

Esotiq&Henderson SA

Raport aktualizujący

Wynik netto pod presją
mimo wysokiej marży brutto

07.11.2023 08:30

Dane podstawowe

Rekomendacja	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	38,7
Wycena DCF [PLN]	33,4
Wycena porównawcza [PLN]	52,2
Cena rynkowa [PLN]	33,4
Pot.wzrostu/spadku [%]	16,0%
Kapitalizacja [mln PLN]	74,6
Free float [%]	59,5%
Sektor	sprzedaż detaliczna odzieży
Kod GPW	EAH
Bloomberg	EAH PW

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

Spółka zajmuje się projektowaniem, produkcją i sprzedażą produktów odzieżowych (głównie bielizny) i kosmetycznych. Produkty dostępne są w ponad 200 salonach ESOTIQ i Eva Minge na terenie Polski i Eurobv.
Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

[%]

Patronado Limited	40,5
Ryszard Zawieruszyński	7,2
Akcje własne	10,4
Adam Skrzypek	4,8

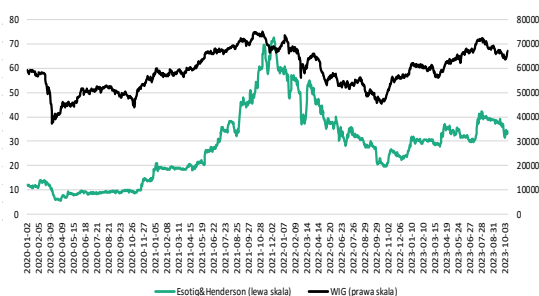
Czynniki wzrostu

Rozwój sieci sprzedażowej
Konkurencyjna oferta

Czynniki ryzyka

Ryzyko recesji
Presja kosztowa

Kurs akcji Esotiq&Henderson względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Na podstawowym poziomie działalności wyniki Spółki po I półroczu są bardzo dobre i lepsze niż przed rokiem. Odnotowano wzrosty zarówno przychodów jak i marży brutto na sprzedaży. Co ważne, wyższą marżę brutto na sprzedaży Spółce udało się wypracować zarówno w ujęciu wartościowym jak i relatywnym. Jej procentowa wartość była najwyższa w historii i wyniosła 65,8%. Natomiast na poziomie zysku operacyjnego poprawa r/r jest kosmetyczna. Z kolei, zysk netto Esotiq&Henderson okazał się znacznie niższy niż rok wcześniej, co częściowo wynikało z wyższej zeszłorocznej bazy porównawczej, wzmocnionej zyskiem z nabycia akcji własnych, ale także z wyższych kosztów finansowania oraz ujemnych różnic kursowych. Niemniej jednak poziom zysku netto za I półrocze 2023 był poniżej naszych oczekiwań.

W naszej obecnej wycenie pozytywnie podchodzimy do kształtowania się przychodów, widząc potencjał w rozwoju sprzedaży zagranicą. Zakładamy, że ewentualne spadki wolumenowe będą amortyzowane wzrostami cen. Pozytywnie oceniamy liczbę członkiń Esotiq Club, która na koniec czerwca wynosiła ponad 1,4 mln. Z ostrożnością podchodzimy jednak do strony kosztowej. O ile na poziomie marży brutto zakładamy, że Spółka utrzyma wysokie wartości, to na poziomie wyniku netto spodziewamy się wysokiej presji. **Finalnie obniżamy naszą wycenę do 38,7 zł (z 47,2 zł) za 1 akcję na koniec 2023 r., co wynika z rewizji w dół zysków oraz spadku wyceny metodą porównawczą.**

	tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody		241 791	270 806	289 762	307 148	325 577	345 112
EBITDA		28 219	23 435	32 052	38 460	40 636	42 934
marża EBITDA		11,7%	8,7%	11,1%	12,5%	12,5%	12,4%
EBIT		12 976	7 430	15 247	20 814	22 108	23 480
Zysk netto		8 079	2 600	8 968	13 127	14 016	15 042
Kapitał własny		58 443	54 673	59 017	65 992	72 858	80 536
Dług netto		51 859	71 331	79 581	79 646	79 846	84 857
P/E		4,6	9,2	28,7	8,3	5,7	5,3
P/BV		1,3	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/EBITDA		4,5	6,2	4,8	4,0	3,8	3,7
EPS		3,6	1,2	4,0	5,9	6,3	6,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2023 r.

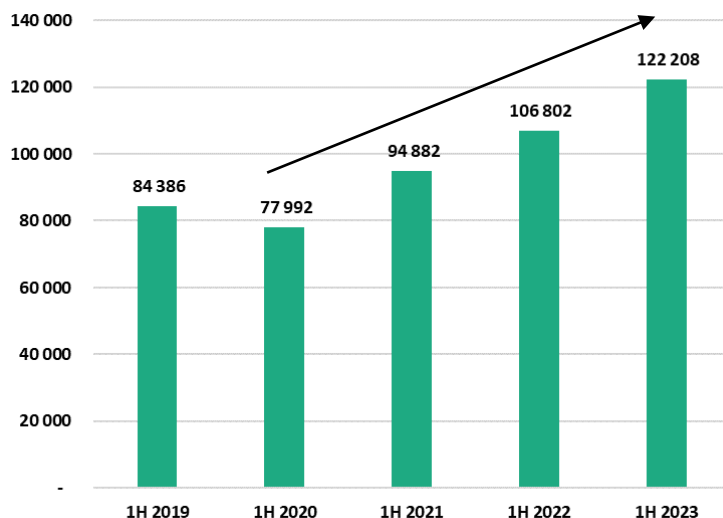
Na koniec I półrocza 2023 roku Grupa posiadała 292 salony o łącznej powierzchni 18.028 m². Oznacza to spadek o 3% w ujęciu rocznym (zamknięcia salonów miały miejsce głównie z Polsce). Warto odnotować, że w II kwartale 2023 Spółka otworzyła swój pierwszy salon franczyzowy w Serbii o powierzchni 86 m². Spółka inwestuje w działania poprawiające sprzedaż, w tym w aplikację mobilną oraz program lojalnościowy. Na koniec czerwca 2023 roku aplikację mobilną Esotiq pobrało ok. 143 tys. użytkowników, z kolei liczba lojalnych uczestniczek Esotiq Club (po wersyfikacji nieaktywnych kont) liczyła ok. 1,4 mln.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1Q 2021	2Q2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023	2Q2023
Przychody ze sprzedaży	45 749	49 133	59 883	51 087	51 308	55 494	74 836	60 153	61 098	61 110
Koszty własny sprzedaży	-16 897	-17 183	-21 319	-16 741	-19 522	-17 926	-30 789	-21 991	-22 787	-19 014
Zysk brutto na sprzedaży	28 852	31 950	38 564	34 346	31 786	37 568	44 047	38 162	38 311	42 096
Koszty sprzedaży	-21 906	-22 669	-25 207	-22 976	-24 906	-30 409	-31 595	-30 749	-31 096	-30 990
Koszty zarządu	-4 543	-4 251	-4 612	-6 665	-6 115	-4 967	-7 495	-8 492	-6 477	-7 970
Zysk/strata ze sprzedaży	2 403	5 030	8 745	4 705	765	2 192	4 957	-1 079	738	3 136
Pozostałe przychody operacyjne	744	2 337	329	2 811	666	2 317	1 379	2 827	1 396	691
Pozostałe koszty operacyjne	-106	-1 693	-212	541	-217	-239	-224	-74	-589	-90
Wynik na aktywach niefinansowych				-2 903	-212	-82	82	-82		-25
Zysk/strata z działalności operacyjnej	3 041	5 674	8 862	5 154	1 002	4 188	6 194	1 592	1 545	3 712
Przychody finansowe	5	-162	192	27	2 478	-2 445	2 509	-2 425	57	42
Koszty finansowe	-541	-456	-501	-597	-525	-761	-878	-1 172	-1 062	-1 130
Różnice kursowe	197			-193	-172	-509	-247	-607	-203	-1 019
Wynik na inwestycjach						2 467	-2 467	1 766		
Zysk/strata brutto	2 702	5 056	8 553	4 391	2 783	2 940	5 111	-846	337	1 605
Podatek dochodowy	-402	-689	-1 074	-2 204	-458	-706	-483	-262	-120	-579
Zysk/strata netto	2 300	4 367	7 479	2 187	2 325	2 234	4 628	-1 108	217	1 026

Źródło: Spółka

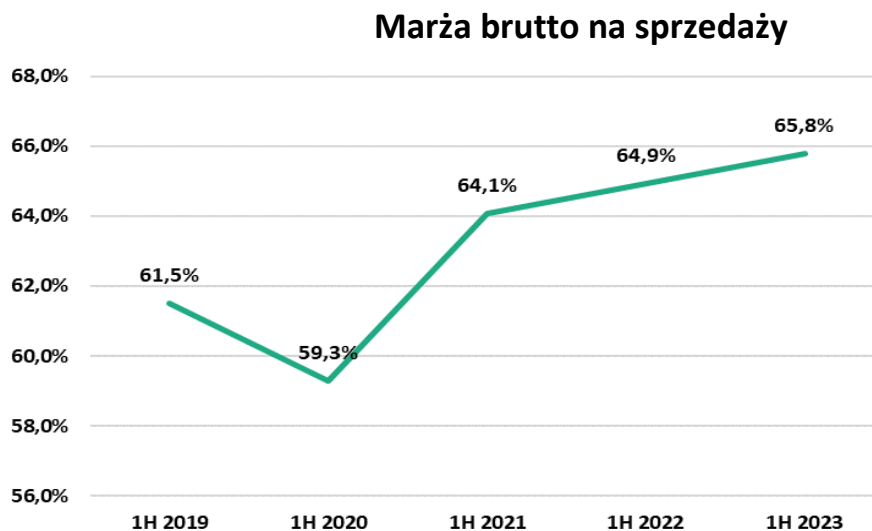
- Na poziomie przychodów wyniki za I półrocze 2023 są dobre i lepsze niż rok wcześniej (zarówno w odniesieniu do I jak i II kwartału). Sprzedaż wzrosła o 14,4% r/r, aczkolwiek w ujęciu kwartalnym widać spowolnienie. W II kwartale dynamika roczna była niższa niż w I kwartale (10,1% wobec 19,1%).

Przychody (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

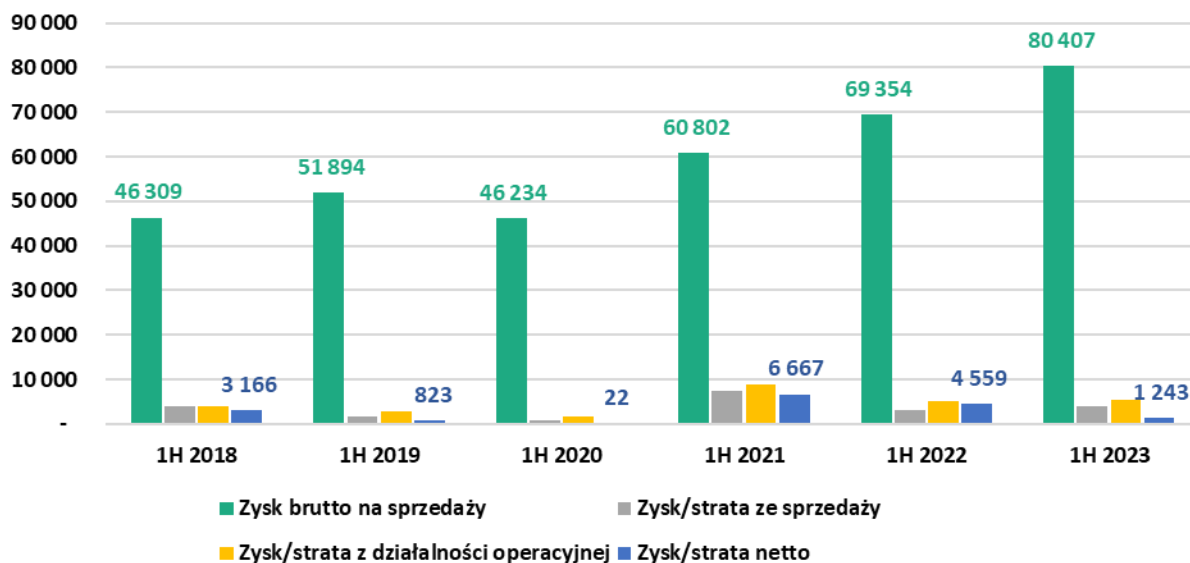
- Esotiq&Henderson zwiększył poziom marży brutto na sprzedaży, która w I półroczu 2023 wyniosła 65,8% (wzrost o 0,9 p. p.). Jest to, jak na standardy branży, wysoka wartość, stąd, tym bardziej pozytywnie należy ocenić fakt jej zwiększenia.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- Zgodnie z naszymi wcześniejszymi prognozami, wyzwaniem dla Spółki pozostaje kształtowanie się kosztów podstawowej działalności. Zarówno koszty sprzedaży jak i koszty ogólnego zarządu uległy zwiększeniu w ujęciu rocznym, przy czym wzrost kosztów sprzedaży wyniósł 12,2% r/r, zaś kosztów ogólnego zarządu 30,4% r/r. O ile wzrost kosztów sprzedaży stanowi naturalną konsekwencję wzrostu przychodów (koszty czynszów są zależne od utargu wypracowanego przez sklepy w galeriach handlowych), o tyle ponad proporcjonalny wzrost kosztów ogólnego zarządu względem wzrostu sprzedaży należy ocenić negatywnie. Trend ten uległ nasileniu szczególnie w II kwartale, w którym roczna dynamika wyniosła aż 60,5%.
- W odniesieniu do zysków Spółka wypracowała zróżnicowane pod względem oceny wyniki. Na poziomie zysku brutto na sprzedaży wynik był lepszy niż rok wcześniej (wzrost o 15,9% r/r). Zysk operacyjny był na poziomie zbliżonym co rok temu (plus 1,3% r/r), zaś na poziomie wyniku netto doszło do istotnego pogorszenia. Zysk netto wyniósł 1,2 mln zł podczas gdy rok wcześniej 4,6 mln zł (prawie 4-krotny spadek r/r). Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w prawie 2-krotnie wyższych kosztach finansowych (co wynikało z zacieśnienia polityki monetarnej przez NBP), ujemnych różnicach kursowych oraz braku pozytywnej kontrybucji wyniku na inwestycjach (zysk z nabycia akcji własnych w kwocie 2,4 mln zł).

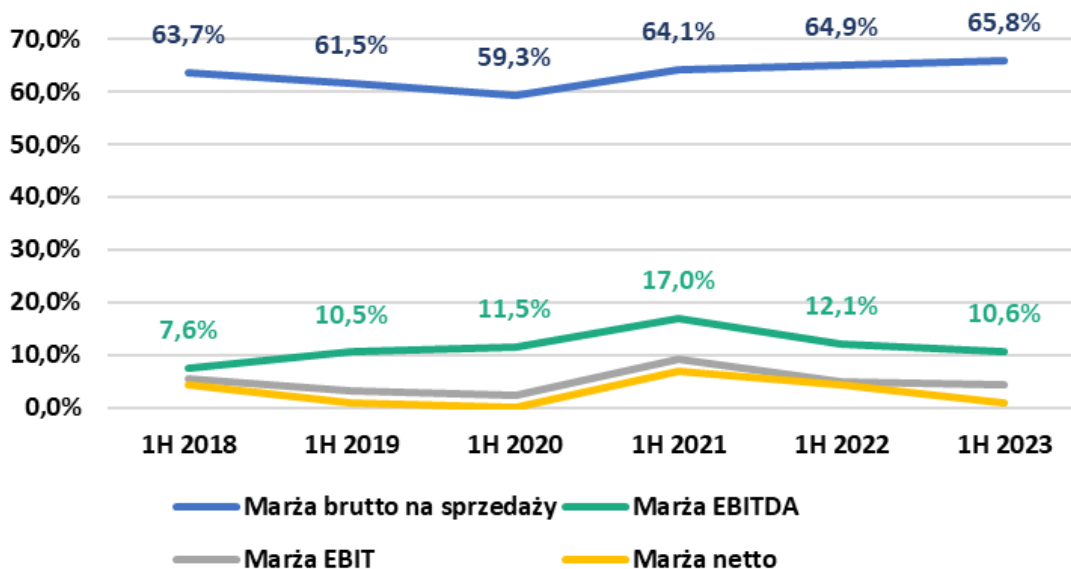
Zyski z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

- W I półroczu 2023 r. Esotiq&Henderson osiągnął dodatnią rentowność na wszystkich poziomach. Spółka zwiększyła marżę brutto na sprzedaży (65,8%), ale na pozostałych poziomach doszło do spadku marży. Marża operacyjna zmniejszyła się aż o 0,5 p. p. do 4,3%, zaś marża zysku netto spadła aż o 3,3 p. p. do 1,0%.

Rentowność

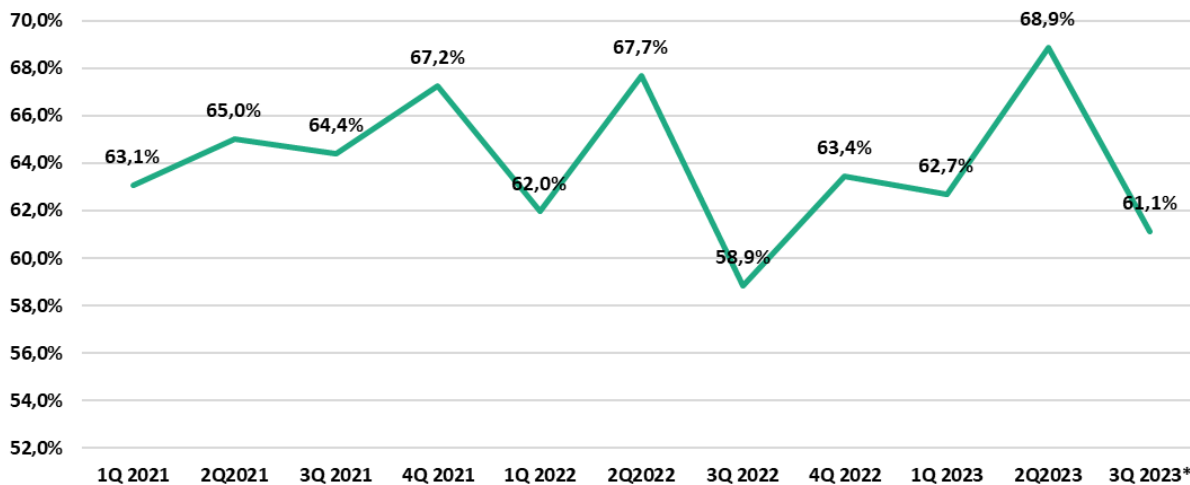


Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Podsumowując wyniki za I półrocze należy zauważyć, że Esotiq&Henderson wciąż generuje dodatnią dynamikę przychodów - jej tempo uległo lekkiemu przyspieszeniu w stosunku do I półrocza 2022 (14,4% wobec 12,6%). Najnowsze (wstępne) szacunki Spółki dotyczące przychodów za III kwartał nie potwierdzają wcześniejszych obaw dotyczących słabnącego

popytu wynikającego ze spadku siły nabywczej konsumentów. Dynamika wprowadzie uległa zmniejszeniu, ale wciąż pozostaje dodatnia. Sprzedaż w okresie lipiec-wrzesień wzrosła o ok. 9% r/r do 81,8 mln zł. Co ważne, marża brutto na sprzedaży wzrosła w ujęciu rocznym o 2,3 p. p. do 61,1% (w III kwartale marża jest zazwyczaj najniższa w roku, z uwagi na sezonowość sprzedaży).

Kwartalna marża brutto na sprzedaży



Uwagi:

*Wstępne szacunki

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Prognozy

Biorąc po uwagę kształtowanie się przychodów w ujęciu miesięcznym (Spółka publikuje comiesięczne raporty) podwyższamy nasze prognozy dotyczące sprzedaży na rok 2023, zakładając tym samym wzrost o 12% r/r. Prognozy przychodowe na lata następne pozostawiamy bez zmian. Zauważamy, że coraz ważniejszym kanałem dystrybucji staje się sprzedaż internetowa zarówno w Polsce jak i zagranicą (przykładowo, w spółce niemieckiej, odnotowano sześciokrotny wzrost sprzedaży w pierwszym kwartale 2023). Zakładamy także niewielką poprawę marży brutto na sprzedaży. Wciąż jednak konserwatywnie podchodzimy do wyznaczania jej docelowych rocznych wartości. Do wyceny przyjęliśmy poziom 63% w całym okresie szczegółowej prognozy.

Obawiamy się także, że środowisko inflacyjne wciąż utrzymuje wysoką presję na dyscyplinę kosztową, którą, podobnie jak we wcześniejszym raporcie, postrzegamy, jako największe wyzwanie dla Spółki. Do modelu przyjmujemy relatywnie wysokie udziały kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w przychodach, ale z tendencją malejącą w późniejszych latach prognozy. Zakładamy niższe niż pierwotnie prognozowaliśmy rentowności zysku netto.

Podtrzymujemy nasze wcześniejsze założenia dot. skupu akcji własnych zgodnie z komunikatem Spółki z lutego tego roku. Szacujemy, że Spółka przez pięć następnych lat (wliczając 2023 r.) będzie średnio przeznaczać 4 mln zł na realizację skupu. W odniesieniu do wypłaty dywidendy, w 2023 r. Spółka przeznaczyła na jej wypłatę 2,37 mln zł, co stanowi 29% wypracowanego w roku poprzednim zysku netto. Nasze założenia zakładały wypłatę 1,9 mln zł, czyli 24 proc. zysku netto. W związku z tym, rewidujemy w górę nasze założenia dot. wypłaty dywidendy w całym okresie szczegółowej prognozy.

Zmiana prognoz

Nasze prognozy rewidujemy w górę na poziomie przychodów i marży brutto na sprzedaży oraz w dół na poziomie zysku netto.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 13.03.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	262 023	270 806	3,4%	280 365	289 762	3,4%	297 186	307 148	3,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	157 214	167 900	6,8%	173 826	179 653	3,4%	184 256	190 432	3,4%
EBITDA	23 195	23 435	1,0%	34 371	32 052	-6,7%	37 804	38 460	1,7%
EBIT	7 015	7 430	5,9%	17 382	15 247	-12,3%	19 965	20 814	4,3%
Zysk (strata) netto	5 090	2 600	-48,9%	13 377	8 968	-33,0%	14 888	13 127	-11,8%
Marża ze sprzedaży	60,0%	62,0%		62,0%	62,0%		62,0%	62,0%	
Marża EBITDA	8,9%	8,7%		12,3%	11,1%		12,7%	12,5%	
Marża EBIT	2,7%	2,7%		6,2%	5,3%		6,7%	6,8%	
Marża netto	1,9%	1,0%		4,8%	3,1%		5,0%	4,3%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie GUS

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Rynek, na którym działa Esotiq&Henderson jest rynkiem o silnej konkurencji. Z jednej strony, w rezultacie ogólnego procesu globalizacji, na polski rynek bieliźniarski wkraczają znane, posiadające ugruntowaną pozycję marki europejskie i światowe. Z drugiej strony niski próg wejścia na rynek oraz brak konieczności ponoszenia dużych nakładów inwestycyjnych umożliwił rozpoczęcie i rozwój działalności na rynku szerokiemu gronu drobnych producentów. Ponadto, w ostatnich latach nastąpił znaczny wzrost importu produktów tekstylnych z Dalekiego Wschodu, które pod względem cenowym stanowią silną konkurencję dla polskich firm działających na rynku bieliźniarskim. Takie ukształtowanie rynku powoduje konieczność ciągłej rywalizacji o klienta. Istnieje ryzyko utraty klientów na rzecz konkurencji, co jednocześnie wpłynie na możliwość realizacji założonych poziomów sprzedaży. Silna konkurencja może wymóc także na spółkach konieczność obniżenia ceny produktu, co z kolei spowoduje spadek osiąganych wyników finansowych. Zabezpieczeniem Spółki przed opisanym ryzykiem jest konsekwentna realizacja założonej strategii działania mającej na celu oferowanie na rynku bielizny o wysokiej jakości, wzrost rozpoznawalności marek własnych, dynamiczny rozwój sieci salonów własnych, franczyzowych i salonów multibrandowych, a także wzrost sprzedaży eksportowej.

Ryzyko związane ze zmianą preferencji konsumentów

Wielkość sprzedaży towarów w dużej mierze zależy od dostosowania się do zmiennych preferencji klientów. Decyzje dotyczące zakupu wyrobów Spółki są uzależnione od gustów nabywców i obowiązujących w danym okresie trendów. Wyprodukowana kolekcja może nie znaleźć oczekiwanego zainteresowania ze strony klientów, co w konsekwencji może spowodować spadek przychodów. Spółka ogranicza ten rodzaj ryzyka poprzez prowadzenie stosownej polityki asortymentowo – cenowej.

Ryzyko związane z sezonowością sprzedaży

Rynek bieliźniarski charakteryzuje nieznaczna sezonowość. Należy przy tym wyróżnić dwa okresy wzmożonej sprzedaży, tj. wiosenno-letni i jesienno-zimowy związane z wprowadzaniem na rynek nowych kolekcji. Niekorzystne warunki pogodowe mogą spowodować ograniczenie sprzedaży części wyrobów oferowanych przez Spółkę, w szczególności strojów kąpielowych, co w rezultacie prowadzić może do spadku przychodów ze sprzedaży. W celu minimalizacji ryzyka, marki Esotiq i Henderson cechuje zdywersyfikowana oferta zapewniająca przychody w każdym sezonie. Marginalizację ryzyka można uzyskać realizując posezonowe wyprzedaje, dlatego spółki prowadzą systematyczną analizę raportów sprzedaży oraz na bieżąco monitorują stany magazynów.

Ryzyko związane z dostawami towarów i dostawcami

Około 7% zaopatrzenia spółek pochodzi od polskich wytwórców, a pozostałe 93% z krajów Dalekiego Wschodu. Produkty wytwarzane są takich krajach jak Chiny (76%), Indonezja (4%), Bangladesz (10%) i Indie (3%). Skala ewentualnego zwiększenia kosztów prowadzenia działalności w tych krajach jest trudny do przewidzenia, podobnie jak stopień w jakim mogą one

przełożyć się na ceny zakupów. Mogą pojawić się także, wcześniej nieprzewidziane, problemy z transportem towarów do Europy, które spowodują opóźnienie lub czasowe wstrzymanie dostaw. Ponadto, Spółka nie ma wpływu na wysokość narzucanych przez państwo i Unię Europejską ceł importowych. Ewentualne zwiększenie kosztów związane z powyższymi czynnikami zmusi do podwyższenia cen sprzedaży oferowanego asortymentu, co może przełożyć się na poziom sprzedaży lub będzie skutkowało pogorszeniem rentowności działalności Spółki. Występuje również ryzyko utraty głównych dostawców. Spółka ocenia ryzyko związane z koncentracją produkcji jako niewielkie. Zlecenie zakupu jest każdorazowo składane do wybranego dostawcy, który po potwierdzeniu przyjęcia zlecenia rozpoczyna proces produkcyjny, który kończy się kontrolą jakości. Współpraca ze sprawdzonymi dostawcami pozwala na lepsze planowanie produkcji i ograniczanie ryzyka niezrealizowania zamówienia, oszustwa czy opóźnienia dostaw, a ponadto umożliwia uzyskiwanie korzystnych warunków płatności. Dostawcy zagraniczni wysyłają towar do wskazanego portu lub bezpośrednio do magazynu Spółki w Polsce.

Ryzyko związane z umowami najmu własnych salonów sprzedaży

Esotiq&Henderson S.A poprzez swoją jednostkę zależną Luma sp. z o.o. zawiera umowy najmu lokali, w których prowadzona jest działalność gospodarcza w zakresie sprzedaży detalicznej (własne salony sprzedaży). Umowy zawierane są zazwyczaj na czas oznaczony – w związku z powyższym występują następujące ryzyka:

- po upływie przewidzianego okresu, na jaki zostały zawarte, wynajmujący może ich nie przedłużyć, co może mieć istotne znaczenie w przypadku lokali położonych w atrakcyjnych lokalizacjach (centra i galerie handlowe). Zaistnienie takiej sytuacji prowadzić będzie do podjęcia przez Spółkę działań zmierzających do znalezienia alternatywnej lokalizacji (punktu);
- w przypadku, gdy umowy najmu nie zawierają postanowień dotyczących możliwości ich wypowiedzenia przez Spółkę zachodzi ryzyko zaistnienia sytuacji, w której Spółka będzie zobowiązana do kontynuowania umów także w przypadku, gdy realizowana w określonych sklepach sprzedaż będzie niższa od prognozowanej, w związku z czym dany sklep będzie generował straty, co będzie miało bezpośredni wpływ na wyniki finansowe.

Ryzyko płynności finansowej

W przypadku okresowego, znaczącego spadku sprzedaży lub innych czynników wpływających na poziom i strukturę przepływów pieniężnych Spółka może doświadczyć niedoborów gotówki, co w konsekwencji może spowodować trudności w regulowaniu wszelkiego rodzaju zobowiązań powstałych w toku działalności zgodnie z ich terminem zapadalności. W przypadku, gdyby przyszłe przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej lub inne zasoby kapitałowe Spółki były niewystarczające do zapewnienia płynności finansowej, Spółka może być zmuszona do ograniczenia zakresu prowadzonej działalności i planowanych nakładów inwestycyjnych, sprzedaży aktywów, pozyskania dodatkowego finansowania zewnętrznego (dłużnego lub udziałowego), refinansowania bądź nawet restrukturyzacji. Opisany powyżej czynnik ryzyka oraz możliwe zdarzenia mogą mieć istotny niekorzystny wpływ na działalność Spółki, sytuację finansową oraz perspektywy rozwoju.

Ryzyko związane u udzielaniem kredytów kupieckich

Spółka udziela swoim kontrahentom, w zakresie prowadzonej sprzedaży hurtowej, kredytów kupieckich, w związku z czym potencjalnie narażona jest na ryzyko związane z ewentualną niewypłacalnością partnerów handlowych. Należności od hurtowych odbiorców towarów stanowią składnik aktywów Spółki, dlatego opóźnienia w regulacji należności przez tychże kontrahentów negatywnie oddziałują na płynność finansową Spółki. Ponadto, ze względu na zamrożenie części środków pieniężnych w postaci należności, Spółka wykazuje zapotrzebowanie na kapitał obrotowy. Czynnikiem ograniczającym niniejsze ryzyko jest dywersyfikacja odbiorców oraz weryfikacja i monitorowanie ich sytuacji finansowej. Spółka posiada również polisę ubezpieczeniową na zabezpieczenie ryzyka kredytu kupieckiego. Spółka będzie dokonywać oceny kontrahentów na podstawie dostępnych danych: publikowanych sprawozdań finansowych, ocen ratingowych dokonywanych przez wywiadownie gospodarcze, informacji rynkowych. Kontrolę ryzyka kredytowego będzie sprawował bezpośrednio dział windykacji Spółki, ustalając limity kredytowe na poszczególnych kontrahentów. Oceny koncentracji ryzyka będą dokonywane na podstawie wysokości limitów przyznanych na kontrahenta.

Ryzyko związane z naruszeniem praw własności intelektualnej

Prowadzona przez Spółkę działalność wiąże się z ryzykiem wystąpienia kolizji w zakresie praw własności intelektualnej wykorzystywanych przez Spółkę. Zamiarem Esotiq&Henderson jest dążenie do uniknięcia w swojej działalności takiej sytuacji, w której poprzez wprowadzenie do sprzedaży określonych produktów naruszałby on prawa własności intelektualnej przysługujące podmiotom trzecim. Niemożliwe jednak do wykluczenia jest, iż w przyszłości mogą pojawić się zarzuty dotyczące naruszenia praw własności intelektualnej podmiotów trzecich, szczególnie w związku z wprowadzeniem nowych produktów. Zważywszy na to istnieje ryzyko zapłaty kar i odszkodowań na rzecz takiego podmiotu, co mogłoby negatywnie wpłynąć na sytuację finansową Spółki.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników

W ramach działalności gospodarczej nie można wykluczyć ryzyka związanego z zatrudnianiem pracowników, przedłużającymi się procesami rekrutacji kluczowej kadry, wzrostem oczekiwań płacowych przewyższającym wzrost wydajności pracy lub też utratą dotychczasowych pracowników. Szeroki zakres wiedzy oraz wieloletnie doświadczenie Zarządu Spółki, członków Rady Nadzorczej oraz innych osób o istotnym znaczeniu, zapewnia skuteczność realizacji strategii rozwoju, umożliwiając systematyczny wzrost skali działalności. Odejście jednego lub kilku strategicznych pracowników w przyszłości, będzie mogło niekorzystnie wpłynąć na prowadzoną działalność, a potencjalnie spowodować także zahamowanie rozwoju. Aby minimalizować tego rodzaju ryzyko Spółka planuje prowadzenie długofalowej polityki zatrudniania opartej o różnorodne systemy motywacyjne.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną i polityką gospodarczą

Czynniki makroekonomiczne oddziałują na działalność Spółki, realizację przyjętej strategii rozwoju oraz uzyskiwane wyniki finansowe. Do najistotniejszych wskaźników mających wpływ

na działalność przedsiębiorstw zaliczyć można m. in. poziom inflacji, tempo wzrostu PKB, wielkość inwestycji, ogólną kondycję polskiej i światowej gospodarki, wielkość deficytu budżetowego i zadłużenia zagranicznego, strukturę dochodów ludności, poziom stóp procentowych czy stopę bezrobocia. Na działalność spółek mogą mieć istotny wpływ również elementy polityki rządu lub Narodowego Banku Polski, kształtujące uwarunkowania działalności gospodarczej i wpływające m. in. na podaż pieniądza, poziom inflacji i stóp procentowych, a także kursów walutowych. Niekorzystne zmiany wskaźników makroekonomicznych, wpływające na obniżenie poziomu zamożności społeczeństwa, mogą wpłynąć na zmniejszenie przyszłych przychodów bądź zwiększenie kosztów działalności.

Ryzyko związane z brakiem stabilności systemu podatkowego

System podatkowy charakteryzuje się niejednoznacznością przepisów oraz wysoką częstotliwością zmian. Niejednokrotnie brak jest ich jednoznacznej wykładni, co może powodować sytuację odmienną interpretacji przepisów prawa przez Spółkę i organy skarbowe. W przypadku zaistnienia takiej sytuacji, organ skarbowy może nałożyć na Spółkę karę finansową, która może mieć istotny negatywny wpływ na wyniki finansowe. Ryzyko związane z opodatkowaniem może wynikać ze zmian w wysokościach stawek podatkowych, istotnych z punktu widzenia Spółki. Wpływ tych zmian na przyszłą kondycję należy uznać za niewielki, jako że prawdopodobieństwo skokowych zmian w regulacjach podatkowych jest znikome. W celu ograniczenia ryzyka związanego z opodatkowaniem Zarząd zakłada występowanie do organów podatkowych z wnioskami o interpretacje określonych przepisów oraz korzystanie z doradców podatkowych.

Ryzyko walutowe

W związku z dokonywaniem zakupów i sprzedaży w walutach obcych Jednostka Dominująca narażona jest na ryzyko walutowe. Per saldo z tytułu w/w działalności Spółka posiada z reguły krótką pozycję walutową, co w przypadku osłabienia złotego może prowadzić do powstania strat z tytułu ujemnych różnic kursowych. Spółka zarządza ryzykiem walutowym poprzez zawieranie transakcji forward.

Ryzyko płynności

Ryzyko płynności oznacza zagrożenie wystąpienia trudności w wywiązywaniu się z zobowiązań. W celu ograniczenia ryzyka płynności Spółka zaciągnęła kredyty bankowe, z których zobowiązania reguluje na bieżąco.

Ryzyko związane z koniunkturą gospodarczą

Istotny wpływ na wyniki osiągnięte przez Spółkę ma ogólna koniunktura gospodarcza. Wysokości przychodów może być uzależniona od tempa wzrostu PKB, kondycji finansowej i poziomu dochodów gospodarstw domowych, kształtu polityki fiskalnej. Pogorszenie koniunktury gospodarczej może wpłynąć na zmniejszenie wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych, a wraz z tym, na zmniejszenie popytu na towary Spółki, co negatywnie rzutowałoby na jego perspektywy rozwoju, osiągnięte wyniki i sytuację finansową.

Wycena

Do wyceny Esotiq&Henderson wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich spółek z branży odzieżowej. Średnia wycena na dzień 7.11 oszacowana została na poziomie 38,1 zł za akcję, a na koniec 2023 r. 38,7 zł za akcję. Stanowi to spadek w stosunku do naszej wyceny z marca o 8,5 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji Esotiq&Henderson na 33,4 zł (wcześniej 35,1 zł). Spadek wyceny metodą DCF wynika z większego zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz niższych prognoz na poziomie zysków. Z kolei, wycena metodą porównawczą spadła do 52,2 zł (wcześniej 66,2 zł) z uwagi na spadek prognozowanych poziomów zysku.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	33,4
Wycena Porównawcza	0,25	52,2
Cena wynikowa na dzień 7.11.2023		38,1
Cena docelowa na koniec 2023		38,7

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Esotiq&Henderson odnieśliśmy do czterech polskich spółek z branży odzieżowej. Metodzie porównawczej przyznajemy wagę 0,25. Z uwagi na niższe prognozowane poziomy zysków metoda dała niższą wycenę niż w naszym raporcie w marcu.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	22,1	15,6	13,0	6,7	5,4	4,4	11,7	8,1	6,8
CCC	-	-	21,6	2,9	3,4	3,3	10,7	8,2	5,9
VRG	7,8	8,0	7,2	0,7	0,7	0,7	5,2	4,9	4,6
Wittchen	6,4	6,4	6,2	2,0	1,7	1,5	4,1	3,9	3,7
Średnia	12,1	10,0	12,0	3,1	2,8	2,5	7,9	6,3	5,3
Mediana	7,8	8,0	10,1	2,4	2,5	2,4	8,0	6,5	5,2
Esotiq & Henderson	28,7	8,3	5,7	0,7	0,7	0,6	6,0	4,7	3,9
Implikowana wycena (tys. PLN)	20 274	71 747	132 858	133 663	150 098	157 306	121 644	133 356	126 653
Wycena 1 akcji (PLN)	52,2								

Źródło: Bloomberg, PAP, DM Banku BPS SA, P – prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszych dwóch latach prognozy: 5,52% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych), następnie w latach 2024-2027 spadek o 0,5 p. p. r/r, (poprzednio: 6,11%)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszych dwóch latach prognozy (5,54%), następnie w latach 2024-2027 spadek o 0,5 p. p. r/r, (poprzednio: 7,49%)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,54 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Esotiq&Henderson i indeksu WIG - do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007 - wrzesień 2023) (poprzednio: 0,66)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (Damodaran) (bez zmian)

- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,25% (bez zmian)
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości (rewizja w górę)
- Skup akcji własnych zgodnie z założeniami programu (bez zmian)
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	241 791	270 806	289 762	307 148	325 577	345 112	345 974
EBITDA	28 219	23 435	32 052	38 460	40 636	42 934	43 042
EBIT	12 976	7 430	15 247	20 814	22 108	23 480	23 539
CIT	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
NOPLAT		5 409	11 100	15 153	16 095	17 093	17 136
Amortyzacja		16 005	16 805	17 646	18 528	19 454	19 454
CAPEX		-3 539	-4 601	-5 981	-7 775	-10 108	-10 108
Inwestycje w kapitał obrotowy		18 678	13 081	7 334	7 396	13 358	13 358
FCFF		-803	10 224	19 483	19 451	13 082	13 124
WACC		10,6%	10,2%	9,7%	9,3%	9,3%	9,3%
DCFF		-726	8 423	14 741	13 625	8 389	
Suma DCF		44 452,3					
Wartość rezydualna (TV)		145 148,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		85 168,3					
Udział zdyskontowanej TV w EV		65,7%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		129 620,6					
Środki pieniężne na 03.11.2023		5 829,8					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 03.11.2023		60 783,0					
Dług netto na 03.11.2023		54 953,2					
Inne aktywa nieoperacyjne		0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		74 667,4					
Liczba akcji (tys.)		2 234					
Cena 1 akcji (PLN)		33,4					
Przychody zmiana r/r	17,5%	12,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBIT zmiana r/r		-42,7%	105,2%	36,5%	6,2%	6,2%	
FCF zmiana r/r			-1373,8%	90,6%	-0,2%	-32,7%	
Marża EBITDA	11,7%	8,7%	11,1%	12,5%	12,5%	12,4%	
Marża EBIT	5,4%	2,7%	5,3%	6,8%	6,8%	6,8%	
Marża NOPLAT	0,0%	2,0%	3,8%	4,9%	4,9%	5,0%	
CAPEX/Przychody	0,0%	1,3%	1,6%	1,9%	2,4%	2,9%	
CAPEX/Amortyzacja		22,1%	27,4%	33,9%	42,0%	52,0%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Wrażliwość modelu DCF

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
7,3%	42,1	42,8	43,5	44,3	45,0	45,8	46,7	
7,8%	39,1	39,7	40,4	41,0	41,7	42,4	43,1	
8,3%	36,5	37,0	37,6	38,2	38,8	39,4	40,0	
8,8%	34,2	34,6	35,2	35,7	36,2	36,7	37,3	
zmiana WACC dla TV	9,3%	32,1	32,5	33,0	33,4	33,9	34,4	
	9,8%	30,2	30,6	31,0	31,4	31,9	32,3	
	10,3%	28,5	28,9	29,3	29,6	30,0	30,4	
	10,8%	27,0	27,3	27,7	28,0	28,4	28,7	
	11,3%	25,6	25,9	26,2	26,5	26,9	27,2	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Rating ESG a WACC

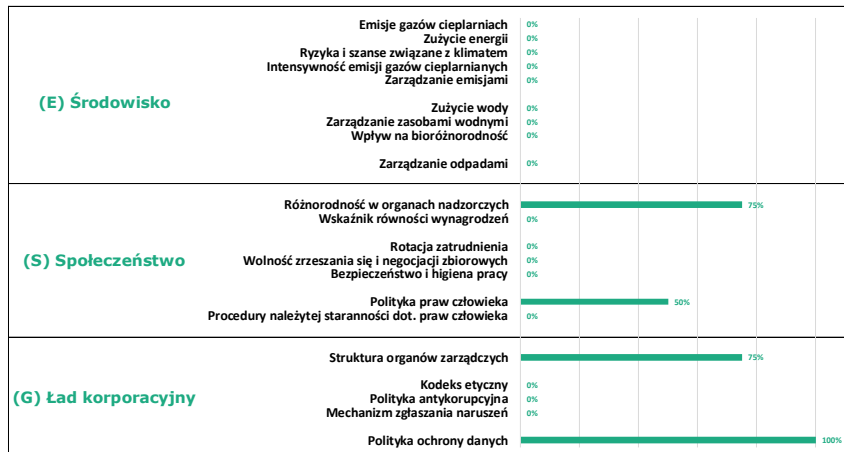
Przedział punktowy	DM BPS ESG SCORE	Premia/dyskonto do marży kredytowej
19-21	A	-10%
14-18	B	-5%
9-13	C	0%
4-8	D	5%
0-3	E	10%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Esotiq&Henderson w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Analizę przeprowadzamy raz w roku. **DM BPS ESG Score wyniósł 3,07 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę D.**

DM BPS ESG SCORE	D
L. PUNKTÓW	3,07
ESG score	3,07
(E) Środowisko	0,00
(S) Społeczeństwo	1,73
(G) Ład korporacyjny	1,33



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS SA

ZRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z Działalności
Raport roczny i kwartalne
strony internetowe Spółki

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizy

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,49%	5,54%	5,04%	4,54%	4,04%	4,04%	4,04%
Marża kredytowa	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Premia/dyskonto z tyt. ESG do marży kredytowej	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%	0,20%
Koszt kapitału obcego	11,69%	9,74%	9,24%	8,74%	8,24%	8,24%	8,24%
1-CIT (realny)	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,8%	72,80%
Efektywny koszt kapitału obcego	8,5%	7,1%	6,7%	6,4%	6,0%	6,0%	6,00%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,58%	5,52%	5,02%	4,52%	4,02%	4,02%	4,02%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	66,83%
Zalewarowana beta	1,15	1,33	1,35	1,28	1,24	1,19	118,69%
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	15,1%	15,3%	15,0%	14,0%	13,2%	12,8%	12,80%
Kapitał własny (tys. PLN)	58 443	54 673	59 017	65 992	72 858	80 536	80 536
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	58 306	73 894	82 712	83 635	85 815	85 862	85 862
Razem	116 749	128 567	141 729	149 627	158 673	166 397	166 397
D/E	1,00	1,35	1,40	1,27	1,18	1,07	1,07
Udział Ke	0,50	0,43	0,42	0,44	0,46	0,48	0,48
Udział Kd	0,50	0,57	0,58	0,56	0,54	0,52	0,52
Ważony koszt kapitału własnego	7,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	6,2%	6,20%
Ważony koszt kapitału obcego	4,3%	4,1%	3,9%	3,6%	3,2%	3,1%	3,10%
WACC	11,8%	10,6%	10,2%	9,7%	9,3%	9,3%	9,31%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Prognozy finansowe

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	241 791	270 806	289 762	307 148	325 577	345 112
Koszty własny sprzedaży	-90 228	-102 906	-110 110	-116 716	-123 719	-131 142
Zysk brutto na sprzedaży	151 563	167 900	179 653	190 432	201 858	213 969
Koszty sprzedaży	-117 659	-135 403	-141 984	-147 431	-156 277	-165 654
Koszty zarządu	-27 069	-32 497	-30 425	-30 715	-32 558	-34 511
Zysk/strata ze sprzedaży	6 835	0	7 244	12 286	13 023	13 804
Pozostałe przychody operacyjne	7 189	8 184	8 757	9 282	9 839	10 430
Pozostałe koszty operacyjne	-754	-754	-754	-754	-754	-754
Wynik na aktywach niefinansowych	-294	-25	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	12 976	7 430	15 247	20 814	22 108	23 480
Przychody finansowe	117	79	98	89	93	91
Koszty finansowe	-3 336	-2 716	-3 026	-2 871	-2 948	-2 909
Różnice kursowe	-1 535	-1 222	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	9 988	3 571	12 319	18 032	19 253	20 661
Podatek dochodowy	-1 909	-971	-3 351	-4 905	-5 237	-5 620
Zysk/strata netto	8 079	2 600	8 968	13 127	14 016	15 042

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	166 097	178 578	197 088	202 842	213 305	218 825
Aktywa trwałe	63 181	62 301	61 510	60 808	60 193	59 665
Rzeczowe aktywa trwałe	12 490	13 115	13 770	14 459	15 182	15 941
Wartości niematerialne i prawne	18 686	17 752	16 864	16 021	15 220	14 459
Wartość firmy	40	40	40	40	40	40
Długoterminowe pożyczki i należności	3 450	3 450	3 450	3 450	3 450	3 450
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	27 166	26 623	26 090	25 568	25 057	24 556
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 349	1 322	1 296	1 270	1 244	1 219
Aktywa obrotowe	102 916	116 278	135 578	142 035	153 112	159 160
Zapasy	75 679	92 979	107 863	112 480	118 104	126 073
Należności handlowe	8 422	16 323	18 259	20 196	23 192	26 474
Pożyczki i pozostałe należności	8 238	4 413	6 326	5 369	5 847	5 608
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6 447	2 563	3 131	3 989	5 969	1 005
Rozliczenia międzyokresowe	1 854					
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	2 276					
PASYWA	166 097	178 578	197 088	202 842	213 305	218 825
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	58 443	54 673	59 017	65 992	72 858	80 536
Kapitał podstawowy	224	224	224	224	224	224
Akcje/udziały własne	-	10 412	-	14 412	-	18 412
Kapitał zapasowy	68 930	68 930	68 930	68 930	68 930	68 930
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	299	-	69	-	8 275
Udziały niekontrolujące	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania długoterminowe	26 196	40 984	49 497	50 012	51 907	52 096
Długoterminowe kredyty i pożyczki	22 442	38 030	46 848	47 771	49 951	49 998
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 669	2 954	2 649	2 241	1 956	2 099
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	-	63	63	63	63	63
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	85	85	85	85	85	85
Zobowiązania krótkoterminowe	81 458	82 922	88 574	86 838	88 540	86 193
Zobowiązania z tytułu instrumentów pochodnych	405					
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	35 864	35 864	35 864	35 864	35 864	35 864
Zobowiązania handlowe	32 697	35 395	41 047	39 311	41 013	38 666
Rezerwy	488	488	488	488	488	488
Pozostałe zobowiązania	11 175	11 175	11 175	11 175	11 175	11 175

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPLYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	4 944	-5 328	13 997	21 555	24 858	20 051
Przepływy inwestycyjne	-6 899	-3 509	-4 571	-5 951	-7 745	-10 078
Przepływy finansowe	-351	4 953	-8 858	-14 746	-15 133	-14 937
Przepływy pieniężne netto	-2 306	-3 884	568	858	1 979	-4 964
Środki pieniężne na początek okresu	8 753	6 447	2 563	3 131	3 989	5 969
Środki pieniężne na koniec okresu	6 447	2 563	3 131	3 989	5 969	1 005

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	17,5%	12,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	-24,6%	-17,0%	36,8%	20,0%	5,7%	5,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-42,9%	-42,7%	105,2%	36,5%	6,2%	6,2%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-50,5%	-67,8%	244,9%	46,4%	6,8%	7,3%
Marża brutto na sprzedaży	62,7%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%
Marża EBITDA	11,7%	8,7%	11,1%	12,5%	12,5%	12,4%
Marża EBIT	5,4%	2,7%	5,3%	6,8%	6,8%	6,8%
Marża brutto	4,1%	1,3%	4,3%	5,9%	5,9%	6,0%
Marża netto	3,3%	1,0%	3,1%	4,3%	4,3%	4,4%
COGS / Przychody	37,3%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
SG&A / Przychody	46,7%	53,4%	57,9%	56,1%	54,7%	54,7%
SG&A / COGS	125,0%	140,6%	152,5%	147,7%	144,0%	144,0%
ROE	13,8%	4,8%	15,2%	19,9%	19,2%	18,7%
ROA	4,9%	1,5%	4,6%	6,5%	6,6%	6,9%
Dług (tys. PLN)	58 306	73 894	82 712	83 635	85 815	85 862
D/(D+E)	0,50	0,57	0,58	0,56	0,54	0,52
D/E	1,00	1,35	1,40	1,27	1,18	1,07
EV (tys. PLN)	13 359	-6 113	-14 363	-14 428	-14 628	-19 639
Dług / EV	4,36	-12,09	-5,76	-5,80	-5,87	-4,37
CAPEX / Przychody	1,56%	1,31%	1,59%	1,95%	2,39%	2,93%
CAPEX / Amortyzacja	24,8%	22,1%	27,4%	33,9%	42,0%	52,0%
Amortyzacja / Przychody	6,3%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%
Zmiana KO / Przychody	6,8%	6,9%	4,5%	2,4%	2,3%	3,9%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Wykaz stosowanych skrótów

CAPEX (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (*ang. price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (*TV*).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

TV (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 7 listopada 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 7 listopada 2023 roku, 8:40

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/rekomendacje/esotig-henderson-sa>

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów o opracowania, lub jego zleciennodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	8,62	4,89	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	32,70	31,20	Raport Aktualizujący	06.06.2023	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,80	2,27	Raport Aktualizujący	09.06.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,28	5,10	Raport Aktualizujący	13.06.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,50	Raport Aktualizujący	14.06.2023	Artur Wizner
WITTCHEN	AKUMULUJ	39,50	36,60	Raport Aktualizujący	03.07.2023	Łukasz Bryl
CCC	TRZYMAJ	42,70	42,70	Raport Aktualizujący	11.07.2023	Artur Wizner
WITTCHEN	KUPUJ	30,40	23,80	Raport Aktualizujący	06.10.2023	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	32,70	29,80	Raport Aktualizujący	19.10.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	38,70	33,40	Raport Aktualizujący	07.11.2023	Łukasz Bryl

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Dr Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>