



Dom Maklerski BDM S.A.

ESOTIQ & HENDERSON

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Esotiq & Henderson od zalecenia **KUPUJ** i ceny docelowej na poziomie **57,1 PLN/akcję**. Uważamy, że bieżąca wycena nie uwzględnia zakładanej przez nas oczekiwanej poprawy wyników w bieżącym roku. Liczymy też na pozytywny odbiór raportu za 2Q'21, który zostanie opublikowany pod koniec września (zakładamy zdecydowany wzrost EBITDA r/r). Doceniamy atrakcyjną wycenę mnożnikową (EV/EBITDA MSSF 16 w latach 2021-22 wynosi 3,9-3,7x) i niskie zadłużenie netto MSR 17, co stwarza pole do wypłaty dywidend w kolejnych latach.

Esotiq jest detalistą, prowadzącym sieć sklepów z bielizną pod markami Esotiq (dla kobiet) oraz Henderson (dla mężczyzn). Grupa posiada 312 placówek o łącznej powierzchni 19,4 tys. mkw. Spółka działa w formule sklepów własnych i franczyzy, a także jest w obecna w kanale internetowym. Głównym rynkiem działalności jest Polska.

W przypadku publikowanych pod koniec września rezultatów za 2Q'21 oczekujemy, że spółka zwiększyła przychody do 49 mln PLN, co oznacza 23% przyrost w odniesieniu do ubiegłego roku. Szacujemy, że EBITDA MSSF 16 wyniosła w zakończonym kwartale 8,5 mln PLN (+20% r/r; MSR 17 = 6,1 mln PLN). W ujęciu całorocznym zakładamy, że grupa osiągnie 199 mln PLN przychodów, ok. 30 mln PLN EBITDA MSSF 16 (+32% r/r; ok. 19-20 mln PLN wg MSR 17) i 11 mln PLN zysku netto. W przypadku realizacji naszych założeń grupa jest handlowana przy EV/EBITDA MSSF 16 = 3,9x.

W kolejnych latach podeszliśmy bardzo konserwatywnie do kwestii rozwoju sieci, bowiem zakładamy jedynie pojedyncze otwarcia. W przypadku marży brutto przyjęliśmy założenie spadku rentowności o ok. 1 p.p. w porównaniu z '21 (kluczowa będzie kwestia kształtowania USD/PLN i kosztów frachtu, a także ew. podwyżki cen produktów w sklepach). Niemniej, nie zakładamy, żeby w '22 doszło do spadku rezultatów. Oczekujemy, że w przyszłym roku Esotiq powróci do regularnej wypłaty dywidendy.

Wśród potencjalnych zagrożeń dostrzegamy m.in. zmienność kursów walutowych (ekspozycja na USD/PLN) oraz zmiany stawek dostaw (spółka wykorzystuje głównie sourcing azjatycki). Z pozostałych ryzyk należy wymienić przede wszystkim zmiany konsumenckie (migracja do e-commerce), konkurencję rynkową czy otwieranie sklepów w nietrafionych lokalizacjach. Pod kątem (głównie) wizerunkowym negatywny wpływ może wywierać spór z Ewą Mingę, o którym w ostatnim czasie pisała prasa.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	155,0	179,9	173,7	198,7	208,7	216,2
EBITDA MSSF 16 [mln PLN]	12,4	21,7	22,7	30,1	30,2	30,4
EBITDA MSR 17 [mln PLN]	12,4	11,6	12,5	19,5	19,4	19,4
EBIT MSSF 16 [mln PLN]	8,9	8,8	7,8	15,7	16,0	16,0
Wynik netto [mln PLN]	5,8	3,9	3,8	11,3	11,2	11,4
P/E	12,9	19,4	19,6	6,7	6,7	6,6
EV/EBITDA MSSF 16	-	5,8	5,4	3,9	3,7	3,5
EV/EBITDA MSR 17	7,1	7,7	6,1	3,9	3,5	3,2
EV/EBIT	10,0	14,4	15,6	7,5	6,9	6,6
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	0,9
DPS w okresie	0,97	0,48	0,00	0,00	1,01	2,00
DY	2,9%	1,4%	0,0%	0,0%	3,0%	5,9%

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

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 57,1 PLN

31 SIERPNIA 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	57,1
Potencjał do wzrostu / spadku	+69,4%
Koszt kapitału	9,5%
Cena rynkowa [PLN]	33,7
Kapitalizacja [mln PLN]	75,3
Ilość akcji [mln. szt.]	2,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	38,3
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	18,0
Stopa zwrotu za 3 mc	+35%
Stopa zwrotu za 6 mc	+82%
Stopa zwrotu za 9 mc	+141%
Akcjonariat (% głosów):	
Patronado Ltd.	56,0%
Adam Skrzypek	5,8%
Esotiq & Henderson (akcje własne)	10,5%
Pozostali	27,7%

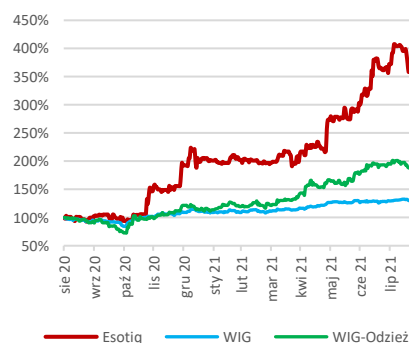
Adrian Górniak

gorniak@bdm.com.pl

tel. (+48) 668 516 977

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.

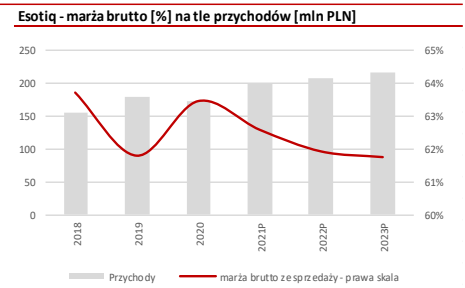
Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

SPIS TREŚCI:

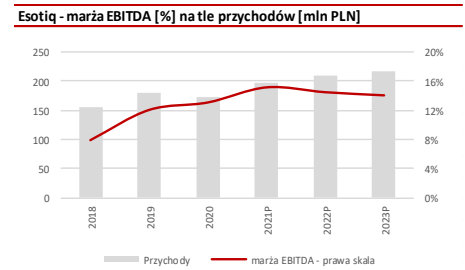
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	5
WYCENA PORÓWNAWCZA	8
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA	9
MODEL BIZNESOWY	10
OTOCZENIE RYNKOWE	12
OTOCZENIE GOSPODARCZE	12
RYNEK ODZIEŻOWY OGÓŁEM	13
RYNEK E-COMMERCE	14
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

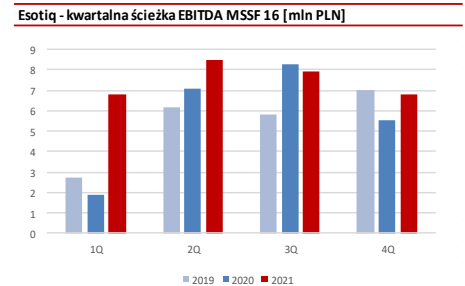
Rachunek wyników (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	155	180	174	199	209	216	221
COGS	-56	-69	-66	-73	-78	-82	-84
WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY	99	111	107	126	131	134	136
Koszty SG&A	-90	-104	-99	-110	-114	-117	-119
WYNIK NETTO ZE SPRZEDAŻY	8	7	8	16	17	17	18
PPO	2	4	3	3	3	3	3
PKO	-2	-2	-3	-4	-4	-4	-4
EBITDA MSSF 16	12	22	23	30	30	30	31
EBIT MSSF 16	9	9	8	16	16	16	16
Przychody finansowe	0	0	1	0	0	0	0
Koszty finansowe	-1	-3	-3	-2	-2	-2	-2
WYNIK BRUTTO	8	6	6	14	14	14	14
Podatek	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
WYNIK NETTO	6	4	4	11	11	11	12



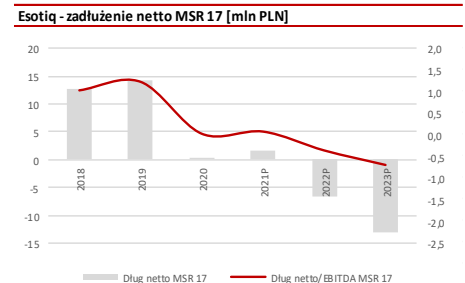
Bilans (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	36	74	82	77	77	77	78
Rzeczowe aktywa trwałe	9	12	15	13	13	13	12
Prawo do użytkowania aktywów	0	34	42	39	40	41	42
Poz. aktywa trwałe	26	28	26	25	24	24	23
Aktywa obrotowe	66	70	62	72	74	83	89
Zapasy	51	49	39	50	52	54	56
Należności handlowe	7	9	8	9	9	10	10
Środki pieniężne i ekwiwalenty	4	5	9	8	7	13	18
Poz. aktywa obrotowe	5	7	6	6	6	6	6
Aktywa razem	102	144	144	150	151	160	167
Kapitał własny	45	51	54	65	74	81	86
Zobowiązania długoterminowe	7	34	41	46	46	47	48
Zob. oprocentowane	2	28	34	42	42	43	44
Poz. zob. długoterminowe	5	6	7	4	4	4	4
Zobowiązania krótkoterminowe	50	58	48	39	32	32	33
Zob. oprocentowane	14	26	19	8	0	0	0
Zobowiązania handlowe	28	25	20	23	24	25	26
Poz. zob. krótkoterminowe	7	8	9	7	7	7	7
Pasywa razem	102	144	144	150	151	160	167



Cash Flow (mln PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływ z dział. operacyjnej	1	14	29	16	26	26	27
Kapitał obrotowy	-7	-4	7	-9	-2	-1	-1
Przepływ z dział. inwestycyjnej	-6	-5	-2	-3	-3	-4	-4
CAPEX	-6	-5	-2	-3	-3	-4	-4
Przepływ z dział. finansowej	3	-8	-22	-15	-24	-16	-19
Dywidenda	3	-1	0	0	-2	-4	-7
Zmiana środków pieniężnych	-2	1	5	-1	-1	6	5
Środki pieniężne EoP	4	5	9	8	7	13	18



Dynamiki (%)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	-1%	16%	-3%	14%	5%	4%	2%
EBITDA	83%	76%	5%	32%	0%	1%	2%
EBIT	137%	-1%	-11%	101%	2%	0%	2%
Zysk netto	-11%	-34%	-1%	194%	-1%	2%	3%



Wybrane dane i wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Liczba akcji (mln)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
P/E (x)*	12,9x	19,4x	19,6x	6,7x	6,7x	6,6x	6,4x
EV/EBITDA (x)*	7,2x	5,8x	5,4x	3,9x	3,7x	3,5x	3,3x
P/BV (x)*	1,7x	1,5x	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x	0,9x
DPS (PLN)	0,97	0,48	0,00	0,00	1,01	2,00	3,06
Stopa dywidendy	2,9%	1,4%	0,0%	0,0%	3,0%	5,9%	9,1%
ROE (%)	13,0%	7,6%	7,1%	17,4%	15,2%	14,1%	13,7%
ROA (%)	5,7%	2,7%	2,7%	7,5%	7,4%	7,1%	7,0%

Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1) Ryzyko kursowe 2) Kształtowanie stawek dostaw 3) Wpływ COVID-19 4) Ryzyko rozbudowy sieci 5) Rozwój e-commerce 6) Sezonowość wyników 7) Konkurencja rynkowa 8) Ryzyko nietrafionych kolekcji 9) Zmian legislacyjne (podatek od obrotu, zakaz handlu w niedzielę)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 33,7 PLN/akcje

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Esotiq dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 57,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 69,9 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 128 mln PLN, czyli **57,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	127,5	57,1	69,4%
B	Wycena porównawcza	156,2	69,9	107,5%
C = (100%*A + 0%*B)		127,5	57,1	69,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Grupa pod koniec września opublikuje sprawozdanie z wynikami za 2Q'21/1H'21 i spodziewamy się, że raport przedstawi pozytywne odczyty. Zakładana odbudową sprzedaży stacjonarnej (niska baza i znoszenie obostrzeń) oraz solidny e-commerce powinny przełożyć się na zdecydowany wzrost przychodów. Wraz z poprawą marży brutto może to pozwolić na wzrost EBITDA (do 8,5 mln PLN, przed rokiem 7,1 mln PLN) i zysku netto (do 3,3 mln PLN, w 2Q'21 ok. 2 mln PLN).

Nadchodzące kwartały powinny przynieść dalszą odbudowę sprzedaży stacjonarnej grupy. Liczymy, że pomimo wysokiej bazy, pozytywnie będzie kontrybuował kanał internetowy. Zwracamy uwagę, że nasz założenia na 2H'21 są ostrożne, jeśli mowa o marży brutto i kosztach SG&A. Mimo to oczekujemy, że bieżące półrocze okaże się lepsze niż przed rokiem. W ujęciu całorocznym estymujemy, że Esotiq wypracuje 199 mln PLN przychodów, ok. 30 mln PLN EBITDA MSSF 16 oraz nieco ponad 11 mln PLN zysku netto. Odnosząc się do rozwoju sieci, w '21 uwzględniliśmy plany zarządu z majowej konferencji wynikowej, w które wskazano m.in. na konsekwentny rozwój w Polsce i na Ukrainie, a także na zamknięcie 6 placówek w Niemczech (w poprzednich latach rynek obciążał wyniki grupy). Nasze szacunki wskazują, że na koniec roku grupa może być bliska gotówki netto (w rozumieniu MSR 17).

W kolejnych latach podeszliśmy bardzo konserwatywnie do kwestii rozwoju sieci, bowiem zakładamy jedynie pojedyncze otwarcia. W przypadku marży brutto przyjęliśmy założenie spadku rentowności o ok. 1 p.p. w porównaniu z '21 (kluczowa będzie kwestia kształtowania USD/PLN i kosztów frachtu, a także ew. podwyżki cen produktów w sklepach). Niemniej, nie zakładamy, żeby w '22 doszło do spadku rezultatów. Oczekujemy, że w przyszłym roku Esotiq powróci do regularnej wypłaty dywidendy.

Wydajemy zalecenie Kupuj dla walorów Esotiq & Henderson i ustalamy cenę docelową na poziomie 57,1 PLN/akcję. Pomimo tegorocznych wzrostów kursu akcji uważamy, że bieżąca wycena nie uwzględnia do końca oczekiwanej poprawy wyników finansowych w kolejnych okresach. Liczymy, że publikacja sprawozdania za 2Q'21 (pod koniec września) i dobre perspektywy na kolejne kwartały przełożą się na utrzymanie pozytywnego sentymentu do walorów grupy. Doceniamy także niskie zadłużenie, atrakcyjną wycenę mnożnikową (wg naszych kalkulacji EV/EBITDA MSSF 16 w latach 2021-22 wynosi 3,9-3,7x) i potencjał powrotu do wypłaty dywidend.

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 rynkowych stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,3x.

Główne założenia modelu:

- Wyniki w '20 (głównie w obszarze sklepów stacjonarnych) były obciążone negatywnym wpływem obostrzeń covid-owych. W perspektywie bieżącego roku spodziewamy się, że dojdzie do silnej odbudowy sprzedaży tradycyjnej (zarówno w sklepach własnych, jak i franczyzowych). Dostyc dobrze powinien radzić sobie cały czas obszar e-commerce. Prognozujemy, że w '21 grupa osiągnie 199 mln PLN przychodów, ok. 30 mln PLN EBITDA MSSF 16 i 11 mln PLN zysku netto (przed rokiem odpowiednio 174/23/4 mln PLN).
- Podstawowe założenia dla wyników segmentów:

Założenia dla segmentów

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	155,0	179,9	173,7	198,7	208,7	216,2
Marża brutto ze sprz. [%]	63,7%	61,6%	61,8%	63,5%	62,6%	61,9%
Przychód z mkw./m-c [tys. PLN]	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Powierzchnia sieci [tys. mkw.]	17,9	18,7	19,4	20,0	20,5	20,8
Liczba sklepów	294	304	312	321	329	335
USD/PLN eop	3,7411	3,7938	3,7346	3,9160	3,9333	3,8845
EUR/PLN eop	4,2900	4,2541	4,5622	4,5988	4,6531	4,6531

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W 2021 roku spółka nie wypłaciła dywidendy. Spodziewamy się jednak, że po oczekiwanej przez nas silnej odbudowie rezultaty w bieżącym roku, zarząd zdecyduje się na pozytywną rekomendację ws. podziału zysku i już od '22 Esotiq się zacznie regularnie dzielić osiąganym wynikiem netto z akcjonariuszami.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- W modelu przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Dług netto MSSF 16 na koniec 2020 (ok. 47 mln PLN) skorygowaliśmy o wartość rynkową posiadanych akcji własnych (ok. 348 tys. szt., łącznie 11,7 mln PLN wg ceny rynkowej 33,7 PLN/walor).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy konserwatywnie na poziomie 0%.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 2,2 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 31.08.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Esotiq na poziomie 128 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 57,1 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	198,7	208,7	216,2	220,9	224,5	227,7	230,6	233,3	235,9	238,5
EBIT [mln PLN]	15,7	16,0	16,0	16,4	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
NOPLAT [mln PLN]	12,7	12,9	13,0	13,3	13,4	13,4	13,4	13,3	13,3	13,3
Amortyzacja [mln PLN]	14,4	14,2	14,3	14,5	14,6	14,7	14,9	15,0	15,1	15,2
-w tym amortyzacja MSSF 16	9,6	9,6	9,9	10,2	10,4	10,6	10,7	10,8	10,9	11,0
CAPEX [mln PLN]	-12,3	-12,9	-13,4	-13,9	-14,3	-14,6	-14,9	-15,2	-15,5	-15,7
-w tym opłaty leasingowe MSSF 16	-10,5	-10,8	-11,0	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-9,3	-1,8	-1,4	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
FCF [mln PLN]	5,5	12,4	12,5	13,0	13,0	12,9	12,8	12,6	12,5	12,4
DFCF [mln PLN]	5,3	11,2	10,5	10,1	9,4	8,6	7,9	7,2	6,6	6,1
Suma DFCF [mln PLN]	82,9									
Wartość rezydualna [mln PLN]	162,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	79,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	162,5									
Dług netto 2020 [mln PLN]*	35,0									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	127,5									
Ilość akcji [tys.]	2,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	57,1									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 0,0%

Przychody zmiana r/r	14,4%	5,1%	3,6%	2,2%	1,6%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%
EBIT zmiana r/r	100,8%	1,8%	0,4%	2,1%	0,8%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF zmiana r/r	-63,8%	127,5%	0,9%	3,7%	0,4%	-1,0%	-1,2%	-0,9%	-1,1%	-0,9%
Marża EBITDA	15,1%	14,5%	14,0%	14,0%	13,9%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%	13,3%
Marża EBIT	7,9%	7,7%	7,4%	7,4%	7,4%	7,2%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%
Marża NOPLAT	6,4%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%
CAPEX / Przychody	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%
CAPEX / Amortyzacja	85,9%	90,9%	93,8%	96,0%	97,8%	99,2%	100,5%	101,5%	102,4%	103,2%
Zmiana KO / Przychody	4,7%	0,9%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	37,2%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *dług netto MSSF 16 skorygowany o 348 tys. szt. akcji własnych

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
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	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	66,4%	72,3%	73,1%	73,6%	73,8%	73,6%	73,5%	73,4%	73,3%	73,3%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	33,6%	27,7%	26,9%	26,4%	26,2%	26,4%	26,5%	26,6%	26,7%	26,7%
WACC	7,5%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,50%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%
beta	1,0	55,7	57,7	60,0	62,5	65,4	68,7	72,6	77,1	82,4
	1,1	52,9	54,7	56,7	59,0	61,5	64,5	67,8	71,7	76,3
	1,2	50,3	51,9	53,7	55,8	58,0	60,6	63,5	66,9	70,9
	1,3	47,9	49,3	51,0	52,8	54,8	57,1	59,7	62,6	66,1
	1,4	45,6	47,0	48,4	50,1	51,9	53,9	56,2	58,8	61,8
	1,5	43,5	44,7	46,1	47,5	49,2	51,0	53,0	55,3	58,0
	1,6	41,6	42,7	43,9	45,2	46,7	48,3	50,1	52,2	54,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2,50%	-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%
Premia za ryzyko	3,00%	62,8	65,3	68,3	71,6	75,5	80,0	85,3	91,6	99,4
	4,00%	54,6	56,5	58,6	61,1	63,8	67,0	70,6	74,8	79,8
	5,00%	47,9	49,3	51,0	52,8	54,8	57,1	59,7	62,6	66,1
	6,00%	42,3	43,5	44,7	46,1	47,6	49,3	51,2	53,4	55,8
	7,00%	37,7	38,6	39,5	40,6	41,8	43,1	44,5	46,1	47,9
	8,00%	33,7	34,4	35,2	36,0	36,9	38,0	39,1	40,3	41,6
	9,00%	30,2	30,8	31,4	32,1	32,9	33,6	34,5	35,5	36,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Premia za ryzyko	3,00%	86,8	84,3	82,1	80,0	78,0	76,2	74,5	72,9	71,4
	4,00%	73,3	71,0	68,9	67,0	65,2	63,6	62,0	60,6	59,3
	5,00%	62,8	60,7	58,8	57,1	55,5	54,1	52,8	51,5	50,4
	6,00%	54,5	52,6	50,9	49,3	48,0	46,7	45,6	44,5	43,5
	7,00%	47,6	45,9	44,4	43,1	41,9	40,8	39,8	38,9	38,0
	8,00%	42,0	40,5	39,1	38,0	36,9	35,9	35,1	34,3	33,6
	9,00%	37,2	35,9	34,7	33,6	32,7	31,9	31,1	30,5	29,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

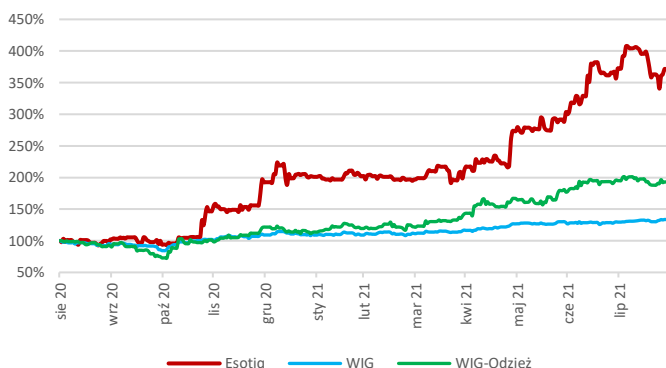
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-23 dla wybranych spółek z branży odzieżowej. W wycenie uwzględniliśmy krajowych detalistów, co naszym zdaniem najlepiej oddaje charakter działalności Esotiq. Analizę oparliśmy na wskaźniku EV/EBITDA (wg MSSF 16), który m.in. nie jest wrażliwy na wpływ kursów walutowych na poziomie różnic kursowych. Przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Esotiq metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **69,9 PLN**. Zwracamy uwagę, że z racji dużej niepewności prognoz (wpływ COVID-19), dużego udziału formatu franczyzowego i zróżnicowaną skalę działalności podmiotów, metodzie przypisujemy 0% udziału w wycenie końcowej.

Wycena porównawcza względem krajowych detalistów

	EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P
LPP	21,7	11,7	9,8
CCC	13,0	9,7	7,6
VRG	8,5	5,5	5,1
Solar	3,6	2,9	2,8
Wojas	5,3	4,6	4,4
Mediana	8,5	5,5	5,1
ESOTIQ	3,9	3,7	3,5
Premia/dyskonto grupa	-54%	-34%	-32%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	95,4	59,0	55,4
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena końcowa [PLN]		69,9	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, prognozy własne

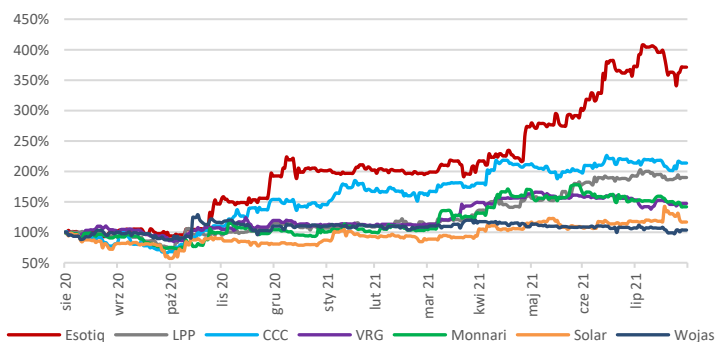
Zachowanie kursu na tle WIG i WIG-Odzieź



W perspektywie minionego roku, pomimo negatywnego wpływu COVID-19, walory Esotiq zyskały 271%, podczas gdy indeks branżowy wzrósł o 93%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle krajowych spółek odzieżowych



Na przestrzeni ostatnich 12 miesięcy zyskały kursy obu wszystkich przedstawicieli branży. Esotiq wyróżnił się szczególnie pozytywnie, zostawiając konkurencję „daleko w tyle”.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko kursowe

Spółka jest narażona na negatywne zmiany kursów walutowych. Po pierwsze może się to objawiać w negatywnych różnicach kursowych – Esotiq kupuje ok. 87% wyrobów w Azji (rozliczenie w USD), a jedynie 13% w Europie (w tym 12% pochodzi z Polski). Umocnienie USD względem PLN (przy ewentualnym braku możliwości kosztu na klientów) może skutkować spadkiem marży brutto.

▪ Kształtowanie stawek dostaw

Od kilku miesięcy widoczny jest wyraźny wzrost stawek dostaw z Azji, na co wskazują praktycznie wszyscy detaliści. Tak jak pisaliśmy powyżej, zdecydowana większość towarów sprzedawanych w sklepach Esotiq, pochodzi z Dalekiego Wschodu, co rodzi ryzyko presji na przyszłą marżę. Spodziewamy się, że spółki odzieżowe w nadchodzących miesiącach będą podnosiły ceny produktów w celu minimalizacji negatywnego kształtowania cen frachtu.

▪ Wpływ epidemii COVID-19 na biznes spółki

Epidemia koronawirusa odcisnęła negatywne piętno na ubiegłorocznych wynikach całej branży, jak i spółki (w części stacjonarnej). Równocześnie zauważalny był silny trend przeniesienia dużej części klientów do kanału internetowego. W perspektywie nadchodzących miesięcy ryzykiem są ewentualne obostrzenia w związku z kolejną falą pandemii, jednak w naszej ocenie nie powinny one być tak dotkliwe jak w poprzednim roku (ostatnie wypowiedzi ministra zdrowia wskazują, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem obostrzeń są lokalne lockdowny).

▪ Ryzyko rozbudowy sieci

Grupa od kilku lat kontynuuje rozbudowę sieci, zarówno sklepów własnych, jak i w postaci franczyzy. Na początku 2014 roku spółka prowadziła 192 sklepy w Polsce (w tym 154 jako franczyza; ok. 12 tys. powierzchni), natomiast na koniec 1Q'21 było to już 275 placówek (213 franczyzowe; ok. 17,2 tys. mkw. powierzchni). Wraz ze wzrostem sieci może dojść do nadmiernego nasycenia rynku, co może przekładać się na ewentualną kanibalizację rezultatów placówek. Dodatkowo Esotiq działa na rynkach zagranicznych, m.in. na Ukrainie i w Niemczech. Z zapowiedzi zarządu wynika, że rozwijane mają być rynki wschodnie, natomiast w Niemczech ma być zamknięte 6 z 8 salonów. Wchodzenie do nowych krajów może przykładowo wiązać się ze zwiększonymi nakładami marketingowymi czy otwarciem nietrafionych lokalizacji.

▪ Rozwój e-commerce

Kanał e-commerce jest obecnie najszybciej rozwijającą się formą sprzedaży (według większości analiz w kolejnych latach dwucyfrowa dynamika wzrostu zostanie utrzymana). Grupa posiada obecnie 4 własne e-sklepy i jest obecna w 29 krajach, w tym w państwach, w których nie ma sklepów stacjonarnych. Według danych z prezentacji inwestorskich w '20 udział kanału internetowego w sprzedaży wyniósł 19% (m.in. efekt COVID-19), a w '19 ok. 9% (systematyczny wzrost względem poprzednich lat).

▪ Sezonowość wyników

Branża odzieżowa cechuje się znaczną sezonowością. W poprzednich latach w przypadku Esotiq najważniejsze w ujęciu przychodowym były 3-4Q, natomiast najwyższe marże były osiągnięte w 2Q i 4Q.

▪ Konkurencja rynkowa

Wśród głównych konkurentów spółki w kanale stacjonarnym należy wymienić duże międzynarodowe sieci tj. Triumph i marki grupy Calzedonia (Calzedonia, Intimissimi, Tezenis). W mniejszym stopniu rywalami grupy są małe sklepiki prywatnych właścicieli.

▪ Ryzyko nietrafionej kolekcji

W przypadku źle dobranej kolekcji może się to przełożyć na spadek zainteresowania klientów, a tym samym na spadek wyników finansowych i finalnie na pogorszenie sentymentu do walorów emitenta.

▪ Zmiany legislacyjne

Na rynek handlu oddziałują zmiany prawne wprowadzone w poprzednich okresach przez obecny rząd. Od dłuższego czasu funkcjonuje zakaz handlu w niedziele, który obejmuje zdecydowaną większość dużych obiektów handlowych, a tym samym placówek pod marką Esotiq (w Polsce zlokalizowanych jest 275 sklepów z 312 prowadzonych salonów). Drugą zmianą prawną jest podatek od obrotu, który obowiązuje od bieżącego roku. Wg naszych szacunków grupa prawdopodobnie nie będzie obciążona finansowymi skutkami daniny (średnia miesięczna sprzedaż poniżej progę wolnej od podatku w wys. 17 mln PLN).

MODEL BIZNESOWY

Esotiq prowadzi sieć sklepów, specjalizujących się w sprzedaży bielizny. W ramach grupy funkcjonują 2 podstawowe marki. Pierwsza z nich to Esotiq, której asortyment to przede wszystkim bielizna dla kobiet, pidżamy, stroje kąpielowe i w mniejszym zakresie perfumy. Marka zadebiutowała na rynku w 2006 roku, a jej klientkami docelowymi są kobiety w wieku +20 lat. Sprzedaż jest prowadzona poprzez placówki franczyzowe, własne i w internecie. Sieć współpracuje ze znanymi modelkami, tj. Joanną Krupą oraz Sandrą Kubicką. Druga marka własna to Henderson, która funkcjonuje od 1998 roku. Oferuje ona bieliznę dla mężczyzn, kąpielówki oraz pidżamy, a głównymi odbiorcami są mężczyźni powyżej 20. roku życia. Sprzedaż jest realizowana poprzez hurt, sklepy multibrandowe oraz e-commerce, w wybranych państwach europejskich.

Esotiq – marki własne

	Esotiq	Henderson
Asortyment	Bielizna dla kobiet, pidżamy, stroje kąpielowe, kosmetyki	Bielizna dla mężczyzn, kąpielówki, pidżamy
Grupa klientów	Kobiety w wieku +20 lat	Mężczyźni w wieku +20 lat
Rok powstania	2006/07	1998
Forma sprzedaży	Sklepy franczyzowe i własne, e-commerce	Hurt, sklepy multibrandowe, e-commerce
Liczba sklepów	312 sklepów (w tym: 275 w Polsce i 25 na Ukrainie)	---
Główne kraje działalności	Polska, Ukraina, Niemcy, Rosja, Mołdawia, Łotwa, Rumunia	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Pod markami Esotiq funkcjonuje obecnie 312 sklepów o łącznej powierzchni użytkowej 19,4 tys. mkw. Wśród tych placówek 275 jest zlokalizowane w Polsce, z czego jako sklepy własne funkcjonują 62 punkty. Na rynkach wschodnich działa 29 sklepów (ok. 1,4 tys. mkw.), a w Niemczech 8 sklepów (0,8 tys. mkw.; w 2021 roku ma być zamknięte 6 z nich; historycznie placówki obciążały wyniki spółki; od 2020 roku Esotiq sprzedaje produkty na platformie AMAZON.DE).

Powierzchnia sklepów w podziale na kraje i formę działalności

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21
Esotiq Polska	15,9	15,8	15,8	15,8	15,9	16,2	16,3	16,5	16,7	16,9	17,2	17,2	17,2
Franczyza	11,7	11,7	11,5	11,3	11,3	11,5	11,5	11,6	11,6	11,8	11,9	12,0	12,0
Własne	4,2	4,1	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1	5,1	5,3	5,3	5,3
Esotiq Niemcy	0,4	0,4	0,5	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Franczyza	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Własne	0,4	0,4	0,5	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Esotiq Wschód (franczyza)	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4
RAZEM	17,4	17,4	17,5	17,9	18,1	18,7	18,7	18,7	18,8	18,9	19,4	19,4	19,4
Franczyza	12,7	12,9	12,7	12,6	12,6	13,1	13,0	12,9	12,9	13,0	13,3	13,4	13,4
Własne	4,6	4,6	4,8	5,3	5,5	5,5	5,6	5,8	6,0	5,9	6,0	6,0	6,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Liczba sklepów w podziale na kraje i formę działalności

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21
Esotiq Polska	264	262	261	261	263	268	268	271	269	272	276	275	275
Franczyza	214	213	210	207	208	211	211	212	209	212	214	213	213
Własne	50	49	51	54	55	57	57	59	60	60	62	62	62
Esotiq Niemcy	4	4	5	8	9	9	9	9	9	8	8	8	8
Franczyza	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Własne	4	4	5	8	9	9	9	9	9	8	8	8	8
Esotiq Wschód (franczyza)	21	23	23	25	25	31	29	24	25	26	29	29	29
RAZEM	289	289	289	294	297	308	306	304	303	306	313	312	312
Franczyza	235	236	233	232	233	242	240	236	234	238	243	242	242
Własne	54	53	56	62	64	66	66	68	69	68	70	70	70

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

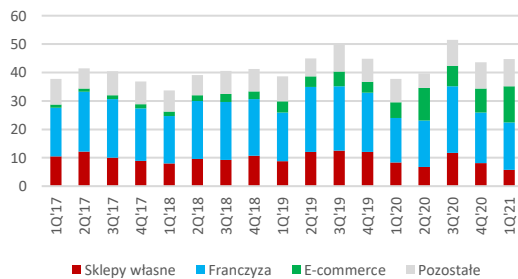
W modelu biznesowym grupa wykorzystuje także franczyzę. W Polsce ma ona formę depozytową (pozwala to na uzyskiwanie pełnej marży detalicznej), natomiast na rynkach wschodnich franczyza ma klasyczną formę (m.in. większość kosztów przypada na franczyzobiorcę). Szczegółowy opis znajduje się w tabeli poniżej.

Esotiq – charakterystyka franczyzy

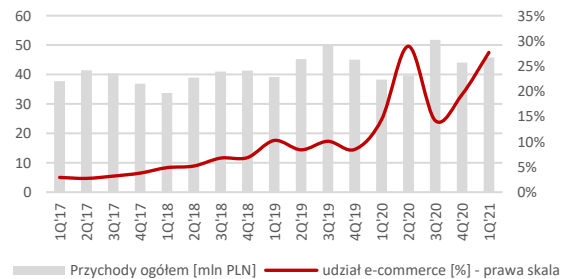
	Polska	Wschód
E&H	Towar i system sprzedażowy dostarcza i należy do E&H	Sprzedaż hurtowa do lokalnego franczyzobiorcy
	Sprzedaż dokonywana na konto E&H	Szkolenie personelu
	Marża detaliczna wykazywana jako E&H	Wzrost obecności na rynkach wschodnich
	Spółka płaci franczyzobiorcy ustalony % od sprzedaży (co miesiąc)	Sprzedaż jest zabezpieczona przedpłatami i gwarancjami
Franczyzobiorca	Brak kosztów stałych i CAPEX	Brak kosztów stałych i CAPEX
	Znalezienie i wynajem lokalizacji sklepu	Towar i system sprzedażowy należą do franczyzobiorcy
	Zatrudnienie pracowników	Znalezienie i wynajem lokalizacji sklepu
	Ponosi CAPEX na wyposażenie/aranżację	Zatrudnienie pracowników
	Prowadzi lokal w miastach >20 tys. mieszkańców	Ponosi CAPEX na wyposażenie/aranżację
	Brak inwestycji w towar	Otrzymuje produkty Esotiq
Otrzymuje wsparcie marketingowe	Otrzymuje wsparcie marketingowe	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Od kilku lat Esotiq rozwija kanał e-commerce, który sukcesywnie od 2017 zyskuje coraz większe udziały w sprzedaży grupy (w '17 – 3%, w '18 – 6%, w '19 – 9%), notując równocześnie dynamiki w przedziale 80-90% r/r. W '20, głównie z racji pandemii COVID-19 i wprowadzonych, doszło do istotnego wzrostu wagi internetu w realizowanych obrotach (do 19%; 33 mln PLN przychodów), co było także widoczne w 1Q'21 (ok. 28%).

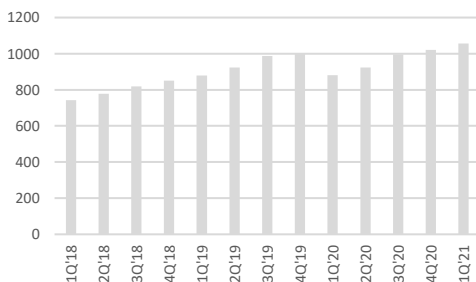
Struktura przychodów [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Udział e-commerce w sprzedaży [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Grupa prowadzi także działania lojalizujące klientki poprzez akcje takie jak ESOTIQ CLUB (specjalne oferty dla uczestniczek; cały czas widoczny jest wzrost zainteresowania; w 1Q'20 zweryfikowano nieaktywne konta) czy wprowadzenie aplikacji brafitting, która umożliwia dobór biustonosza (od początku działania użyto jej już ponad 160 tys. razy, w tym w 1Q'21 ok. 14,5 tys.; kampanię firmuje Sandra Kubicka).

Esotiq Club – liczba uczestniczek [tys.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Głównym udziałowcem spółki jest Patronado Ltd., należące do pana Mariusza Jawoszka, które ma 40,5% akcji i 56,0% głosów. Wśród dużych akcjonariuszy można też wymienić prezesa Esotiq, Adama Skrzypka, który posiada 4,3% udziałów. Obecnie ponad 15% walorów jest w posiadaniu grupy (akcje własne). Pozostali akcjonariusze dysponują 39,9% akcji.

Główni akcjonariusze spółki

	Liczba akcji [mln]	% akcji	Liczba głosów [mln]	% głosów
Patronado Ltd.	0,9	40,5%	1,8	56,0%
Adam Skrzypek	0,1	4,3%	0,2	5,8%
Esotiq & Henderson (akcje własne)	0,3	15,2%	0,3	10,5%
Pozostali	0,9	39,9%	0,9	27,7%
RAZEM	2,2	100,0%	3,2	100,0%

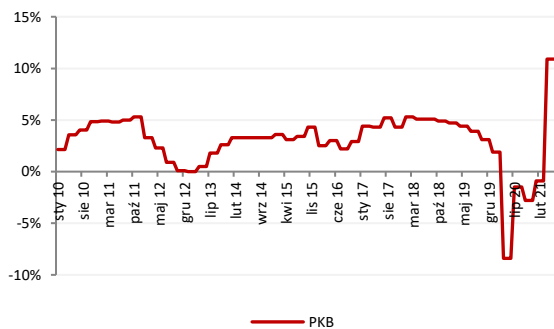
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Otoczenie gospodarcze

Przez długi okres czasu, rodzima gospodarka radziła sobie bardzo dobrze, co potwierdzało większość odczytów. Epidemia koronawirusa znacząco jednak odcisnęła piętno na gospodarce od marca '20. Powoli poprawiają się wskaźniki koniunktury konsumennej, które w kwietniu '20 znalazły się na poziomach z 2011 roku (następne miesiące przyniosły znaczące odbicie). Według szybkiego szacunku GUS dynamika PKB w 2Q'21 wyniosła +10,9% (m.in. dzięki efektowi bazy z ubiegłego roku). Stopa bezrobocia utrzymuje się obecnie w okolicy 6%. W przypadku wynagrodzeń odnotowano przyrost r/r o 9,8% do ok. 5,8 tys. PLN. W ujęciu r/r o ok. 3% wzrosło przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw. Spadła liczba zarejestrowanych bezrobotnych (w czerwcu -3% r/r) oraz widać zwiększenie liczby ofert pracy. Dynamika sprzedaży detalicznej odnotowała w czerwcu wzrost o 13% (w maju wyniosła +19% r/r, w kwietniu +26% r/r; efekt niskiej bazy i odmrożenia gospodarki). Sprzedaż w kategorii odzież i zanotowała w ostatnim miesiącu wzrost o 22% r/r (miesiąc wcześniej +48% r/r, a w kwietniu +76% r/r). Inflacja ogółem wyniosła w czerwcu +4,4% r/r (wg szybkiego rachunku lipcu ok. +5% r/r), a w kategorii odzież i obuwiu -0,5% r/r (warto zauważyć, że w maju zanotowano dodatnią dynamikę po raz pierwszy od 10 lat).

PKB



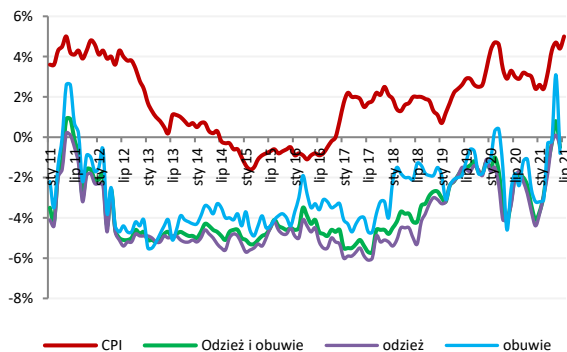
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Stopa bezrobocia



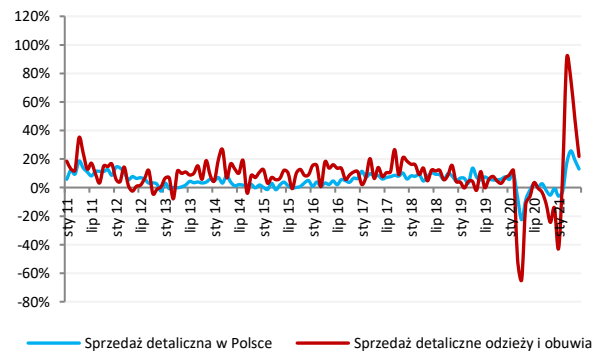
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Stopa inflacji



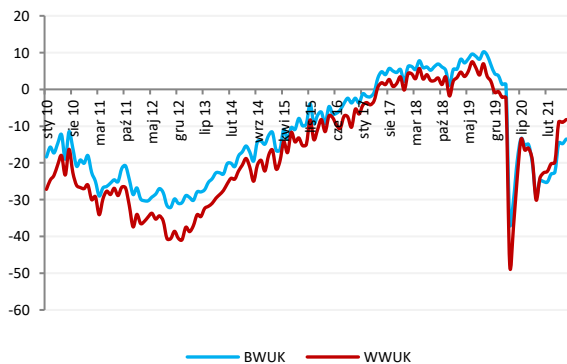
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Zmiana sprzedaży detalicznej r/r



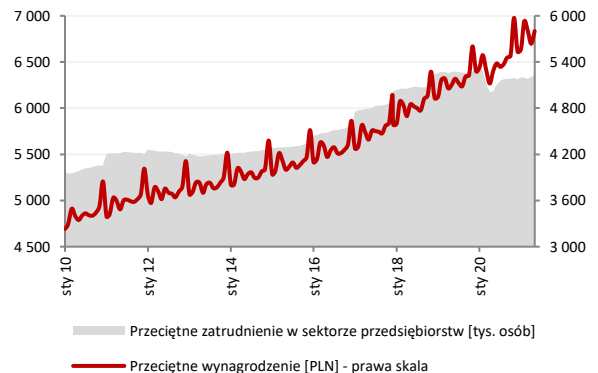
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Wskaźniki koniunktury konsumennej



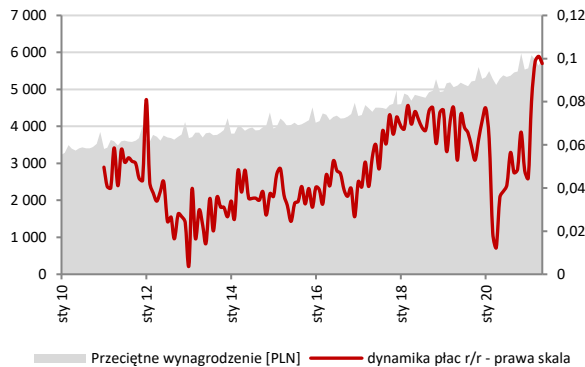
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS, Bloomberg

Przeciętne zatrudnienie i płace w sektorze przedsiębiorstw



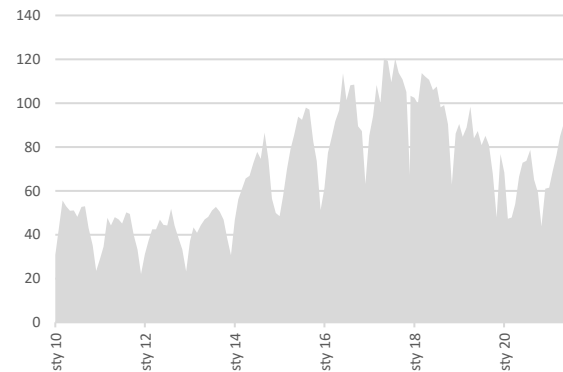
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Dynamika płac [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

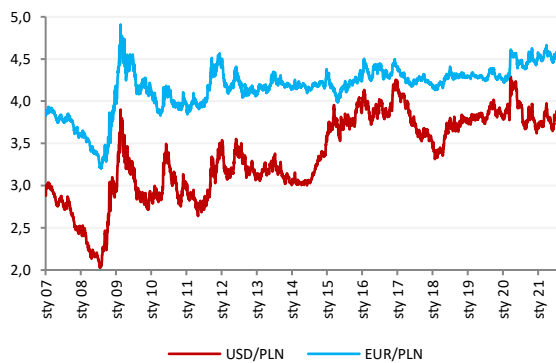
Liczba ofert pracy [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

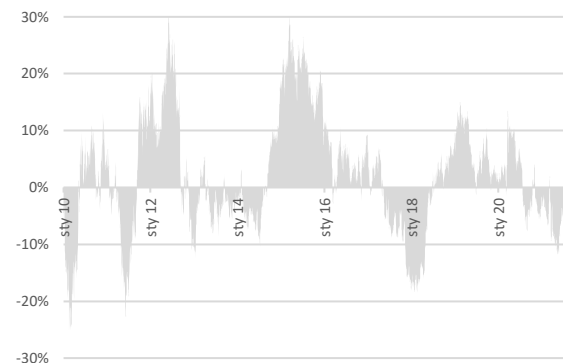
Dla Esotiq istotne jest otoczenie makroekonomiczne zagranicą. Jednym z najistotniejszych czynników poza sprzedażą detaliczną, są kursy walutowe, szczególnie USD/PLN. Umocnienie dolara może negatywnie odbijać się na marży brutto realizowanej przez spółkę. Na wyniki grupy duży wpływ ma także zachowanie EUR/PLN, bowiem spółka płaci czynsze w EUR.

Zachowanie kursów EUR/PLN i USD/PLN



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zmiana kursu USD/PLN r/r [%]

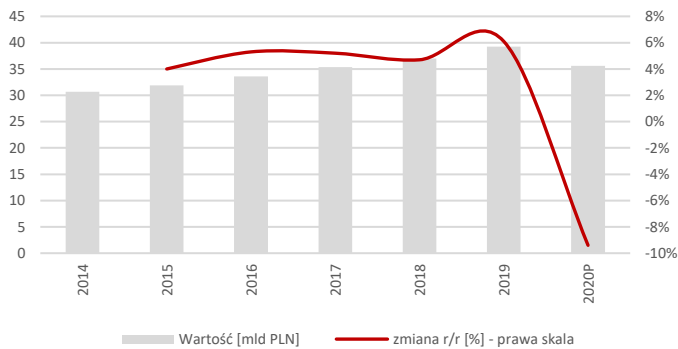


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek odzieżowy ogółem

Według szacunków PMR rynek odzieżowy w '18 był wart ok. 37 mld PLN, a '19 = 39,3 mld PLN. Ostatnie prognozy wskazują, że w '20 doszło do spadku wartości o ok. 9% r/r, czyli do 35,6 mld PLN. Ujemna dynamika to oczywiście pokłosie epidemii koronawirusa i wprowadzanych obostrzeń. Agencja PMR wskazuje, że znacznie lepiej radził sobie kanał internetowy. Rynek mody cechuje się bardzo dużą konkurencją, co sprawia, że podmioty na nim działające muszą walczyć o klienta poprzez promocje i rabaty, a to z kolei negatywnie odbija się na marży. Jednocześnie ok. 45% podmiotów handlowych ocenia sytuację rynkową jako dobrą. W ostatnich latach zauważalne jest zjawisko „racjonalizacji” wydatków przez klientów, którzy coraz częściej kupują w sklepach internetowych lub centrach outletowych. W branży zauważalna jest tendencja konsolidacji – jeszcze w 2010 roku dziesięciu największych detalistów odpowiadało za ok. 31% sprzedaży na rynku, natomiast w 2014 ich udział zwiększył się do 44,9%. Mniejsze sieci skupiały się natomiast na optymalizacji, co objawiało się selektywnymi otwarciami, zamykaniem nierentownych sklepów oraz remontowaniu starszych placówek. Bardzo dobrze radziły sobie natomiast sieci dyskontowe, które rozwijały się ilościowo i wartościowo (według danych PMR obroty w dyskontach zwiększyły się o 17% względem 12% wzrostu wielkości sieci). Warto zauważyć, że zmianie ulega tendencja rozwoju. Według ankiety PMR już tylko 55% badanych podmiotów planuje dalsze rozwijanie obecnej sieci, natomiast w poprzednim badaniu plan taki miało aż 87% ankietowanych. Do ciekawych wniosków można dojść obserwując Footfall Index obrazujący natężenie ruchu w galeriach handlowych. Wskaźnik spada nieprzerwanie od 2007 roku, co potwierdza tezę migracji klientów do e-sklepów.

Wartość rynku odzieżowego w Polsce [mld PLN]



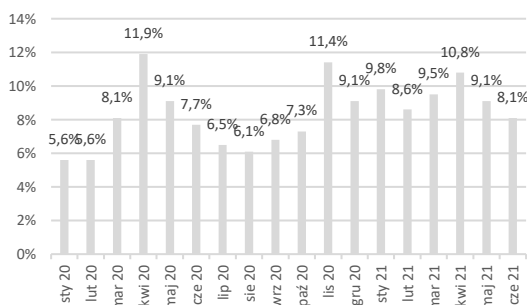
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Rynek e-commerce

Według raportu interaktywnie.com rynek e-commerce osiągnął w '19 wartość 50 mld PLN, a w perspektywie '20 spodziewano się pierwotnie, że urośnie do 70 mld PLN. W wyniku rozwoju pandemii COVID-19 oraz związanemu z tym lock-downem, obecne prognozy zakładają zwiększenie wartości rynku sprzedaży internetowej aż do 100 mld PLN. Zwiększa się nie tylko liczba e-konsumentów (co trzeci ankietowany przez agencję Catchers wskazuje, że robi zakupy częściej niż przez epidemię, a dodatkowo 6% respondentów przyznało, że robiło zakupy w internecie po raz pierwszy), ale także e-sklepów. Z badań Nielsena wynika, że największym zainteresowaniem cieszą się ubrania (w tym obuwie), podróże i książki. W ujęciu globalnym analitycy eMarketera szacują, że w '21 e-commerce osiągnie wartość 5 bln USD, a w '23 ok. 6,5 bln USD. Wg eCommerce News zakupów online dokonuje obecnie 61% populacji, a średni roczny wydatek na tę formę zakupów wynosi 652 EUR.

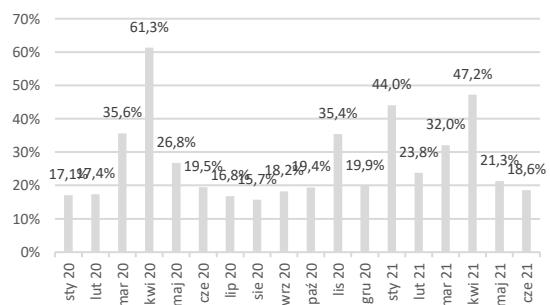
Według danych GUS sprzedaż internetowa w czerwcu odpowiadała za 9,1% całkowitej sprzedaży. W przypadku kategorii odzieży i obuwie było to 19% (w maju 21%, w kwietniu 47% - na kształtowanie udziałów w poprzednich miesiącach wpływ miał przede wszystkim znoszenie obostrzeń).

Udział e-commerce w sprzedaży ogółem [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

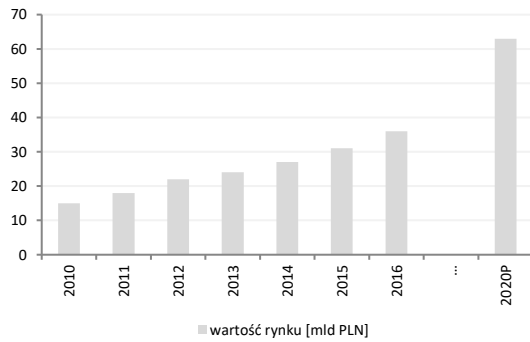
Udział e-commerce w kategorii Odzież i obuwie [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

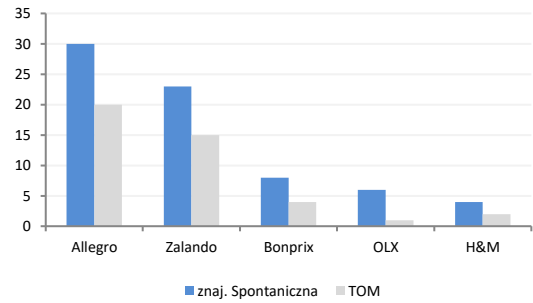
W badaniu przeprowadzonym dla ecommercepolska.pl ok. 48% internautów zadeklarowało, że dokonuje zakupów online (pozostali wskazywali, że wolą obejrzeć produkt przed zakupów oraz że preferują tradycyjne kanały sprzedaży). Co ciekawe, w rodzimych e-sklepach kupuje ok. 47% ankietowanych. Warto zwrócić uwagę, że najbardziej rozpoznawalną platformą jest cały czas Allegro, zarówno w kategorii ogólnej, jak i odzieży (na kolejnych miejscach znalazły się Zalando oraz Bonprix). Z analizy Gemiusa wynika, że statystycznym klientem są osoby w wieku 15-24 lata, z wyższym wykształceniem, mieszkające w ośrodkach liczących powyżej 200 tys. mieszkańców. Według badanych głównymi czynnikami, które motywują ich do zrobienia zakupów w Internecie są „brak konieczności jechania do sklepu”, „wiele dostępnych sposobów dostawy/odbioru” i możliwość bezpłatnej dostawy/zwrotu. Z drugiej strony, wśród czynników, które spowodowałyby wzrost zainteresowania e-handlem wymienia się niższe koszty dostawy, niższe ceny niż w sklepach tradycyjnych oraz kody rabatowe. Polacy najczęściej decydują się na e-zakupy takich kategorii produktowych jak: odzież (72% ankietowanych), książki i płyty (68%) oraz telefony/smartfony (56%). Obuwie nabywa „tylko” 49% e-klientów. Średniomiesięczne wydatki na odzież wynoszą ok. 83 PLN, z kolei na obuwie jest to 77 PLN.

Krajowy rynek e-commerce [mld EUR]



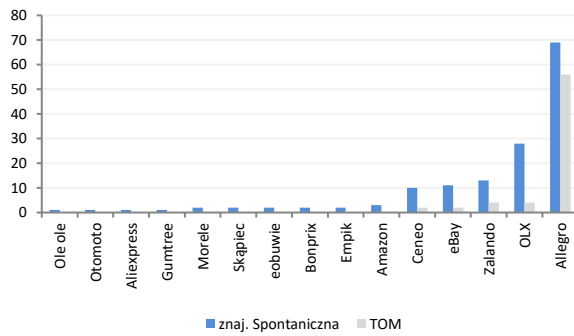
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., portal spozywczy.pl

Znajomość platform sprzedających odzież



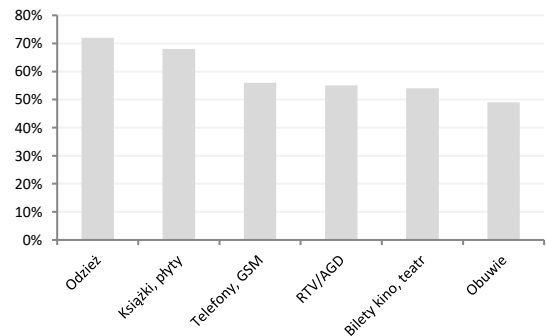
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Znajomość platform sprzedażowych ogółem



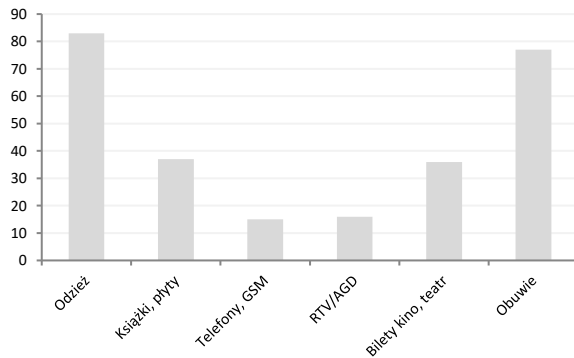
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Koszyk zakupowy



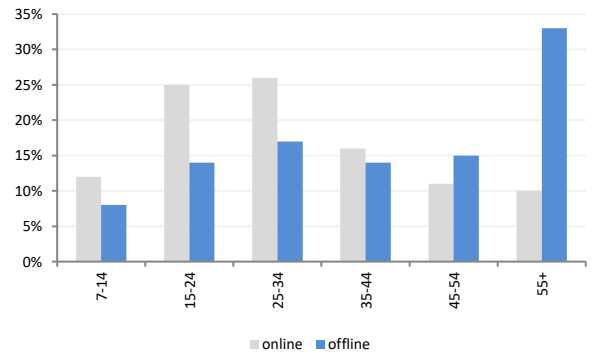
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Paragon miesięczny w wybranych kategoriach zakupowych



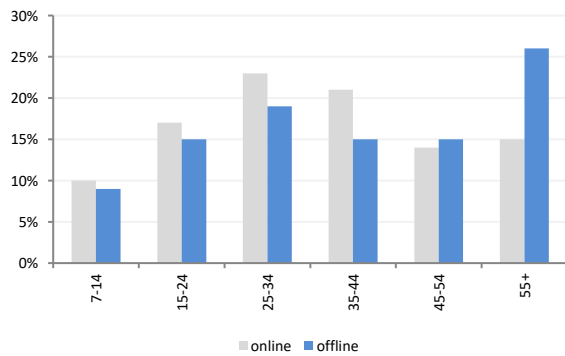
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., ecommercepolska.pl

Struktura wiekowa zakupów - kobiety



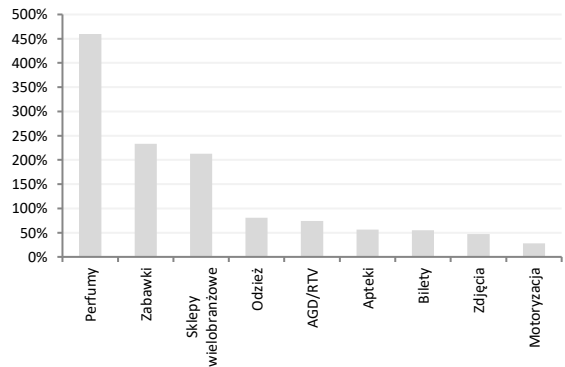
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Struktura wiekowa zakupów - mężczyźni

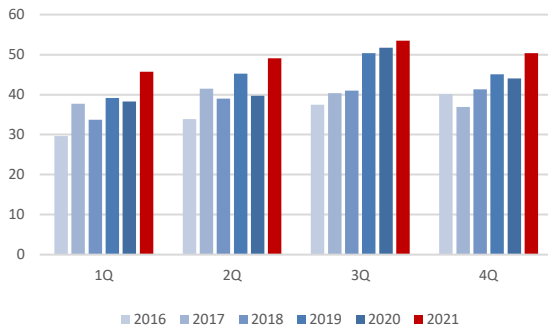


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

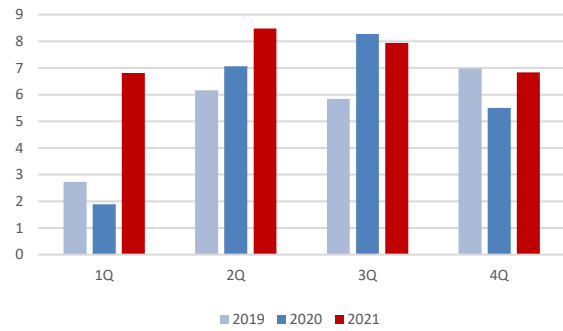
Wzrost popularności segmentów w e-commerce w ciągu ostatnich 5 lat



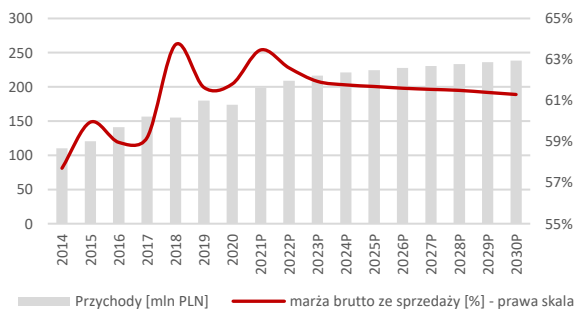
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Izba Gospodarki Elektronicznej

Przychody – uj. kwartalne [mln PLN]


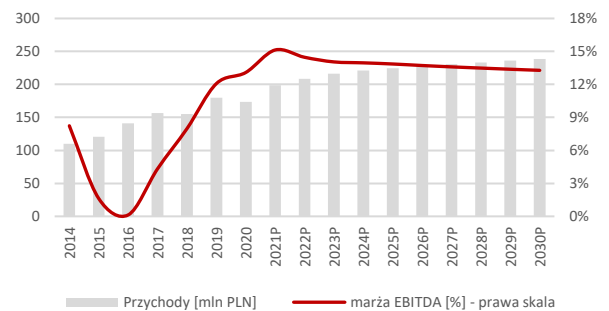
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA MSSF 16 – uj. kwartalne [mln PLN]


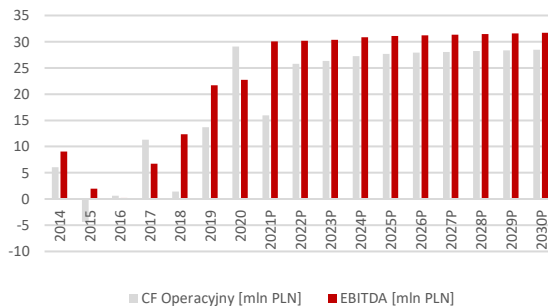
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto w okresie prognozy*


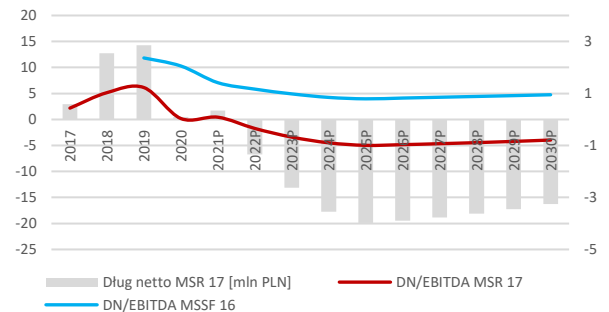
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA w okresie prognozy*


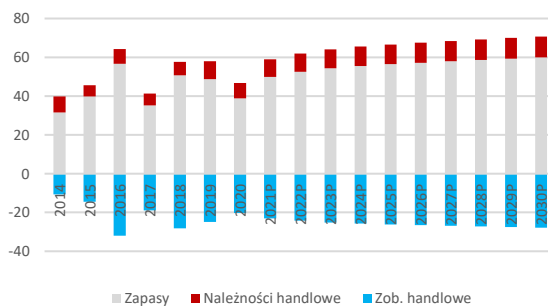
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od '19

CF Operacyjny na tle EBITDA [mln PLN]


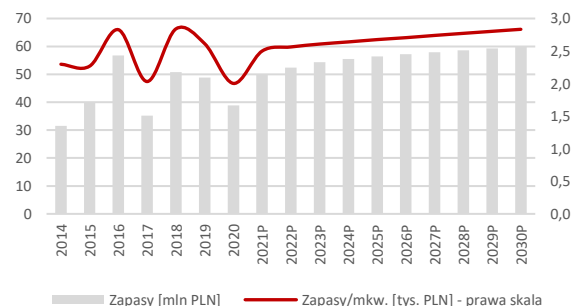
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od '19

Dług netto na tle EBITDA MSR 17 [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura kapitału obrotowego [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zapasy na mkw. [tys. PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krzysztof Tkocz**

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

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

Historia rekomendacji na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

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

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 realizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'21*:	, 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	7	88%	0	0%
Akumuluj	1	13%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

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

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 nie przedstawiane przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty finansowe negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 31.08.2021 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 30.08.2021 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 jakiejkolwiek 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 jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie 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 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 jakiejkolwiek 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. Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.