



Dom Maklerski BDM S.A.

# ESOTIQ & HENDERSON

## RAPORT ANALITYCZNY

Obniżamy nasze zalecenia dla akcji Esotiq & Henderson z Kupuj do Trzymaj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 37,0 PLN. Uważamy, że bieżąca wycena uwzględnia oczekiwany przez nas spadek wyników w 2022 roku. Spółka pod koniec maja opublikuje sprawozdanie finansowe za 1Q'22. Po silnej odbudowie sprzedaży stacjonarnej i zdecydowanym wzroście w sprzedaży internetowej w 2021 r. spodziewamy się, że wyniki okresu będą słabsze niż rok wcześniej w efekcie presji na marżę brutto oraz wzrostu kosztów czynszów i mediów. Decydujący wpływ na obniżenie wyceny ma jednak wzrost stopy wolnej od ryzyka z 3% do 6,5%. Potencjalną szansą dla spółki jest sukces sklepu internetowego Vosedo, ale z uwagi na opóźnienie i brak szczegółów nie uwzględniamy go w wycenie.

Od początku 2022 szczególnie prężnie rozwijają się sklepy internetowe (spółka posiada cztery platformy), które w marcu'22 zyskały nowy wygląd i stały się bardziej przejrzyste dla klienta. W dalszym ciągu trwają prace nad aplikacją mobilną, która ma przyczynić się do większej przystępności zakupów online oraz wzmocnić markę Esotiq. Spodziewamy się, że dzięki modelowi sprzedaży omnichannel produkty spółki trafią do szerszego grona odbiorców. Grupa inwestuje również w technologię RFID, która umożliwiłaby tworzenie sklepów autonomicznych. Zakładamy, że nakłady na tę technologię obciążą koszty zarządu, które od 2Q'22 będą mitygowane przez pozostałe przychody operacyjne z tytułu dofinansowania projektu przez NCBiR.

Wojna w Ukrainie pokrzyżowała plany grupy związane z rozwojem w tym kraju. Aktualnie w ograniczonym zakresie działa tam 15 z 22 salonów. Ze względu na model działalności zagranicą, sytuacja ta nie wpłynie znacząco na wyniki spółki w bieżącym roku (w 4Q'21 został dokonany odpis w wysokości ok. 1,7 mln PLN z tytułu utraty wartości należności). Ponadto liczymy, że napływ ukraińskich kobiet do Polski i rozpoznawalność marki wśród tej grupy, pozytywnie wpłynie na sprzedaż w Polsce. Esotiq aktywnie poszukuje również alternatywnych rynków, które mogłyby zapełnić przestrzeń pozostałą po Ukrainie. Trwają rozmowy z nowymi partnerami w Emiratach Arabskich, Arabii Saudyjskiej i Kuwejcie. Liczymy, że w kolejnych latach spółka będzie konsekwentnie zwiększać swoją obecność na rynkach zagranicznych.

W 1Q'22 Fundusz Ekspansji Zagranicznej, należącej do PFR, skorzystał z opcji wyjścia z inwestycji w spółkę zależną ESOTIQ Germany. Tym samym grupa odkupiła 49,5% udziałów w podmiocie za cenę 1,6 mln EUR (7,3 mln PLN), co traktujemy negatywnie. Niemiecka spółka zależna odpowiadała w ostatnich latach za gro strat GK Esotiq.

Wybuch wojny, wysoka inflacja, niekorzystne kursy walut, wzrost czynszów i wynagrodzeń stanowią wyzwanie dla działalności handlowej. W związku z powyższym, obniżyliśmy nasze prognozy na cały 2022 rok. Oczekujemy dalszego wzrostu przychodów do 214,8 mln PLN przy równoczesnym spadku EBIT do 10,3 mln PLN (-55% r/r) oraz zysku netto do 7,2 mln PLN (-56% r/r).

W przypadku realizacji naszych założeń grupa handlowana jest przy EV/EBITDA na poziomie 4,4. Oczekujemy, że dopiero w 2024 r. spółka powróci do regularnej wypłaty dywidendy.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	179,9	173,7	205,9	214,8	236,6	258,6
EBIT [mln PLN]	8,8	7,8	22,7	10,3	13,9	13,7
EBITDA [mln PLN]	21,7	22,7	37,4	24,5	28,0	27,9
Wynik netto [mln PLN]	3,9	3,8	16,3	7,2	10,0	9,9
P/E	21,6	21,7	5,1	11,7	8,4	8,5
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0
EV/EBIT	15,2	16,4	4,4	10,3	6,7	6,5
EV/EBITDA	6,2	5,6	2,7	4,3	3,4	3,2
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
DY	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%

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

## TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 37,0 PLN**

18 MAJA 2022, 17:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	37,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-1,2%
Koszt kapitału	12,4%
Cena rynkowa [PLN]	37,4
Kapitalizacja [mln PLN]	83,5
Ilość akcji [mln. szt.]	2,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	72,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	35,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-24,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-36,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	11,0%
Akcjonariat (% głosów)	
Patronado Ltd.	56,0%
Esotiq & Henderson S. A. (akcje własne)	8,1%
Adam Skrzypek	5,8%
Marek Warzecha	1,8%
Pozostali	28,3%

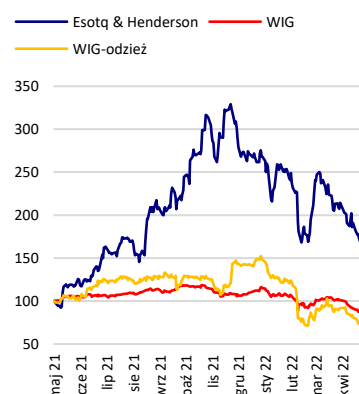
Anna Madziar

anna.madziar@bdm.pl

tel. (+48) 666 073 972

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

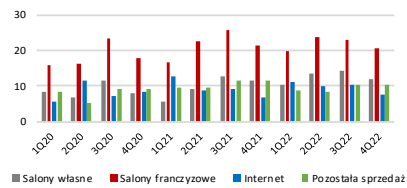
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
PROGNOZA NA 1Q'22 I KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	9

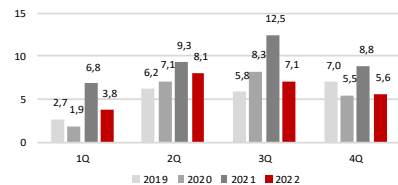
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>180</b>	<b>174</b>	<b>206</b>	<b>215</b>	<b>237</b>	<b>259</b>	<b>276</b>
Salony własne	46	35	39	50	57	60	63
Salony franczyzowe	83	73	86	87	94	104	110
Internet	17	33	37	39	45	52	59
Pozostała sprzedaż	33	32	42	38	41	43	44
<b>Wynik brutto na sprzedaży</b>	<b>111</b>	<b>107</b>	<b>134</b>	<b>133</b>	<b>144</b>	<b>157</b>	<b>168</b>
Koszty sprzedaży	84	81	93	100	109	118	126
Koszty zarządu	20	19	20	26	24	25	26
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>16</b>
<b>EBITDA</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>30</b>
<b>Zysk brutto</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>21</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
<b>Zysk netto</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>70</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	12	15	12	12	11	11	11
Aktywa niematerialne	23	21	20	19	21	20	19
Wartość firmy	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>70</b>	<b>62</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>118</b>	<b>123</b>
Zapasy	49	39	59	59	65	71	76
Należności z tytułu dostaw i usług	9	8	7	7	8	8	9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5	9	9	17	25	28	27
<b>Aktywa razem</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>154</b>	<b>161</b>	<b>180</b>	<b>190</b>	<b>195</b>
Kapitał własny	51	54	60	64	74	82	91
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>29</b>
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	2	1	0	0	0	0	0
Pożyczka z PFR	0	0	1	0	0	0	0
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	2	3	2	2	2	1	1
Poz. długoterm. zob. fin. z tyt. leasingu lokali	26	32	31	29	29	29	24
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>58</b>	<b>48</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>75</b>
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	14	0	0	0	0	0	0
Krótkoterm. część długoterm. kr. bankowych i pożyczek	0	1	1	0	0	0	0
Pożyczka z PFR	0	4	1	0	0	0	0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	3	4	4	4	4	3	2
Poz. krótkoterm. zob. fin. z tyt. leasingu lokali	9	11	9	11	10	8	7
<b>Pasywa razem</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>154</b>	<b>161</b>	<b>180</b>	<b>190</b>	<b>195</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	14	29	24	29	27	20	18
Amortyzacja	13	15	15	14	14	14	14
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-5	-2	-2	-11	-6	-3	-3
CAPEX	-5	-2	-3	-4	-6	-3	-3
Przepływy z działalności finansowej	-8	-22	-22	-10	-13	-14	-15
Dywidenda	-1	0	0	0	0	-2	-2
Odsetki	-2	-2	-1	-1	-2	-1	-1
Zmiana środków pieniężnych	1	5	-1	8	9	2	-1
Środki pieniężne	5	9	9	17	25	28	27
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przychody	16%	-3%	18%	4%	10%	9%	7%
EBITDA	76%	5%	65%	-34%	14%	0%	8%
Zysk netto	-34%	-1%	325%	-56%	39%	-1%	17%
<b>Wybrane dane i wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Liczba akcji [mln]	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
ROE	8%	7%	27%	11%	13%	12%	13%
ROA	3%	3%	11%	4%	6%	5%	6%
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,0
Stopa dywidendy	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	2,8%
P/E	21,6	21,7	5,1	11,7	8,4	8,5	7,3
P/BV	1,6	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA	6,2	5,6	2,7	4,3	3,4	3,2	2,7

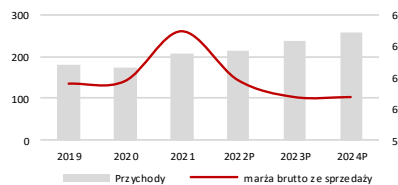
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]



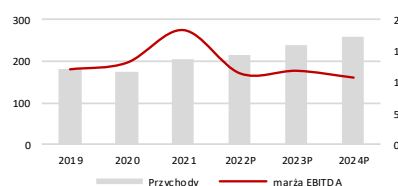
EBITDA [mln PLN]



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



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



Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Niekorzystne zmiany kursu USD/PLN;
- 2) Wysoka inflacja i spadek majątku rozporządzalnego;
- 3) Przeciągający się lock down w Chinach i problemy z łańcuchami dostaw oraz kształtowanie się stawek dostaw;
- 4) Eskalacja wojny pomiędzy Rosją a Ukrainą;
- 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 37,4 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny spółki dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2022-2031 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 37,0 PLN. Wycena porównawcza do krajowych i zagranicznych spółek odzieżowych została oparta na prognozach wyników na lata 2022-2024 i dała wartość 1 akcji na poziomie 36,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 37,0 PLN.

### Podsumowanie wyceny

	mln PLN	PLN/akcję	Potencjał
Wycena DCF	82,6	37,0	-1,2%
Wycena porównawcza	81,2	36,3	-2,8%
<b>Wycena końcowa</b>	<b>82,6</b>	<b>37,0</b>	<b>-1,2%</b>

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 6,5% (poprzednio 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x (poprzednio 1,3x).

### Główne założenia modelu:

- Wyniki 2021 były rekordowe i stanowią wysoką bazę. Rok 2022 rozpoczął się niekorzystnie dla spółki. Wybuch wojny, wysoka inflacja, niekorzystne kursy walut, wzrost czynszów i wynagrodzeń stanowią wyzwanie dla działalności handlowej. W związku z powyższym, obniżyliśmy nasze prognozy na cały 2022 rok. Oczekujemy dalszego wzrostu przychodów do 214,8 mln PLN przy równoczesnym spadku EBIT do 10,3 mln PLN (-55% r/r) oraz zysku netto do 7,2 mln PLN (-56% r/r).
- W długim terminie oczekujemy wzrostu sprzedaży w kanałach e-commerce. W 1Q'22 spółka uruchomiła nowe odłony posiadanych sklepów internetowych. W 2022 planowane jest uruchomienie aplikacji mobilnej oraz sklepu internetowego Vosedo, przygotowywanego we współpracy z Oponeo.pl. Ze względu na przesuwanie terminów uruchomienia nowego serwisu oraz brak szczegółów, nie uwzględniamy efektów tego przedsięwzięcia w naszych prognozach.
- Grupa aktywnie rozwija się w obszarze technologii RFID. Oczekujemy, że nakłady poniesione na ten cel obciążą koszty ogólnego zarządu. Całość kosztów projektu oszacowano na ok. 11,2 mln PLN. Spółka otrzyma na ten cel dofinansowanie w wysokości maksymalnie 6,7 mln PLN w formie refundacji kosztów faktycznie poniesionych. Liczymy, że począwszy od 2Q'22 będą one powiększać pozostałe przychody operacyjne, z czego 50% kwoty zostanie wypłacone w 2022, a pozostała część w 2023.
- W 2020 i 2021 spółka nie wypłaciła dywidendy. Ze względu na prowadzone inwestycje i wzrost kosztów działalności oczekujemy powrotu do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami dopiero w 2024 r.
- Zakładamy, że ze względu na dużą niepewność, związaną z utrudnieniami w obszarze łańcuchów dostaw, utrzyma się wysoki poziom zapasów, w celu zwiększenia dostępności produktów bazowych.
- W prognozie przyjmujemy marżę brutto w długim terminie na poziomie 61%.
- W modelu przyjmujemy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19%.
- Dług netto na koniec 2021 (ok. 41 mln PLN) skorygowaliśmy o wartość rynkową posiadanych akcji własnych (ok. 263 tys. szt., łącznie 9,8 mln PLN wg ceny rynkowej 37,4 PLN/walor) oraz wartość nabycia udziałów w spółce ESOTIQ Germany GmbH.
- W 2022 r. spodziewamy się otwarcia 10 salonów stacjonarnych w Polsce (do tej pory spółka zawarła 5 umów) oraz 4 salonów zagranicą (konserwatywnie). W wyniku wybuchu wojny grupa zaprzestała działalności na terenie Rosji (1 sklep stacjonarny) oraz chwilowo wstrzymała działalność w Ukrainie. Obecnie w tym kraju działa w ograniczonym zakresie 15 salonów, jednak ich wpływ na wyniki w bieżącym roku w ocenie spółki będzie marginalny. Grupa prowadzi rozmowy z potencjalnymi franczyzobiorcami z Emiratów Arabskich, Kuwejtu i Arabii Saudyjskiej. Ze względu na brak konkretnych ustaleń nie uwzględniamy ich w planie ekspansji sieci.
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 3% (poprzednio 0%).

**Metoda DCF dała wartość spółki Esotiq & Henderson na poziomie 82,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 37,0 PLN.**

**Model DCF**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	214,8	236,6	258,6	275,5	290,9	305,7	319,2	332,6	345,8	358,5
EBIT [mln PLN]	10,3	13,9	13,7	15,6	17,2	18,3	19,2	19,9	20,5	20,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,0	2,6	2,6	3,0	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	3,9
NOPLAT [mln PLN]	8,3	11,3	11,1	12,6	13,9	14,9	15,5	16,2	16,6	16,8
Amortyzacja [mln PLN]	14,2	14,1	14,2	14,5	14,7	14,9	15,1	15,3	15,5	15,7
CAPEX [mln PLN]	-13,9	-16,0	-14,3	-14,5	-14,8	-15,1	-15,3	-15,5	-15,7	-15,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,7	-2,7	-3,8	-2,9	-2,6	-2,5	-2,3	-2,3	-2,3	-2,2
FCF [mln PLN]	13,4	6,7	7,2	9,7	11,1	12,2	13,1	13,7	14,2	14,6
DFCF [mln PLN]	12,6	5,6	5,5	6,6	6,8	6,6	6,3	5,9	5,5	5,0
Suma DFCF [mln PLN]	66,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	160,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	54,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	121,2									
Dług netto [mln PLN]*	41,2									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>82,6</b>									
Ilość akcji [tys.]	2,2									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>37,0</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 3%

Przychody zmiana r/r	4,4%	10,1%	9,3%	6,6%	5,6%	5,1%	4,4%	4,2%	4,0%	3,7%
EBIT zmiana r/r	-54,7%	35,3%	-2,0%	14,1%	10,2%	6,8%	4,5%	4,1%	2,7%	1,3%
<b>FCF zmiana r/r</b>	<b>57,4%</b>	<b>-50,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>34,3%</b>	<b>15,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>5,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>2,7%</b>
Marża EBITDA	11,4%	11,8%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,7%	10,6%	10,4%	10,2%
Marża EBIT	4,8%	5,9%	5,3%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
Marża NOPLAT	3,9%	4,8%	4,3%	4,6%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,7%
CAPEX / Przychody	6,5%	6,8%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	97,6%	113,7%	100,5%	100,2%	101,0%	101,1%	101,1%	101,0%	100,7%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-2,2%	1,1%	1,5%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-52,8%	12,4%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*dług netto skorygowany o 263 tys. szt. akcji własnych i wartość nabycia 49,5% ESOTIQ Germany (7,3 mln PLN)

**Kalkulacja WACC**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Stopa wolna od ryzyka	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	73,9%	75,3%	78,0%	82,5%	86,7%	90,9%	94,1%	97,1%	98,4%	98,6%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Udział kapitału obcego	26,1%	24,7%	22,0%	17,5%	13,3%	9,1%	5,9%	2,9%	1,6%	1,4%
WACC	10,9%	11,0%	11,2%	11,4%	11,7%	11,9%	12,1%	12,3%	12,4%	12,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%
<b>beta</b>	<b>0,9</b>	34,9	37,0	39,6	42,7	46,7	51,7	58,5	68,0	82,4
	<b>1,0</b>	32,8	34,7	36,9	39,7	43,1	47,4	53,0	60,7	71,9
	<b>1,1</b>	30,8	32,5	34,5	36,9	39,8	43,5	48,3	54,6	63,6
	<b>1,2</b>	29,0	30,5	32,3	34,4	37,0	40,1	44,2	49,5	56,7
	<b>1,3</b>	27,3	28,7	30,2	32,1	34,4	37,1	40,6	45,1	51,0
	<b>1,4</b>	25,7	27,0	28,4	30,0	32,0	34,4	37,4	41,2	46,2
	<b>1,5</b>	24,3	25,4	26,7	28,1	29,9	32,0	34,6	37,9	42,0

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								
		-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%	7,00%
<b>premia za ryzyko</b>	<b>2%</b>	46,2	49,9	54,5	60,5	68,5	79,7	96,8	125,9	186,1
	<b>3%</b>	39,2	41,9	45,1	49,2	54,4	61,4	71,1	85,6	109,6
	<b>4%</b>	33,6	35,6	38,0	40,9	44,4	49,0	55,1	63,5	75,8
	<b>5%</b>	29,0	30,5	32,3	34,4	37,0	40,1	44,2	49,5	56,7
	<b>6%</b>	25,1	26,3	27,7	29,3	31,2	33,4	36,3	39,8	44,5
	<b>7%</b>	21,9	22,8	23,9	25,1	26,5	28,2	30,2	32,7	35,9
	<b>8%</b>	19,1	19,8	20,7	21,6	22,7	24,0	25,5	27,3	29,6

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
<b>premia za ryzyko</b>	<b>2%</b>	81,4	77,8	74,5	71,4	68,5	65,7	63,2	60,8	58,6
	<b>3%</b>	68,5	64,5	60,8	57,5	54,4	51,6	49,1	46,7	44,4
	<b>4%</b>	58,6	54,4	50,8	47,4	44,4	41,7	39,2	37,0	34,9
	<b>5%</b>	50,8	46,7	43,1	39,8	37,0	34,4	32,0	29,9	28,0
	<b>6%</b>	44,4	40,5	37,0	33,9	31,2	28,7	26,5	24,5	22,7
	<b>7%</b>	39,2	35,4	32,0	29,1	26,5	24,2	22,2	20,3	18,6
	<b>8%</b>	34,9	31,2	28,0	25,2	22,7	20,6	18,6	16,9	15,3

Źródło: Beskidzki Dom Maklerski S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

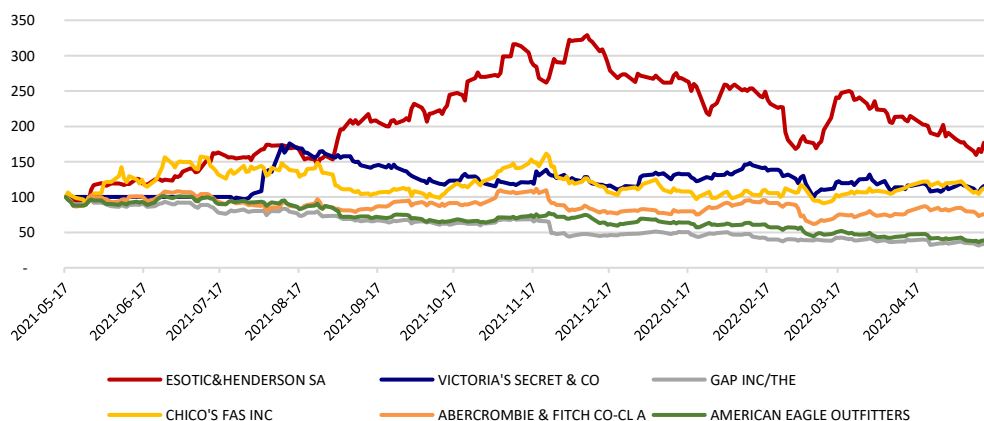
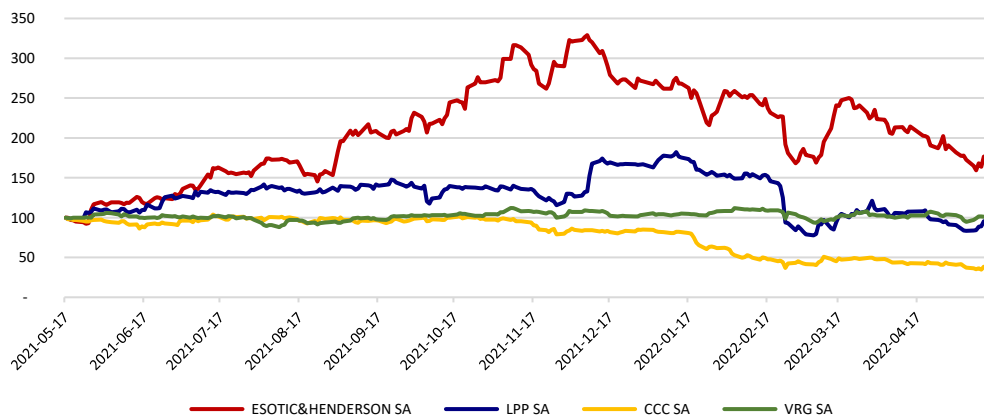
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o prognozy na lata 2022-24 polskich i zagranicznych spółek z branży odzieżowej. Wycena jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu ze wskaźników przypisano równą wagę (po 33%). Ostateczna wycena Esotiq metodą porównawczą sugeruje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

### Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
<b>Firmy odzież/obuwie PL</b>									
LPP	16,3	21,7	15,4	8,0	10,0	7,2	12,9	19,0	11,9
CCC		20,3	14,3	8,1	7,8	6,1	45,5	21,1	15,8
VRG	10,8	9,3	8,6	5,2	4,6	4,2	9,8	8,4	7,4
<b>Zagraniczne</b>									
VICTORIA'S SECRET	6,4	6,5	6,0	3,4	3,5	3,1	4,6	4,7	4,0
GAP	10,0	9,5	8,0	3,9	4,3	4,2	6,2	7,5	6,6
CHICO'S FAS	14,3	10,9	8,8	2,5	7,3	1,5	5,2	13,0	2,0
ABERCROMBIE & FITCH	6,0	8,8	8,1	1,9	3,6	2,8	2,7	5,6	4,4
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	5,5	5,5	4,6	2,5	2,3	1,7	3,1	3,0	2,1
<b>Mediana</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>8,4</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,9</b>	<b>5,5</b>
<b>ESOTIQ</b>	<b>11,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>10,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
Premia/dyskonto grupa	16%	-11%	1%	18%	-25%	-11%	80%	-15%	19%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>32,2</b>	<b>41,9</b>	<b>36,9</b>	<b>30,1</b>	<b>51,5</b>	<b>42,6</b>	<b>16,3</b>	<b>44,7</b>	<b>31,0</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>37,0</b>			<b>41,4</b>			<b>30,7</b>	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>36,3</b>								

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

### Zachowanie kursu Esotiq & Henderson na tle spółek z grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

## PROGNOZA NA 1Q'22 I KOLEJNE OKRESY

Wyniki 4Q'21 były nieco słabsze od naszych oczekiwań, głównie ze względu na czwartą falę pandemii. Mimo relatywnie niewielkich obustrzeń w sklepach stacjonarnych zauważalny był spadek trafficu w galeriach handlowych. W 1Q'22 mieliśmy do czynienia z kolejną falą, związaną z wariantem Omicron, która przyniosła zdecydowany przyrost zakażeń. W połączeniu z wysoką inflacją oraz agresją Rosji na Ukrainę w pierwszych dwóch miesiącach roku obserwowaliśmy spadek nastrojów konsumenckich. W marcu, wraz z nadejściem wiosennej pogody, spółki handlowe zauważały wzrost aktywności zakupowej, który powinien utrzymać się w 2Q'22.

W 1Q'22 oczekujemy wzrostu przychodów ze sprzedaży do 49,9 mln PLN (+9% r/r), przy jednoczesnym spadku marży brutto do 62%, wynikającej przede wszystkim z sezonowości działalności. Spodziewamy się istotnych wzrostów sprzedaży stacjonarnej przy jednoczesnym spadku sprzedaży w kanale internetowym. Uzasadniamy to brakiem w 1Q'22 obustrzeń pandemicznych, które rok wcześniej czasowo wstrzymały działalność sklepów w galeriach handlowych. Wyniki okresu były obciążone nakładami na badania technologii RFID (zakładamy, że powiększą koszty ogólnego zarządu). Zakładamy również wzrost wynagrodzeń oraz kosztów czynszów i utrzymania sklepów. Zwracamy też uwagę na zdarzenie jednorazowe w przychodach finansowych (ok. 0,6 mln PLN) z tytułu wykonania opcji zakupu akcji przez jednego z akcjonariuszy. Szacujemy spadek EBITDA do 3,8 mln PLN (-44,7% r/r) oraz zysku netto do 0,2 mln PLN (-93,2% r/r).

Historycznie w 1Q spółka zazwyczaj notowała stratę na poziomie netto (od 2016 r. wyjątkiem był tylko 1Q'21). Wynika to z sezonowości działalności, jednak w świetle naszych ostatnich prognoz ([link](#)) wynik oceniamy negatywnie. Rok 2021 był rekordowy w historii spółki i stanowi bardzo wysoką bazę. Niekorzystne otoczenie rynkowe (wysoka inflacja, wojna w Ukrainie, kursy walut, wzrost czynszów i wynagrodzeń) stanowią wyzwanie dla działalności handlowej, dlatego obniżyliśmy nasze założenia dla 1Q'22/2022. Zmiana struktury sprzedaży ma uzasadnienie w mniejszych obustrzeniach pandemicznych niż w okresie porównywalnym rok wcześniej, co powinno skutkować większą aktywnością klientów w sieci salonów stacjonarnych niż online. Oczekujemy, że uruchomienie w marcu nowych odsłon sklepów internetowych zacznie performować w kolejnych okresach. Zgodnie z zapowiedziami zarządu liczymy, że w 2Q'22 zostanie uruchomiona aplikacja mobilna Esotiq oraz sklep internetowy Vosedo. Niemniej, z uwagi na brak szczegółów i przesunięte terminy, nie uwzględniamy efektów tego przedsięwzięcia w naszych prognozach.

### Prognozy wyników na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P	2020	2021	2022P
Przychody	44,7	49,7	59,3	51,1	49,9	55,7	58,3	50,9	173,7	205,9	214,8
salony własne	5,8	9,1	12,7	11,6	10,4	13,4	14,4	12,1	34,9	39,2	50,3
salony franczyzowe	16,6	22,5	25,9	21,4	19,7	23,8	23,1	20,7	73,2	86,4	87,3
Internet	12,7	8,7	9,1	6,7	11,0	10,0	10,4	7,7	32,9	37,1	39,1
pozostała sprzedaż	9,6	9,4	11,6	11,4	8,8	8,5	10,5	10,4	31,7	42,0	38,1
Wynik brutto na sprzedaży	28,9	32,0	38,6	34,3	31,0	34,5	35,6	31,8	107,4	133,7	132,9
EBITDA	6,8	9,3	12,5	8,8	3,8	8,1	7,1	5,6	22,7	37,4	24,5
EBIT	3,0	5,7	8,9	5,2	0,1	4,5	3,5	2,1	7,8	22,7	10,3
Zysk brutto	2,7	5,1	8,6	4,4	0,2	4,0	3,0	1,6	5,9	20,7	8,8
Zysk netto	2,3	4,4	7,5	2,2	0,2	3,3	2,5	1,3	3,8	16,3	7,2
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,6%	64,3%	65,1%	67,2%	62,1%	61,9%	61,0%	62,5%	61,8%	65,0%	61,9%
Marża EBITDA	15,3%	18,7%	21,0%	17,3%	7,5%	14,5%	12,1%	11,1%	13,1%	18,2%	11,4%
Marża EBIT	6,8%	11,4%	15,0%	10,1%	0,3%	8,1%	6,1%	4,1%	4,5%	11,0%	4,8%
Marża zysku netto	5,1%	8,8%	12,6%	4,3%	0,3%	5,8%	4,2%	2,5%	2,2%	7,9%	3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 31.08.2021 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	208,7	214,8	2,9%	216,2	236,6	9,4%	220,9	258,6	17,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	130,6	132,9	1,8%	133,9	143,8	7,4%	136,4	157,2	15,3%
EBITDA	30,2	24,5	-18,8%	30,4	28,0	-7,9%	30,8	27,9	-9,5%
EBIT	16,0	10,3	-35,7%	16,0	13,9	-12,9%	16,4	13,7	-16,8%
Wynik brutto	13,8	8,8	-35,9%	14,0	12,3	-12,1%	14,5	12,2	-15,9%
Wynik netto	11,2	7,2	-36,1%	11,4	10,0	-12,6%	11,7	9,9	-15,6%
marża brutto	62,6%	61,9%		62,6%	60,8%		62,6%	60,8%	
marża EBITDA	14,5%	11,4%		14,5%	11,8%		14,5%	10,8%	
marża EBIT	7,7%	4,8%		7,7%	5,9%		7,7%	5,3%	
marża netto	6,6%	3,3%		6,6%	4,2%		6,6%	3,8%	
USD/PLN	3,9333	4,420	12,4%	3,8845	4,717	21,4%	3,8609	4,8364	25,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	74,0	81,9	69,5	69,2	71,4	71,9	72,2	72,5	73,0	73,3	73,7	74,0
Rzeczowe aktywa trwałe	12,0	14,5	12,3	12,4	11,1	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
Aktywa niematerialne	23,0	20,9	20,0	19,1	21,5	20,3	19,3	18,4	17,5	16,7	16,0	15,3
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	69,7	61,7	84,0	91,8	108,1	118,1	123,3	128,7	134,5	141,5	149,2	160,8
Zapasy	48,8	38,9	59,5	59,3	65,3	71,4	76,1	80,3	84,4	88,1	91,8	95,4
Należności z tytułu dostaw i usług	9,1	7,9	6,8	6,8	7,5	8,2	8,7	9,2	9,7	10,1	10,6	11,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	4,6	9,3	8,8	16,7	25,5	27,8	27,2	27,3	27,9	30,3	33,3	40,3
Aktywa razem	143,7	143,5	153,5	160,9	179,5	189,9	195,5	201,2	207,4	214,9	222,9	234,8
Kapitał własny	51,1	54,0	60,0	64,2	74,2	82,1	91,3	101,1	111,7	122,3	133,5	145,2
Kapitał podstawowy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zobowiązania długoterminowe	34,2	41,2	33,0	30,1	34,9	34,4	29,0	23,5	18,1	13,1	8,1	6,6
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	1,9	1,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczka z PFR	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe	2,1	3,1	2,4	2,4	1,9	1,4	0,9	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe długoterminowe zobowiązania finansowe z tytułu leasingów lokali	26,2	32,4	30,6	28,9	28,9	28,9	23,9	18,9	13,9	8,9	3,9	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	58,4	48,3	60,6	66,6	70,4	73,4	75,2	76,7	77,6	79,5	81,3	83,1
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	13,7	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Krótkoterminowa część długoterminowych kredytów bankowych i pożyczek	0,5	1,0	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pożyczka z PFR	0,0	3,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	2,9	3,7	4,4	4,4	3,6	2,8	2,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe z tytułu leasingów lokali	8,8	10,8	9,1	10,8	9,6	8,4	7,2	6,0	4,8	3,6	2,4	1,2
Pasywa razem	143,7	143,5	153,5	160,9	179,5	189,9	195,5	201,2	207,4	214,9	222,9	234,8
<b>Rachunek wyników [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody	179,9	173,7	205,9	214,8	236,6	258,6	275,5	290,9	305,7	319,2	332,6	345,8
Salony własne	45,5	34,9	39,2	50,3	56,7	60,4	63,1	65,2	67,2	69,7	72,3	74,0
Salony franczyzowe	83,4	73,2	86,4	87,3	94,1	103,7	109,8	114,9	119,2	121,6	123,7	125,6
Internet	16,7	32,9	37,1	39,1	45,0	51,8	59,0	66,7	74,7	82,9	91,2	100,3
Pozostała sprzedaż	33,2	31,7	42,0	38,1	40,8	42,8	43,7	44,1	44,6	45,0	45,4	45,9
Wynik brutto na sprzedaży	110,9	107,4	133,7	132,9	143,8	157,2	167,5	176,8	185,8	194,0	202,2	210,2
Koszty sprzedaży	84,3	80,8	92,8	100,0	108,9	118,3	125,9	133,1	140,7	147,8	154,9	162,1
Koszty zarządu	19,8	18,6	20,1	26,0	24,3	25,3	26,0	26,5	26,8	27,1	27,3	27,6
EBIT	8,8	7,8	22,7	10,3	13,9	13,7	15,6	17,2	18,3	19,2	19,9	20,5
EBITDA	21,7	22,7	37,4	24,5	28,0	27,9	30,0	31,8	33,2	34,3	35,3	36,0
Zysk brutto	5,9	5,9	20,7	8,8	12,3	12,2	14,2	16,1	17,6	18,7	19,7	20,6
Zysk netto	3,9	3,8	16,3	7,2	10,0	9,9	11,5	13,0	14,2	15,1	16,0	16,7
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	13,7	29,1	23,9	29,0	26,9	20,1	17,5	19,2	20,1	22,7	23,5	27,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,8	-2,2	-2,3	-11,0	-5,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3	-3,3
Przepływy z działalności finansowej	-7,9	-22,2	-22,2	-9,9	-12,5	-14,3	-14,9	-15,9	-16,1	-17,1	-17,2	-17,3
Przepływy pieniężne netto	1,0	4,6	-0,5	8,0	8,8	2,3	-0,6	0,1	0,7	2,4	3,0	7,0
Środki pieniężne na początek okresu	3,6	4,6	9,3	8,8	16,7	25,5	27,8	27,2	27,3	27,9	30,3	33,3
Środki pieniężne na koniec okresu	4,6	9,3	8,8	16,7	25,5	27,8	27,2	27,3	27,9	30,3	33,3	40,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	16,0%	-3,4%	18,5%	4,4%	10,1%	9,3%	6,6%	5,6%	5,1%	4,4%	4,2%	4,0%
EBITDA zmiana r/r	75,6%	4,7%	64,6%	-34,4%	14,1%	-0,5%	7,8%	6,0%	4,4%	3,2%	2,9%	2,1%
EBIT zmiana r/r	-1,4%	-11,0%	190,9%	-54,7%	35,3%	-2,0%	14,1%	10,2%	6,8%	4,5%	4,1%	2,7%
Zysk netto zmiana r/r	-33,6%	-0,7%	325,0%	-56,2%	39,2%	-0,9%	16,6%	13,2%	9,1%	6,3%	5,7%	4,3%
Marża brutto na sprzedaży	61,6%	61,8%	65,0%	61,9%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%	60,8%
Marża EBITDA	12,1%	13,1%	18,2%	11,4%	11,8%	10,8%	10,9%	10,9%	10,9%	10,7%	10,6%	10,4%
Marża EBIT	4,9%	4,5%	11,0%	4,8%	5,9%	5,3%	5,7%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%
Marża brutto	3,3%	3,4%	10,1%	4,1%	5,2%	4,7%	5,2%	5,5%	5,7%	5,8%	5,9%	5,9%
Marża netto	2,2%	2,2%	7,9%	3,3%	4,2%	3,8%	4,2%	4,5%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%
COGS / przychody	38,4%	38,2%	35,0%	38,1%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%	39,2%
SG&A / przychody	57,9%	57,2%	54,8%	58,6%	56,3%	55,5%	55,1%	54,9%	54,8%	54,8%	54,8%	54,9%
SG&A / COGS	150,9%	149,8%	156,4%	153,8%	143,7%	141,6%	140,6%	140,0%	139,8%	139,7%	139,8%	139,9%
ROE	7,6%	7,1%	27,2%	11,1%	13,4%	12,0%	12,6%	12,9%	12,7%	12,4%	12,0%	11,5%
ROA	2,7%	2,7%	10,6%	4,4%	5,6%	5,2%	5,9%	6,5%	6,9%	7,0%	7,2%	7,1%
Dług	56,0	56,0	50,0	47,3	44,3	41,8	34,3	26,8	19,0	12,8	6,6	3,8
D / (D+E)	52,3%	50,9%	45,5%	42,4%	37,4%	33,7%	27,3%	20,9%	14,5%	9,4%	4,7%	2,6%
D / E	109,6%	103,7%	83,3%	73,6%	59,7%	50,9%	37,5%	26,5%	17,0%	10,4%	4,9%	2,6%
Dług netto	51,4	46,8	41,2	30,5	18,8	13,9	7,1	-0,5	-9,0	-17,6	-26,8	-36,5
Dług netto / kapitał własny	1,0	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	2,4	2,1	1,1	1,2	0,7	0,5	0,2	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0
Dług netto / EBIT	5,8	6,0	1,8	3,0	1,3	1,0	0,5	0,0	-0,5	-0,9	-1,3	-1,8
EV	138,7	134,1	128,5	117,9	106,1	101,3	94,4	86,8	78,4	69,8	60,6	50,8
Dług / EV	40,4%	41,8%	38,9%	40,1%	41,7%	41,3%	36,3%	30,8%	24,2%	18,3%	10,8%	7,5%
CAPEX / Przychody	2,8%	1,4%	1,4%	1,7%	2,4%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja	39,1%	15,8%	19,5%	26,4%	39,7%	23,9%	22,6%	22,3%	22,0%	21,7%	21,4%	21,1%
Amortyzacja / Przychody	7,2%	8,6%	7,1%	6,6%	5,9%	5,5%	5,2%	5,0%	4,9%	4,7%	4,6%	4,5%
Zmiana KO / Przychody	-3,4%	4,6%	-5,4%	2,2%	-1,1%	-1,5%	-1,1%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	-24,8%	-130,7%	-34,4%	52,8%	-12,4%	-17,1%	-17,1%	-17,1%	-17,1%	-17,1%	-17,1%	-17,1%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
MC/S*	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
P/E*	21,6	21,7	5,1	11,7	8,4	8,5	7,3	6,4	5,9	5,5	5,2	5,0
P/BV*	1,6	1,5	1,3	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
P/CE*	5,0	4,5	2,7	3,9	3,5	3,5	3,2	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6
EV/EBITDA*	6,2	5,6	2,7	4,3	3,4	3,2	2,7	2,3	2,0	1,7	1,4	1,1
EV/EBIT*	15,2	16,4	4,4	10,3	6,7	6,5	5,3	4,3	3,6	3,0	2,4	1,9
EV/S*	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1
BVPS	23,2	25,4	28,6	28,8	33,2	36,8	40,9	45,3	50,0	54,8	59,8	65,0
EPS	1,7	1,7	7,3	3,2	4,5	4,4	5,2	5,8	6,4	6,8	7,2	7,5
CEPS	7,5	8,4	13,9	9,6	10,8	10,8	11,6	12,4	13,0	13,5	14,0	14,4
FCFPS	3,9	12,0	9,4	11,3	9,5	7,5	6,4	7,1	7,5	8,7	9,1	10,9
DPS w okresie	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,0	1,5	1,6	2,0	2,1	2,2
DY	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	2,8%	3,9%	4,3%	5,4%	5,7%	6,0%
Payout ratio	27,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 37,4 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krystian Brymora**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczyński@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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'22\*:

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

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	67%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	33%	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](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 18.05.2022 roku (17:30 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 18.05.2022 roku:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.