



Dom Maklerski BDM S.A.

ESOTIQ & HENDERSON

RAPORT ANALITYCZNY

Podwyższamy cenę docelową dla walorów spółki do 39,2 PLN/akcję. W wyniku pogorszenia sytuacji makroekonomicznej w 2022 r. istotnie wzrosły koszty prowadzenia działalności, co spowodowało znaczny spadek wyników w tym okresie. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż mimo znaczącego wzrostu kursu USD spółka utrzymała na wysokim poziomie marżę zysku brutto ze sprzedaży. Wskaźnik ten nadal odnotowuje satysfakcjonujące wartości, dlatego podwyższamy prognozę jego poziomu w długim terminie z 60,8% do 61,2%. Jest to główna przyczyna wzrostu ceny docelowej. Oczekujemy, że po ustabilizowaniu się kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu oraz przy dalszym przyroście przychodów, spółka ma potencjał wzrostu w średnim i długim okresie.

Jednocześnie podwyższeniu uległy prognozy przychodów ze sprzedaży. W 2022 r. spółka przeprowadziła szereg inwestycji w kanale online – przede wszystkim otwarcie nowych, bardziej przejrzystych stron internetowych oraz uruchomienie aplikacji mobilnej, co owocuje wysokimi dynamikami sprzedaży internetowej. Wejście na platformę Zalando w Niemczech okazało się bardzo dobrą decyzją, dlatego teraz spółka pracuje nad uruchomieniem sprzedaży poprzez ten kanał w Austrii i Szwajcarii. Dodatkowo planowane jest otwarcie salonów stacjonarnych na rynku serbskim, pierwsze sklepy mają zostać otwarte jeszcze w 2023 r. Pozytywny wpływ na poziom sprzedaży mają także działania marketingowe, szczególnie wprowadzenie reklam telewizyjnych, które przyczyniły się do wzrostu liczby klientów w 2H'22.

Powstanie multibrandowej platformy Vosedo w naszej ocenie nie będzie miało istotnego wpływu na działalność grupy w najbliższym okresie. Po rozwiązaniu umowy z Opono.pl, będzie ona zaliczona jako jeden ze sklepów internetowych spółki, natomiast na widoczne wsparcie sprzedaży internetowej w naszej opinii trzeba będzie jeszcze poczekać.

W 2022 r. poważnym problemem dla spółki był wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Oczekujemy, że bieżący rok przyniesie wyhamowanie tych dynamik. Koszty zarządu nadal będą obciążone nakładami na rozwój technologii RFID – do końca roku ma powstać pierwszy autonomiczny salon stacjonarny. Według naszych szacunków w 2023 r. nakłady na ten projekt powinny oscylować w okolicach 4,5 mln PLN, natomiast dofinansowanie z tego tytułu szacujemy na ponad 3,5 mln PLN.

Zgodnie z zapowiedziami zarządu spodziewamy się spadku poziomu zapasów w 1H'23. Wzmoczone zatowarowanie w związku z problemami w łańcuchach dostaw oraz powstaniem Vosedo wydaje się nie mieć uzasadnienia w aktualnej sytuacji.

Po raz pierwszy w wycenie uwzględniamy wycenę porównawczą do polskich i zagranicznych spółek odzieżowych, jednak ze względu na różnice w strukturze asortymentu i skali działalności przypisaliliśmy jej wagę 20%.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	173,7	205,9	241,8	271,2	295,8	320,6
EBIT [mln PLN]	7,8	22,7	13,0	17,3	19,6	19,3
EBITDA [mln PLN]	22,7	37,4	28,2	32,3	34,5	34,3
Wynik netto [mln PLN]	3,8	16,3	8,1	9,4	12,9	13,5
P/E	19,2	4,5	9,1	7,9	5,7	5,5
P/BV	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0	0,9
EV/EBIT	15,1	3,8	9,2	6,5	5,6	5,5
EV/EBITDA	5,2	2,3	4,2	3,5	3,2	3,1
DPS w okresie	0,0	0,0	1,8	1,8	2,1	2,9
DY	0,0%	0,0%	5,3%	5,5%	6,4%	8,8%

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

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 39,2 PLN

19.05.2023, 13:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	36,8
Wycena porównawcza [PLN]	48,9
Wycena końcowa [PLN]	39,2
Potencjał do wzrostu / spadku	18,9%
Koszt kapitału	12,6%
Cena rynkowa [PLN]	33,0
Kapitalizacja [mln PLN]	73,7
Ilość akcji [mln. szt.]	2,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	37,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,5
Stopa zwrotu za 3 mc	7,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	7,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Patronado Ltd.	40,5%
Esotiq & Henderson S. A. (akcje własne)	11,4%
Adam Skrzypek	4,6%
Marek Warzecha	2,6%
Pozostali	41,0%

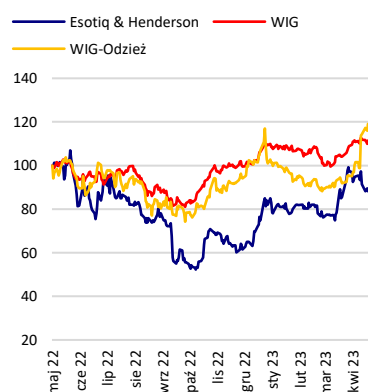
Anna Tobiasz, DI

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.

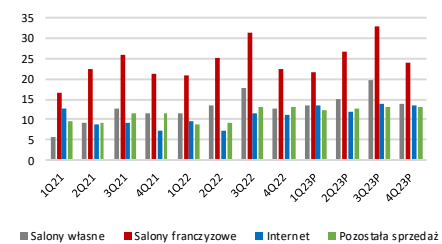
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI 4Q'22.....	8
PROGNOZA NA 1Q'23 I PERSPEKTYWA 2023-2024.....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

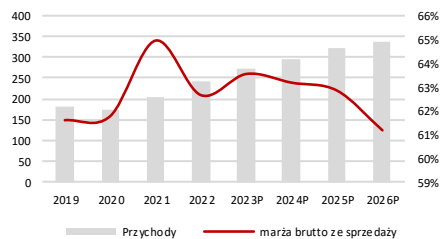
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	174	206	242	271	296	321	337
Salony własne	35	39	56	62	69	77	80
Salony francyzowe	73	86	100	105	114	122	126
Internet	33	38	40	53	61	70	78
Pozostała sprzedaż	32	42	44	51	52	52	53
Wynik brutto na sprzedaży	107	134	152	172	187	202	206
Koszty sprzedaży	81	93	118	129	140	152	156
Koszty zarządu	19	20	27	30	28	31	32
EBIT	8	23	13	17	20	19	19
EBITDA	23	37	28	32	35	34	33
Zysk brutto	6	21	10	12	16	17	16
Zysk netto	4	16	8	9	13	13	13
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	82	70	63	63	62	62	62
Rzeczowe aktywa trwałe	15	12	12	12	12	12	12
Aktywa niematerialne	21	20	19	18	17	16	15
Wartość firmy	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Aktywa obrotowe	62	84	103	111	122	133	138
Zapasy	39	59	76	75	82	89	94
Należności z tytułu dostaw i usług	13	15	18	21	24	26	27
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9	9	6	11	13	15	14
Aktywa razem	144	154	166	173	184	195	200
Kapitał własny	54	60	58	64	72	79	84
Zobowiązania długoterminowe	41	33	26	26	27	27	25
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	1	1	1	1	1	1	1
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	36	28	22	22	22	22	20
Zobowiązania krótkoterminowe	48	61	81	83	86	89	91
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	5	2	22	21	21	20	19
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	15	14	13	13	14	14	14
Pasywa razem	144	154	166	173	184	195	200
Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	29	24	5	29	25	27	24
Amortyzacja	15	15	15	15	15	15	14
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2	-2	-7	-4	-4	-4	-4
CAPEX	-2	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Przepływy z działalności finansowej	-22	-22	0	-21	-19	-20	-22
Dywidenda	0	0	-4	-4	-5	-6	-8
Odsetki	-2	-1	-2	-6	-4	-3	-3
Zmiana środków pieniężnych	5	-1	-2	4	2	2	-1
Środki pieniężne	9	9	6	11	13	15	14
Dynamiki [%]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	-3%	18%	17%	12%	9%	8%	5%
EBITDA	5%	65%	-25%	15%	7%	-1%	-4%
Zysk netto	-1%	325%	-51%	16%	38%	4%	-4%
Wybrane dane i wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji [mln]	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
ROE	7%	27%	14%	15%	18%	17%	15%
ROA	3%	11%	5%	5%	7%	7%	6%
DPS w okresie	0,0	0,0	1,8	1,8	2,1	2,9	3,6
Stopa dywidendy	0,0%	0,0%	5,3%	5,5%	6,4%	8,8%	10,8%
P/E	19,2	4,5	9,1	7,9	5,7	5,5	5,7
P/BV	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9
EV/EBITDA	5,2	2,3	4,2	3,5	3,2	3,1	3,2

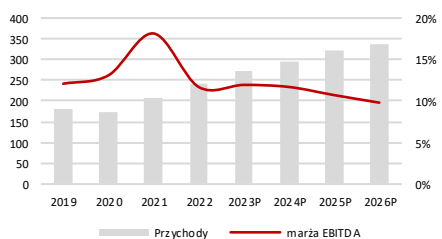
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



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 33,0 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 36,8 PLN. Wycena porównawcza do krajowych i zagranicznych spółek odzieżowych została oparta na prognozach wyników na lata 2023-2025 i dała wartość 1 akcji na poziomie 48,9 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 80% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 20% dla wyceny porównawczej (poprzednio 100% dla wyceny DCF). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 39,2 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	80%	82,3	36,8	11,6%
Wycena porównawcza	20%	109,1	48,9	48,1%
Wycena końcowa		87,6	39,2	18,9%

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

Główne zmiany w modelu:

- W 2022 roku, mimo niekorzystnej sytuacji makroekonomicznej (wysoki kurs USD, wzrost kosztów transportu) spółka utrzymała wysoki poziom marży brutto na sprzedaży (62,7%), czym wykazała wysoką zdolność przenoszenia ryzyka na klienta bez uszczerbku na wysokości sprzedaży. W związku z tym podnosimy nasze długoterminowe założenia marży brutto na sprzedaży do 61,2% (wobec ok. 60,8% w poprzedniej rekomendacji). Podtrzymujemy założenia dotyczące marży w krótkim oraz średnim terminie na poziomie 64% w 2023 r. oraz 63% w 2024 i 2025 r.
- W związku z dobrymi wynikami sprzedażowymi w pierwszych czterech miesiącach 2023 r. podnieśliśmy nasze założenia dotyczące przychodów. Dotyczy to szczególnie sprzedaży internetowej. W poprzednim raporcie zakładaliśmy wzrost sprzedaży online w 2023 r. o ok. 15% r/r. Tymczasem w okresie styczeń-kwiecień'23 przychody z tego kanału odnotowały dynamikę +35% r/r. Oczekujemy, że w całym 2023 r. wzrost ten wyniesie 33%. Na kolejne lata założenia wzrostu pozostały niezmienione (15% w 2024 i 2025 r. oraz 10% w długim terminie).
- Na ostatniej konferencji wynikowej spółka zapowiedziała znaczne zmniejszenie zapasów, dlatego zakładamy ich obniżenie w 1H'23 i utrzymywanie rotacji na poziomie ok. 100 dni w kolejnych latach. W kontekście kapitału pracującego oczekujemy też w kolejnych okresach lekkiego obniżenia rotacji zobowiązań z tytułu dostaw i usług.
- W związku z oczekiwanym częściowym uwolnieniem kapitału pracującego i dobrej pozycji gotówkowej w naszej prognozie uwzględniamy wzrost wypłacanej dywidendy do 50% zysku netto.
- Koszty prowadzenia projektu związanego z rozwojem etykiet RFID, zgodnie z deklaracjami spółki będą w większości ponoszone w 2H'23 (zakładamy zaksięgowanie w tym okresie ponad 60% wydatków przewidzianych w całym 2023 r.) Spowoduje to delikatne obniżenie kosztów zarządu w 1H'23 i ich wzrost w 2H'23. Podobne założenia przyjęliśmy w odniesieniu do dofinansowania od NCBiR. Według naszych szacunków na 2023 r. przypada 4,5 mln PLN kosztów, przy czym dopłaty powinny wynieść ok. 3,7 mln PLN. W poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy równomierne rozłożenie kosztów i dotacji między kwartałami.
- Spółka planuje otwarcie 10 salonów stacjonarnych w 2023 r., jednak podchodzimy konserwatywnie do tych deklaracji i w naszym modelu podtrzymujemy założenie otwierania w 2023 i 2024 r. po 6-7 salonów rocznie.

Metoda DCF dała wartość spółki Esotiq & Henderson na poziomie 82,3 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 36,8 PLN.

Model DCF

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	271,2	295,8	320,6	337,1	351,8	366,0	378,9	391,6	405,3	420,8
EBIT [mln PLN]	17,3	19,6	19,3	18,7	19,4	20,3	21,1	21,7	22,3	23,2
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]	3,3	3,7	3,7	3,5	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4
NOPLAT [mln PLN]	14,0	15,8	15,6	15,1	15,8	16,5	17,1	17,5	18,1	18,8
Amortyzacja [mln PLN]	15,0	15,0	15,0	14,3	14,3	14,4	14,5	14,6	14,6	14,5
CAPEX [mln PLN]	-14,2	-14,3	-14,4	-13,9	-14,1	-14,2	-14,2	-14,2	-14,1	-14,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,6	-6,4	-4,6	-3,1	-2,8	-2,7	-2,4	-2,4	-2,6	-2,9
FCF [mln PLN]	14,3	10,1	11,6	12,4	13,3	14,0	14,9	15,5	15,9	16,2
DFCF [mln PLN]	13,4	8,5	8,7	8,3	8,0	7,5	7,1	6,6	6,0	5,5
Suma DFCF [mln PLN]	79,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	141,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	47,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	127,5									
Dług netto [mln PLN]*	45,3									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	82,3									
Ilość akcji [tys.]	2,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	36,8									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1%

Przychody zmiana r/r	12,2%	9,1%	8,4%	5,2%	4,3%	4,1%	3,5%	3,4%	3,5%	3,8%
EBIT zmiana r/r	33,4%	13,0%	-1,4%	-3,3%	4,3%	4,6%	3,5%	2,8%	3,1%	3,8%
FCF zmiana r/r	151,6%	-29,4%	15,1%	6,6%	7,3%	5,4%	6,6%	4,1%	2,6%	2,0%
Marża EBITDA	11,9%	11,7%	10,7%	9,8%	9,6%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%
Marża EBIT	6,4%	6,6%	6,0%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%
Marża NOPLAT	5,2%	5,4%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
CAPEX / Przychody	5,2%	4,8%	4,5%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%
CAPEX / Amortyzacja	94,2%	95,4%	96,1%	97,3%	98,0%	98,6%	98,1%	97,4%	97,0%	97,3%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	2,2%	1,4%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,1%	26,2%	18,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *dług netto skorygowany o 254 tys. szt. akcji własnych

Kalkulacja WACC

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
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	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	66,9%	69,1%	71,0%	73,2%	75,3%	77,3%	79,2%	81,0%	82,5%	83,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	33,1%	30,9%	29,0%	26,8%	24,7%	22,7%	20,8%	19,0%	17,5%	16,1%
WACC	11,2%	11,4%	11,6%	11,7%	11,9%	12,0%	12,2%	12,3%	12,4%	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								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
beta	0,9	37,0	38,7	40,7	43,1	45,9	49,4	53,8	59,4	67,0
	1,0	34,7	36,3	38,0	40,1	42,6	45,6	49,3	54,0	60,2
	1,1	32,6	34,0	35,6	37,4	39,6	42,2	45,3	49,3	54,4
	1,2	30,7	31,9	33,3	34,9	36,8	39,1	41,8	45,2	49,5
	1,3	28,9	30,0	31,2	32,7	34,4	36,3	38,7	41,6	45,2
	1,4	27,2	28,2	29,3	30,6	32,1	33,8	35,9	38,4	41,4
	1,5	25,7	26,5	27,5	28,7	30,0	31,5	33,3	35,5	38,1

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
premia za ryzyko	0,0	43,6	46,0	48,8	52,2	56,4	61,7	68,6	78,0	91,6
	0,0	38,7	40,5	42,7	45,3	48,5	52,4	57,3	63,7	72,5
	0,1	34,4	35,9	37,6	39,7	42,1	45,0	48,7	53,2	59,2
	0,1	30,7	31,9	33,3	34,9	36,8	39,1	41,8	45,2	49,5
	0,1	27,5	28,5	29,6	30,9	32,4	34,2	36,3	38,8	42,0
	0,1	24,6	25,5	26,4	27,4	28,7	30,1	31,7	33,7	36,0
	0,1	22,1	22,8	23,6	24,4	25,4	26,5	27,9	29,4	31,2

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski 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%	68,3	65,0	61,9	59,0	56,4	53,9	51,6	49,4	47,3
	4,5%	61,1	57,5	54,2	51,2	48,5	45,9	43,6	41,4	39,3
	5,5%	54,9	51,2	47,9	44,9	42,1	39,6	37,2	35,1	33,1
	6,5%	49,7	45,9	42,6	39,6	36,8	34,4	32,1	30,0	28,1
	7,5%	45,1	41,4	38,1	35,1	32,4	30,0	27,8	25,8	24,0
	8,5%	41,2	37,4	34,2	31,3	28,7	26,3	24,2	22,3	20,5
	9,5%	37,7	34,0	30,8	27,9	25,4	23,1	21,1	19,3	17,6

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

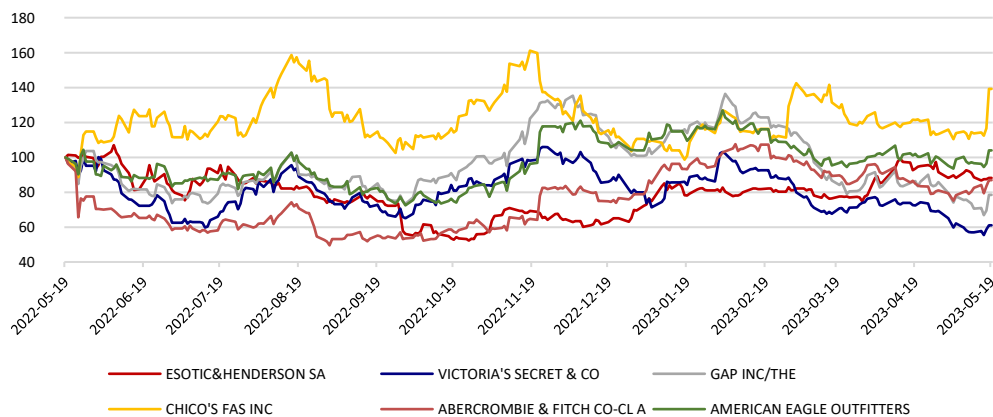
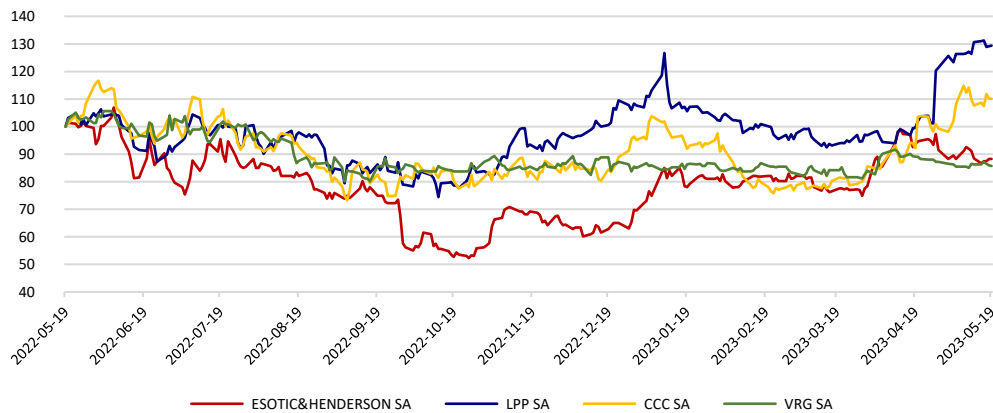
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2023-25 polskich i zagranicznych spółek z branży odzieżowej. Wycena jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę (po 33%). Ostateczna wycena Esotiq metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 48,9 PLN. Z uwagi na odmienną strukturę asortymentu spółek z grupy porównawczej, a także zróżnicowaną skalę działalności podmiotów, metodzie przypisujemy 20% udziału w wycenie końcowej.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Firmy odzież/obuwie PL									
LPP	21,9	18,2	13,7	11,2	8,4	6,9	20,6	14,3	11,3
CCC			23,2	9,8	6,5	5,1		19,7	13,0
VRG	7,9	6,9	6,1	4,0	3,6	3,3	7,0	6,3	5,5
Zagraniczne									
VICTORIA'S SECRET & CO	5,2	5,3	5,0	3,1	3,4	3,1	4,7	4,9	4,4
GAP INC/THE		13,8	9,4	6,3	4,2	3,6		10,6	7,9
CHICO'S FAS INC	6,3	6,1	5,2	5,3	5,0	4,3	7,0	6,5	5,5
ABERCROMBIE & FITCH CO-CL A		16,6	12,8	3,0	3,3	2,7		7,7	6,5
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	14,9	11,7	10,7	6,3	4,3	3,7	11,5	7,4	6,2
Mediana	7,9	11,7	10,1	5,8	4,3	3,7	7,4	7,0	5,8
ESOTIQ	9,1	7,9	5,7	4,2	3,5	3,2	9,2	6,5	5,6
Premia/dyskonto grupa	15%	-33%	-43%	-27%	-19%	-13%	25%	-7%	-4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	33,2	67,6	60,8	66,6	50,0	41,2	40,0	44,8	35,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		53,9			52,6			40,1	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	48,9								

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Zachowanie kursu Esotiq & Henderson na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

WYNIKI 4Q'22

4Q'22 pod względem przychodów był kolejnym udanym okresem dla spółki. Sprzedaż w tym czasie wzrosła o +17,7% r/r do 60,2 mln PLN, czyli ok. 1 mln PLN więcej niż przychody raportowane w komunikatach miesięcznych. Wysoką dynamikę odnotowała sprzedaż internetowa (+51,6% r/r). Spodziewaliśmy się wyższych wartości w salonach stacjonarnych, jednak część tych przychodów znalazła swoje miejsce w pozostałej sprzedaży. Odczytujemy to jako dobry sygnał dla sprzedaży eksportowej i hurtowej.

Na poziomie zysku operacyjnego pozytywne zaskoczenie wynikało z wysokiego poziomu pozostałych przychodów operacyjnych (2,8 mln PLN), co mogło wynikać z rozliczenia części dofinansowania z NCBiR na projekt związany z badaniami nad technologią RFID w celu stworzenia sklepu autonomicznego. Z drugiej strony niekorzystne saldo działalności finansowej doprowadziło do powstania straty brutto. Ostatecznie strata okresu wyniosła 1,1 mln PLN wobec naszych prognoz na poziomie -1,8 mln PLN.

Wyniki 4Q'22 oceniamy neutralnie. Różnice na poziomie działalności operacyjnej w naszej ocenie wynikają z wcześniejszego rozliczenia części kosztów projektu i dofinansowania z NCBiR, natomiast spadek na poziomie brutto spowodowany był rozliczeniem programu motywacyjnego. Pozostałe elementy sprawozdania nie stanowią zaskoczenia i są zgodne z naszymi wcześniejszymi założeniami.

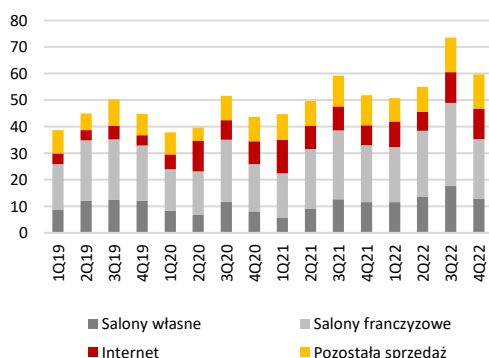
W kontekście wyników całego roku należy pamiętać, że 2021 r. stanowi wysoką bazę porównawczą ze względu na niższe koszty prowadzenia sklepów oraz trwający wtedy trend powracania do zakupów stacjonarnych, co sprzyjało sprzedaży produktów w pierwszych cenach i nie wywierało presji głębokich wyprzedaży.

Wyniki za 4Q'22 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	r/r	4Q'22P BDM	różnica	2021	2022	r/r
Przychody	51,1	60,2	17,7%	59,0	2,0%	205,9	241,8	17,5%
Salony własne	11,6	12,8	10,3%	14,5	-11,8%	39,2	55,6	41,8%
Salony franczyzowe	21,4	22,5	5,1%	24,9	-9,7%	86,4	99,5	15,2%
Internet	7,5	11,3	51,6%	10,8	4,6%	37,9	39,6	4,5%
Pozostała sprzedaż	11,4	13,1	14,9%	8,8	49,4%	42,0	44,3	5,5%
Wynik brutto na sprzedaży	34,3	38,2	11,1%	37,2	2,5%	133,7	151,6	13,4%
EBITDA	8,8	5,5	-37,8%	4,1	33,3%	37,4	28,2	-24,6%
EBIT	5,2	1,6	-69,1%	0,3	533,0%	22,7	13,0	-42,9%
Zysk brutto	4,4	-0,8	-	-1,7	-	20,7	10,0	-51,8%
Zysk netto	2,2	-1,1	-	-1,8	-	16,3	8,1	-50,5%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	67,2%	63,4%		63,1%		65,0%	62,7%	
Marża EBITDA	17,3%	9,1%		7,0%		18,2%	11,7%	
Marża EBIT	10,1%	2,6%		0,4%		11,0%	5,4%	
Marża zysku netto	4,3%					7,9%	3,3%	

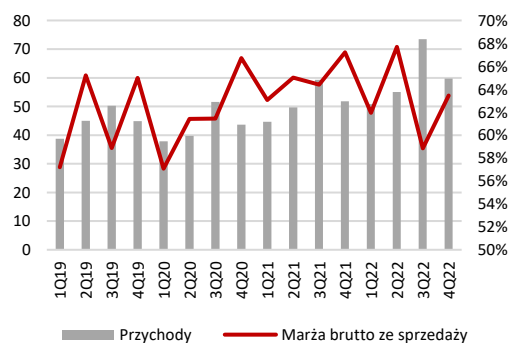
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody ze sprzedaży w podziale na segmenty [mln PLN]



Źródło: BDM, spółka

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



Źródło: BDM, spółka

PROGNOZA NA 1Q'23 I PERSPEKTYWA 2023-2024

Z raportów publikowanych co miesiąc przez spółkę wynika, że w 1Q'23 wypracowała ona 60,5 mln PLN przychodów ze sprzedaży (+19,1% r/r). Bardzo pozytywnie wyróżniła się sprzedaż internetowa – w tym kanale wzrost wyniósł +37,2% r/r. Po wprowadzeniu nowych odsłon stron internetowych oraz aplikacji mobilnej w 2022 r. kanał ten widocznie nabiera rozpędu. Oczekujemy, że trend utrzyma się w średnim terminie. Marża brutto na sprzedaży w 1Q'23 wg szacunków spółki wyniosła ok. 62,7%, czyli nieco więcej niż rok wcześniej.

Oczekujemy, że spółce udało się spowolnić wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu, z którym borykała się przez większość 2022 r. Oczekujemy, że w 1Q'23 koszty zarządu nie będą istotnie obciążone nakładami na projekt dotyczący etykiet RFID, dlatego spodziewamy się lekkiego spadku tej pozycji r/r. 1Q'22 był ostatnim kwartałem przed gwałtownym wzrostem kosztów sprzedaży, dlatego pod tym względem stanowi wysoką bazę. Mimo to oczekujemy istotnego wzrostu EBIT r/r do 2,3 mln PLN. Zysk brutto szacujemy na 0,8 mln PLN, a zysk netto na 0,7 mln PLN. Znacznie niższy zysk na poziomie netto r/r wynika z wysokiej bazy działalności finansowej z poprzedniego roku. W 1Q'22 miała miejsce transakcja odsprzedaży akcji własnych, która wygenerowała 2,4 mln PLN przychodów finansowych.

Spółka planuje rozwijać sieć salonów stacjonarnych. W 2023 r. w Polsce ma powstać 10 nowych salonów, a umowa z nowym partnerem w Serbii zakłada powstanie 5 sklepów w tamtym kraju (docelowo 21). Oprócz tego nadal trwają prace nad uruchomieniem sprzedaży na platformie Zalando w Austrii i Szwajcarii.

Wyniki 1Q'23 oceniamy neutralnie. Na wyróżnienie zasługuje dynamiczny wzrost sprzedaży oraz wzrost marży brutto na sprzedaży. Osłabiający się USD pozytywnie wpływa na ceny zakupu towarów, ponieważ zdecydowana większość asortymentu produkowana jest w Azji. Nowe kanały sprzedaży online i zintensyfikowane akcje marketingowe budują rozpoznawalność spółki oraz wspierają odwiedzalność salonów stacjonarnych i sklepów internetowych. Wydaje się, że spółka opanowała wzrost kosztów, choć musi się zmierzyć z indeksacją czynszów (ok. 14% r/r) oraz wzrostem wynagrodzeń. Obniża to nasze prognozy na cały 2023 r. Wysoka baza zysku netto w 1Q'22 wynika przede wszystkim ze zdarzenia jednorazowego w przychodach finansowych, dlatego prognozowany poziom 0,9 mln PLN oceniamy neutralnie.

Prognozy wyników za 1Q'23 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23P	r/r	2022	2023P*	r/r
Przychody	51,3	60,5	17,9%	241,8	271,2	12,2%
Salony własne	11,6	13,4	15,3%	55,6	62,2	11,9%
Salony franczyzowe	20,7	21,7	4,6%	99,5	105,3	5,8%
Internet	9,7	13,3	37,2%	39,6	52,7	33,0%
Pozostała sprzedaż	8,8	12,2	38,4%	44,3	51,0	15,2%
Wynik brutto na sprzedaży	31,8	37,9	19,3%	151,6	172,4	13,7%
EBITDA	4,6	6,1	31,6%	28,2	32,3	14,6%
EBIT	1,0	2,3	128,2%	13,0	17,3	33,4%
Zysk brutto	2,8	0,8	-70,6%	10,0	11,6	15,9%
Zysk netto	2,3	0,7	-71,5%	8,1	9,4	16,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	62,0%	62,7%		62,7%	63,6%	
Marża EBITDA	9,0%	10,0%		11,7%	11,9%	
Marża EBIT	2,0%	3,8%		5,4%	6,4%	
Marża zysku netto	4,5%	1,1%		3,3%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

* lekkie różnice w wynikach 2023 r. w stosunku do ostatnio publikowanych prognoz wynikają z aktualizacji prognoz kursów walutowych

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.02.2023 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	265,7	271,2	2,1%	287,5	295,8	2,9%	310,9	320,6	3,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	169,2	172,4	1,9%	181,1	187,0	3,2%	195,6	201,5	3,1%
EBITDA	34,1	32,3	-5,1%	34,7	34,5	-0,6%	35,0	34,3	-2,2%
EBIT	18,8	17,3	-7,9%	19,7	19,6	-0,5%	20,1	19,3	-4,0%
Wynik brutto	14,1	11,6	-18,0%	15,7	16,0	2,0%	17,1	16,6	-2,8%
Wynik netto	11,4	9,4	-18,0%	12,7	12,9	2,0%	13,9	13,5	-2,8%
marża brutto	63,7%	63,6%		63,0%	63,2%		62,9%	62,9%	
marża EBITDA	12,8%	11,9%		12,1%	11,7%		11,3%	10,7%	
marża EBIT	7,1%	6,4%		6,8%	6,6%		6,5%	6,0%	
marża netto	4,3%	3,5%		4,4%	4,4%		4,5%	4,2%	
USD/PLN	4,5362	4,2946	-5,3%	4,6828	4,3239	-7,7%	4,6408	4,3608	-6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	81,9	69,5	63,2	62,6	62,2	61,9	62,0	61,9	61,9	61,8	61,6	61,4
Rzeczowe aktywa trwałe	14,5	12,3	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Aktywa niematerialne	20,9	20,0	18,7	17,6	16,7	15,8	15,1	14,4	13,8	13,2	12,7	12,3
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	102,9	110,5	121,9	132,9	137,7	142,5	147,5	152,5	157,9	164,6
Zapasy	38,9	59,5	75,7	75,3	82,4	89,2	93,8	97,9	101,8	105,4	109,0	112,8
Należności z tytułu dostaw i usług	12,8	15,2	17,8	21,4	24,0	26,0	27,3	28,5	29,6	30,7	31,7	32,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9,3	8,8	6,4	10,7	12,5	14,8	13,6	13,1	13,0	13,4	14,2	15,9
Aktywa razem	143,5	153,5	166,1	173,1	184,1	194,9	199,7	204,4	209,4	214,4	219,5	226,0
Kapitał własny	54,0	60,0	58,4	63,8	72,0	79,0	84,0	89,2	94,7	100,4	106,3	112,5
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	26,2	26,2	26,5	26,9	24,9	22,9	20,9	18,9	16,9	14,9
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	21,6	21,5	21,9	22,2	20,2	18,2	16,2	14,2	12,2	10,2
Zobowiązania krótkoterminowe	48,3	60,6	81,5	83,2	85,6	89,0	90,9	92,4	93,9	95,1	96,3	98,6
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	4,5	2,1	22,5	21,5	20,5	19,6	18,6	17,6	16,7	15,7	14,7	13,8
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	14,5	13,5	13,4	13,4	13,6	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	13,8	14,7
Pasywa razem	143,5	153,5	166,1	173,1	184,1	194,9	199,7	204,4	209,4	214,4	219,5	226,0

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	173,7	205,9	241,8	271,2	295,8	320,6	337,1	351,8	366,0	378,9	391,6	405,3
Salony własne	34,9	39,2	55,6	62,2	69,3	76,7	80,1	82,6	85,1	86,1	86,5	87,0
Salony franczyzowe	73,2	86,4	99,5	105,3	114,0	122,2	126,4	130,3	132,9	134,8	136,1	137,5
Internet	32,9	37,9	39,6	52,7	60,6	69,6	78,0	85,8	94,4	103,8	114,2	125,6
Pozostała sprzedaż	31,7	42,0	44,3	51,0	52,0	52,0	52,6	53,1	53,6	54,2	54,7	55,2
Wynik brutto na sprzedaży	107,4	133,7	151,6	172,4	187,0	201,5	206,4	215,3	224,1	231,9	239,7	248,1
Koszty sprzedaży	80,8	92,8	117,7	129,0	139,6	151,7	155,9	163,1	170,3	177,1	184,0	191,4
Koszty zarządu	18,6	20,1	27,1	29,8	27,8	30,6	31,8	32,7	33,4	33,7	34,1	34,4
EBIT	7,8	22,7	13,0	17,3	19,6	19,3	18,7	19,4	20,3	21,1	21,7	22,3
EBITDA	22,7	37,4	28,2	32,3	34,5	34,3	32,9	33,8	34,8	35,6	36,2	36,9
Zysk brutto	5,9	20,7	10,0	11,6	16,0	16,6	15,9	16,8	17,7	18,5	19,1	19,9
Zysk netto	3,8	16,3	8,1	9,4	12,9	13,5	12,9	13,6	14,3	15,0	15,5	16,1

Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	29,1	23,9	4,9	29,2	25,3	26,7	24,3	25,6	26,5	27,5	28,0	29,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,2	-2,3	-6,9	-4,2	-4,2	-4,2	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6	-3,6
Przepływy z działalności finansowej	-22,2	-22,2	-0,4	-20,7	-19,4	-20,3	-22,0	-22,5	-23,1	-23,4	-23,7	-23,9
Przepływy pieniężne netto	4,6	-0,5	-2,3	4,3	1,8	2,2	-1,2	-0,4	-0,2	0,4	0,8	1,7
Środki pieniężne na początek okresu	4,6	9,3	8,8	6,4	10,7	12,5	14,8	13,6	13,1	13,0	13,4	14,2
Środki pieniężne na koniec okresu	9,3	8,8	6,4	10,7	12,5	14,8	13,6	13,1	13,0	13,4	14,2	15,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	-3,4%	18,5%	17,5%	12,2%	9,1%	8,4%	5,2%	4,3%	4,1%	3,5%	3,4%	3,5%
EBITDA zmiana r/r	4,7%	64,6%	-24,6%	14,6%	6,8%	-0,8%	-3,9%	2,6%	2,9%	2,3%	1,8%	1,9%
EBIT zmiana r/r	-11,0%	190,9%	-42,9%	33,4%	13,0%	-1,4%	-3,3%	4,3%	4,6%	3,5%	2,8%	3,1%
Zysk netto zmiana r/r	-0,7%	325,0%	-50,5%	16,1%	38,0%	4,1%	-4,2%	5,2%	5,6%	4,2%	3,6%	4,0%
Marża brutto na sprzedaży	61,8%	65,0%	62,7%	63,6%	63,2%	62,9%	61,2%	61,2%	61,2%	61,2%	61,2%	61,2%
Marża EBITDA	13,1%	18,2%	11,7%	11,9%	11,7%	10,7%	9,8%	9,6%	9,5%	9,4%	9,2%	9,1%
Marża EBIT	4,5%	11,0%	5,4%	6,4%	6,6%	6,0%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%
Marża brutto	3,4%	10,1%	4,1%	4,3%	5,4%	5,2%	4,7%	4,8%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%
Marża netto	2,2%	7,9%	3,3%	3,5%	4,4%	4,2%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%
COGS / przychody	38,2%	35,0%	37,3%	36,4%	36,8%	37,1%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%	38,8%
SG&A / przychody	57,2%	54,8%	59,9%	58,5%	56,6%	56,9%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%	55,7%
SG&A / COGS	149,8%	156,4%	160,4%	160,7%	153,8%	153,1%	143,6%	143,6%	143,5%	143,5%	143,6%	143,6%
ROE	7,1%	27,2%	13,8%	14,7%	18,0%	17,1%	15,4%	15,2%	15,2%	14,9%	14,6%	14,3%
ROA	2,7%	10,6%	4,9%	5,4%	7,0%	6,9%	6,5%	6,6%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%
Dług	56,0	44,6	58,3	57,3	56,9	56,4	53,5	50,5	47,5	44,6	41,6	39,5
D / (D+E)	39,0%	29,1%	35,1%	33,1%	30,9%	29,0%	26,8%	24,7%	22,7%	20,8%	19,0%	17,5%
D / E	64,0%	41,0%	54,1%	49,4%	44,7%	40,8%	36,6%	32,8%	29,4%	26,2%	23,4%	21,2%
Dług netto*	44,4	11,8	45,3	38,2	36,0	33,4	31,6	29,1	26,3	22,9	19,1	15,3
Dług netto / kapitał własny	0,8	0,2	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1
Dług netto / EBITDA	2,0	0,3	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4
Dług netto / EBIT	5,7	0,5	3,5	2,2	1,8	1,7	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9	0,7
EV	118,1	85,5	119,0	111,9	109,7	107,1	105,3	102,8	100,0	96,6	92,8	89,0
Dług / EV	47,5%	52,2%	49,0%	51,2%	51,8%	52,7%	50,8%	49,1%	47,5%	46,1%	44,8%	44,4%
CAPEX / Przychody	1,4%	1,4%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	15,8%	19,5%	24,8%	27,9%	27,8%	27,8%	25,0%	24,9%	24,8%	24,6%	24,6%	24,6%
Amortyzacja / Przychody	8,6%	7,1%	6,3%	5,5%	5,1%	4,7%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%
Zmiana KO / Przychody	4,6%	-5,4%	-2,6%	-0,2%	-2,2%	-1,4%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-130,7%	-34,4%	-17,3%	-2,1%	-26,2%	-18,6%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%	-18,8%

* dług netto skorygowany o posiadane akcje własne

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MC/S*	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/E*	19,2	19,2	4,5	9,1	7,9	5,7	5,5	5,7	5,4	5,1	4,9	4,8
P/BV*	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE*	3,9	3,9	2,4	3,2	3,0	2,6	2,6	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5
EV/EBITDA*	5,2	5,2	2,3	4,2	3,5	3,2	3,1	3,2	3,0	2,9	2,7	2,6
EV/EBIT*	15,1	15,1	3,8	9,2	6,5	5,6	5,5	5,6	5,3	4,9	4,6	4,3
EV/S*	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
BVPS	25,4	25,4	28,6	26,2	28,6	32,3	35,4	37,6	39,9	42,4	45,0	47,6
EPS	1,7	1,7	7,3	3,6	4,2	5,8	6,0	5,8	6,1	6,4	6,7	6,9
CEPS	8,4	8,4	13,9	10,4	10,9	12,5	12,7	12,2	12,5	12,9	13,2	13,5
FCFPS	12,0	12,0	9,4	0,5	11,2	9,5	10,1	9,3	9,9	10,3	10,7	10,9
DPS w okresie	0,0	0,0	1,8	1,8	2,1	2,9	3,6	3,8	4,0	4,1	4,3	4,5
DY	0,0%	0,0%	5,3%	5,5%	6,4%	8,8%	10,8%	11,4%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
Payout ratio	0,0%	0,0%	48,7%	43,1%	36,2%	48,0%	61,7%	61,7%	61,7%	61,7%	61,7%	61,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 33,0 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
Kupuj	39,2	Akumuluj	32,8	19.05.2023*	13:15 CEST	33,0	64 469
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 2Q'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	6	60%	0	0%
Akumuluj	1	10%	0	0%
Trzymaj	3	30%	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/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>

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: 2023-05-19.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-05-19 (13:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-05-19 (13:15 CEST).

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 obarczona 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 informacje 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 usług 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 19.05.2023 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 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 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.