadku rentowności EBIT i EBITDA odpowiednio do 4,8% (-6,2 p.p. r/r) i 11,2% (-7,0 p.p. r/r) Prognozujemy spadek zysku netto o 54,7% r/r do 7,4 mln PLN.

Prognozy wyników 4Q'22 [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	r/r	2020	2021	2022P	r/r
Przychody	45,7	49,1	59,9	51,1	51,3	55,5	74,8	59,0	15,5%	173,7	205,9	240,6	16,9%
Salony własne	5,8	9,1	12,7	11,6	11,6	13,5	17,7	14,5	25,1%	34,9	39,2	57,3	46,2%
Salony franczyzowe	16,6	22,5	25,9	21,4	20,7	25,0	31,3	24,9	16,4%	73,2	86,4	101,9	18,0%
Internet	12,7	8,7	9,1	7,5	9,7	7,1	11,5	10,8	44,9%	32,9	37,9	39,1	3,2%
Pozostała sprzedaż	9,6	9,4	11,6	11,4	8,8	9,4	13,0	8,8	-23,1%	31,7	42,0	40,0	-4,8%
Wynik brutto na sprzedaży	28,9	32,0	38,6	34,3	31,8	37,6	44,0	37,2	8,4%	107,4	133,7	150,6	12,6%
EBITDA	6,8	9,3	12,5	8,8	4,6	8,3	9,9	4,1	-53,3%	22,7	37,4	26,8	-28,2%
EBIT	3,0	5,7	8,9	5,2	1,0	4,2	6,2	0,3	-95,1%	7,8	22,7	11,6	-48,8%
Zysk brutto	2,7	5,1	8,6	4,4	2,8	2,9	5,1	-1,7		5,9	20,7	9,1	-55,9%
Zysk netto	2,3	4,4	7,5	2,2	2,3	2,2	4,6	-1,8		3,8	16,3	7,4	-54,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	63,1%	65,0%	64,4%	67,2%	62,0%	67,7%	58,9%	63,1%		61,8%	65,0%	62,6%	
Marża EBITDA	14,9%	18,9%	20,8%	17,3%	9,0%	14,9%	13,2%	7,0%		13,1%	18,2%	11,2%	
Marża EBIT	6,6%	11,5%	14,8%	10,1%	2,0%	7,5%	8,3%	0,4%		4,5%	11,0%	4,8%	
Marża zysku netto	5,0%	8,9%	12,5%	4,3%	4,5%	4,0%	6,2%	-3,0%		2,2%	7,9%	3,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 07.10.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	237,3	240,6	1,4%	261,1	265,7	1,8%	283,7	287,5	1,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	148,9	150,6	1,1%	161,3	169,2	4,9%	172,5	181,1	5,0%
EBITDA	28,1	26,8	-4,4%	30,0	34,1	13,7%	27,2	34,7	27,9%
EBIT	13,4	11,6	-13,3%	16,0	18,8	17,5%	12,9	19,7	52,2%
Wynik brutto	11,5	9,1	-20,5%	13,2	14,1	6,7%	10,3	15,7	51,9%
Wynik netto	9,3	7,4	-20,5%	10,7	11,4	6,7%	8,4	12,7	51,9%
marża brutto	62,8%	62,6%		61,8%	63,7%		60,8%	63,0%	
marża EBITDA	11,8%	11,2%		11,5%	12,8%		9,6%	12,1%	
marża EBIT	5,7%	4,8%		6,1%	7,1%		4,6%	6,8%	
marża netto	3,9%	3,1%		4,1%	4,3%		2,9%	4,4%	
USD/PLN	4,5298	4,3923	-3,0%	5,1087	4,5362	-11,2%	5,2965	4,6828	-11,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	81,9	69,5	68,4	67,4	66,8	66,3	65,2	64,4	64,0	63,6	63,0	62,5
Rzeczowe aktywa trwałe	14,5	12,3	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Aktywa niematerialne	20,9	20,0	19,0	18,1	17,3	16,6	15,9	15,3	14,7	14,1	13,6	13,1
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	61,7	84,0	95,0	105,2	120,5	125,6	135,7	145,8	155,2	165,0	175,2	187,1
Zapasy	38,9	59,5	68,7	74,6	82,6	89,3	94,2	98,7	102,9	106,6	110,1	113,8
Należności z tytułu dostaw i usług	12,8	15,2	17,6	21,7	24,8	26,9	28,3	29,7	31,0	32,1	33,1	34,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,3	8,8	5,9	6,0	10,1	6,5	10,2	14,5	18,4	23,4	29,1	36,1
Aktywa razem	143,5	153,5	163,5	172,6	187,2	191,9	200,9	210,2	219,2	228,5	238,3	249,6
Kapitał własny	54,0	60,0	55,9	65,6	75,5	86,3	96,0	106,4	116,5	127,2	138,3	150,1
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	41,2	33,0	29,3	28,6	29,0	29,4	27,4	25,4	23,5	21,5	19,5	17,5
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	1,4	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	35,5	27,7	24,3	23,6	24,0	24,4	22,4	20,4	18,4	16,4	14,4	12,4
Zobowiązania krótkoterminowe	48,3	60,6	78,3	78,4	82,7	76,2	77,4	78,4	79,2	79,9	80,4	82,0
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	4,5	2,1	24,0	23,0	22,1	21,1	20,1	19,2	18,2	17,2	16,2	15,3
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	14,5	13,5	15,6	15,1	15,4	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	16,5
Pasywa razem	143,5	153,5	163,5	172,6	187,2	191,9	200,9	210,2	219,2	228,5	238,3	249,6

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	173,7	205,9	240,6	265,7	287,5	310,9	327,9	343,4	358,2	371,1	383,1	396,1
Salony własne	34,9	39,2	57,3	63,6	69,8	77,1	80,6	83,1	86,2	88,2	89,1	90,0
Salony franczyzowe	73,2	86,4	101,9	113,4	121,9	130,5	135,3	139,8	142,6	144,6	146,0	147,5
Internet	32,9	37,9	39,1	45,0	51,7	59,5	67,8	75,9	84,3	92,7	102,0	112,2
Pozostała sprzedaż	31,7	42,0	40,0	43,8	44,1	43,8	44,2	44,7	45,1	45,6	46,0	46,5
Wynik brutto na sprzedaży	107,4	133,7	150,6	169,2	181,1	195,6	199,3	208,8	217,7	225,6	232,9	240,8
Koszty sprzedaży	80,8	92,8	117,4	127,1	136,7	148,2	150,6	158,1	165,3	171,8	177,9	184,5
Koszty zarządu	18,6	20,1	25,7	27,0	24,7	27,2	28,3	29,1	29,7	30,0	30,3	30,6
EBIT	7,8	22,7	11,6	18,8	19,7	20,1	20,4	21,5	22,7	23,8	24,7	25,6
EBITDA	22,7	37,4	26,8	34,1	34,7	35,0	35,6	36,4	37,3	38,4	39,2	40,0
Zysk brutto	5,9	20,7	9,1	14,1	15,7	17,1	17,3	18,5	19,8	20,9	21,9	23,0
Zysk netto	3,8	16,3	7,4	11,4	12,7	13,9	14,0	15,0	16,0	17,0	17,8	18,6

Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	29,1	23,9	4,5	21,5	25,8	17,5	25,8	26,8	27,7	29,0	29,8	31,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,2	-2,3	-7,4	-4,0	-4,0	-4,0	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-22,2	0,1	-17,3	-17,7	-17,1	-18,4	-18,7	-20,0	-20,3	-20,3	-20,4
Przepływy pieniężne netto	4,6	-0,5	-2,9	0,1	4,1	-3,6	3,7	4,3	3,9	4,9	5,7	7,0
Środki pieniężne na początek okresu	4,6	9,3	8,8	5,9	6,0	10,1	6,5	10,2	14,5	18,4	23,4	29,1
Środki pieniężne na koniec okresu	9,3	8,8	5,9	6,0	10,1	6,5	10,2	14,5	18,4	23,4	29,1	36,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	-3,4%	18,5%	16,9%	10,4%	8,2%	8,1%	5,5%	4,7%	4,3%	3,6%	3,2%	3,4%
EBITDA zmiana r/r	4,7%	64,6%	-28,2%	27,0%	1,9%	0,8%	1,5%	2,3%	2,7%	2,7%	2,1%	2,2%
EBIT zmiana r/r	-11,0%	190,9%	-48,8%	61,5%	4,7%	2,2%	1,6%	5,4%	5,3%	4,9%	3,7%	3,9%
Zysk netto zmiana r/r	-0,7%	325,0%	-54,7%	54,7%	10,9%	9,2%	1,3%	6,9%	6,7%	6,0%	4,7%	5,0%
Marża brutto na sprzedaży	61,8%	65,0%	62,6%	63,7%	63,0%	62,9%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%
Marża EBITDA	13,1%	18,2%	11,2%	12,8%	12,1%	11,3%	10,8%	10,6%	10,4%	10,3%	10,2%	10,1%
Marża EBIT	4,5%	11,0%	4,8%	7,1%	6,8%	6,5%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%
Marża brutto	3,4%	10,1%	3,8%	5,3%	5,4%	5,5%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
Marża netto	2,2%	7,9%	3,1%	4,3%	4,4%	4,5%	4,3%	4,4%	4,5%	4,6%	4,6%	4,7%
COGS / przychody	38,2%	35,0%	37,4%	36,3%	37,0%	37,1%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%
SG&A / przychody	57,2%	54,8%	59,5%	58,0%	56,2%	56,4%	54,6%	54,5%	54,5%	54,4%	54,3%	54,3%
SG&A / COGS	149,8%	156,4%	159,0%	159,7%	151,8%	152,2%	139,2%	139,1%	138,9%	138,7%	138,6%	138,5%
ROE	7,1%	27,2%	13,2%	17,4%	16,8%	16,1%	14,6%	14,1%	13,7%	13,3%	12,8%	12,4%
ROA	2,7%	10,6%	4,5%	6,6%	6,8%	7,2%	7,0%	7,1%	7,3%	7,4%	7,5%	7,5%
Dług	56,0	44,6	64,8	62,7	62,3	61,9	59,0	56,0	53,0	50,1	47,1	45,0
D / (D+E)	39,0%	29,1%	39,6%	36,3%	33,3%	32,3%	29,4%	26,6%	24,2%	21,9%	19,8%	18,0%
D / E	64,0%	41,0%	65,7%	57,0%	49,9%	47,7%	41,6%	36,3%	31,9%	28,1%	24,6%	22,0%
Dług netto	44,4	11,8	52,4	49,0	44,4	47,7	41,1	33,8	26,9	19,0	10,3	1,2
Dług netto / kapitał własny	0,8	0,2	0,9	0,7	0,6	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0
Dług netto / EBITDA	2,0	0,3	2,0	1,4	1,3	1,4	1,2	0,9	0,7	0,5	0,3	0,0
Dług netto / EBIT	5,7	0,5	4,5	2,6	2,3	2,4	2,0	1,6	1,2	0,8	0,4	0,0
EV	112,9	80,4	120,9	117,5	113,0	116,3	109,6	102,3	95,4	87,5	78,8	69,8
Dług / EV	49,6%	55,5%	53,6%	53,3%	55,1%	53,3%	53,8%	54,7%	55,6%	57,2%	59,8%	64,5%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,4%	1,9%	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	15,8%	19,5%	29,9%	26,4%	26,8%	27,1%	24,7%	25,2%	25,5%	25,7%	25,8%	26,0%
Amortyzacja / Przychody	8,6%	7,1%	6,3%	5,8%	5,2%	4,8%	4,6%	4,3%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%
Zmiana KO / Przychody	4,6%	-5,4%	-2,4%	-3,2%	-2,1%	-4,7%	-1,3%	-1,1%	-1,0%	-0,9%	-0,8%	-0,8%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-130,7%	-34,4%	-16,5%	-33,8%	-27,9%	-62,3%	-24,9%	-24,9%	-24,9%	-24,9%	-24,9%	-24,9%

* dług netto skorygowany o posiadane akcje własne

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MC/S*	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	17,8	17,8	4,2	9,3	6,0	5,4	4,9	4,9	4,6	4,3	4,0	3,9
P/BV*	1,2	1,2	1,1	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
P/CE*	3,7	3,7	2,2	3,0	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1
EV/EBITDA*	5,0	5,0	2,1	4,5	3,4	3,3	3,3	3,1	2,8	2,6	2,3	2,0
EV/EBIT*	14,5	14,5	3,5	10,4	6,3	5,7	5,8	5,4	4,8	4,2	3,7	3,2
EV/S*	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
BVPS	25,4	25,4	28,6	25,0	29,4	33,8	38,6	43,0	47,6	52,2	56,9	61,9
EPS	1,7	1,7	7,3	3,3	5,1	5,7	6,2	6,3	6,7	7,2	7,6	8,0
CEPS	8,4	8,4	13,9	10,1	12,0	12,4	12,9	13,1	13,4	13,7	14,1	14,4
FCFPS	12,0	12,0	9,4	-0,0	7,8	9,8	6,0	9,9	10,3	10,7	11,3	11,7
DPS w okresie	0,0	0,0	1,8	0,8	1,2	1,4	1,9	2,1	2,7	2,8	2,9	3,1
DY	0,0%	0,0%	5,7%	2,6%	4,0%	4,5%	6,3%	6,8%	8,6%	9,2%	9,6%	10,1%
Payout ratio	0,0%	0,0%	53,2%	15,6%	21,7%	22,1%	30,9%	30,9%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 30,7 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 32
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 Tobiasz

Młodszy analitik rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@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
Akumuluj	32,8	Kupuj	29,6	14.02.2023*	14:20 CET	30,7	60 348
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 1Q'23*:		, 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	2	40%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

Materiał analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwwpa>). 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>

Dokument 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.

Data sporządzenia materiału: 2023-02-14.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-02-14 (14:20 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-02-14 (14:20 CET).

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. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci 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.

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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszące 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.

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. Tym samym 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.

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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informację w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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 14.02.2023 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 świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.