



Dom Maklerski
Banku BPS

Grupa BPS

Wycena Esotiq & Henderson

ESOTIQ

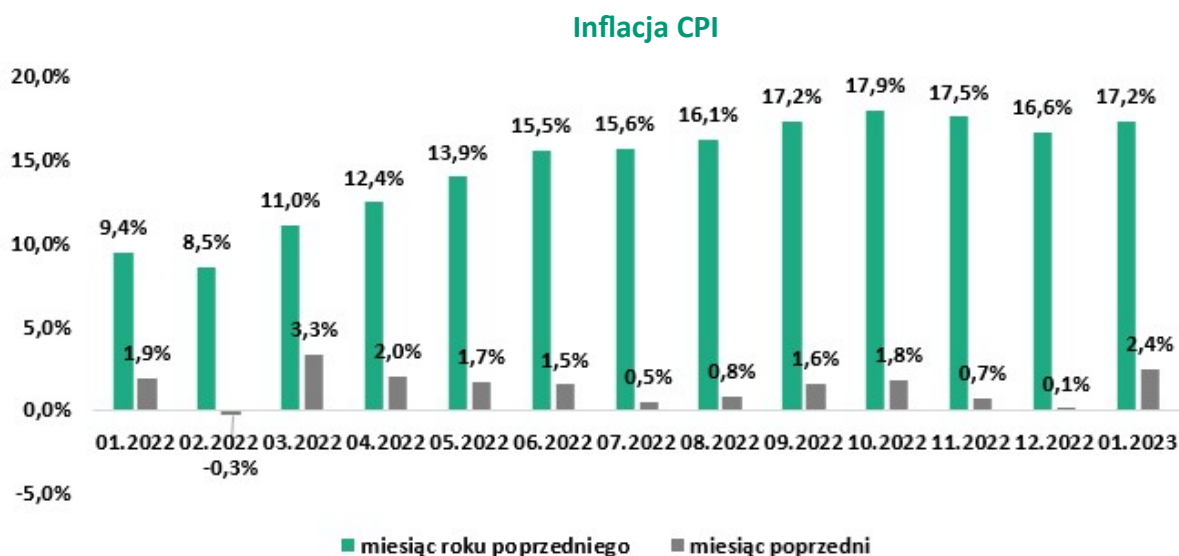
KUPUJ

13 marca 2023 8:30

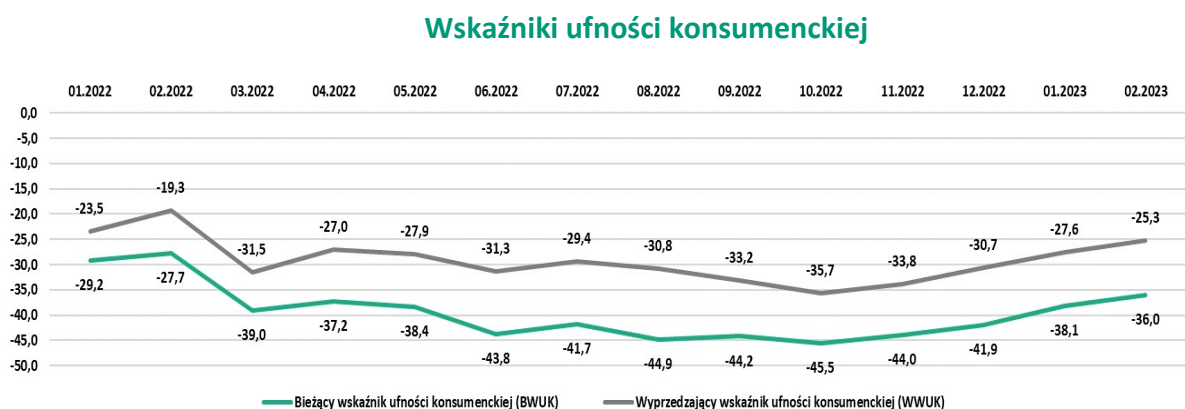
Fundamenty makroekonomiczne

Koniunktura konsumencka

Największym wyzwaniem makroekonomicznym w Polsce pozostaje inflacja, która nieprzerwanie do października wykazywała tendencję rosnącą r/r. Szczyt inflacyjny nastąpił właśnie w październiku i wyniósł 17,9%. Odczyty listopadowe i grudniowe pokazują wyhamowanie tempa wzrostu inflacji w ujęciu rocznym, aczkolwiek w ujęciu m/m ceny w Polsce wciąż rosną, co potwierdzają także dane za styczeń. Spodziewamy się, że utrzymanie tarczy inflacyjnej w Polsce do końca czerwca 2023 r. spowoduje dalsze wyhamowywanie tempa wzrostu inflacji. W scenariuszu optymistycznym zakładamy, że szczyt inflacji mamy już za sobą.



Wysoka inflacja ma negatywny wpływ na wskaźniki ufności konsumenckiej. Przez cały 2022 r. zarówno bieżący (BWUK) jak i wyprzedzający wskaźnik (WWUK) pozostawały ujemne. Najgorsze nastroje u konsumentów panowały w październiku (BWUK= -35,7, WWUK=-45,5). W lutym 2023 wskaźniki wciąż pozostawały ujemne, aczkolwiek doszło do ich poprawy i po raz kolejny WWUK przyjmował wartość powyżej -30 (-25,3), a BWUK powyżej -40 (-36,0). W naszej ocenie, wraz z wyhamowaniem inflacji, wskaźniki ufności konsumenckiej powinny wejść na trajektorię stałej poprawy. W 2023 roku nie spodziewamy się jednak dodatnich wartości BWUK oraz WWUK.



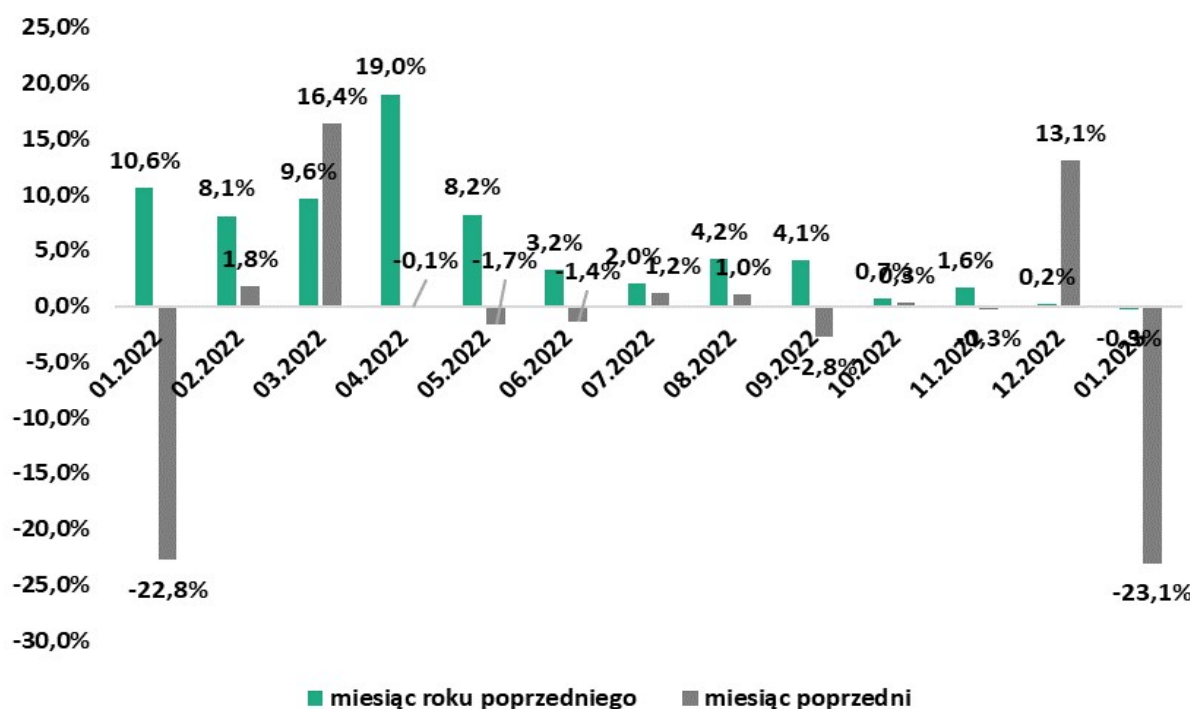
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

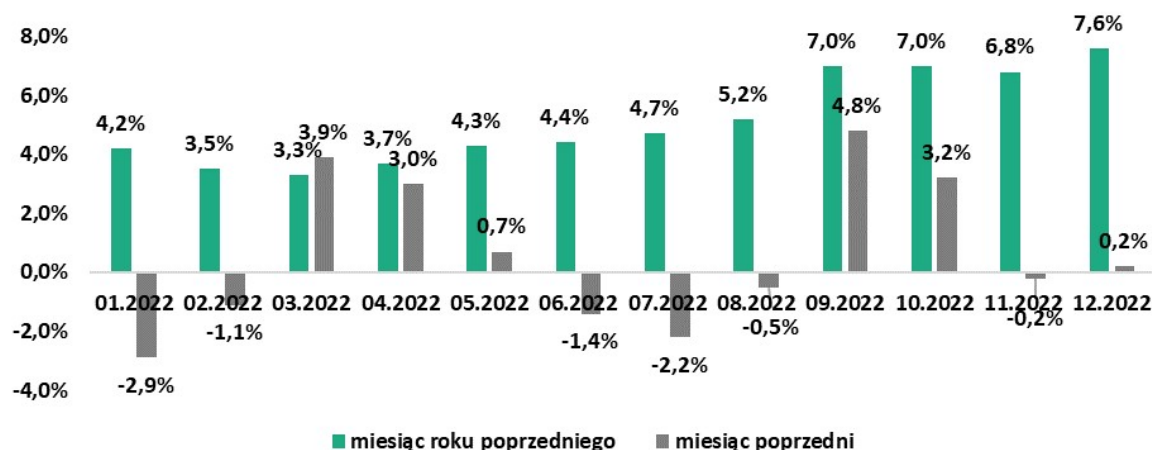
Koniunktura konsumencka

Mimo wysokiej inflacji, odczyty sprzedaży detalicznej w I kwartale 2022 r. pozytywnie zaskakiwały. Szczyt dynamiki miał miejsce w kwietniu, w którym sprzedaż wzrosła o 19% r/r. Po dobrych wynikach przyszło jednak spodziewane spowolnienie. Niemniej jednak, mimo zauważalnego wyhamowania w żadnym miesiącu 2022 r. nie odnotowano ujemnej dynamiki sprzedaży detalicznej. Natomiast ostatnie dane za styczeń 2023 pokazują, że konsumpcja w Polsce wyraźnie słabnie, a spadek w porównaniu do stycznia 2022 wyniósł 0,3%. Spadek nastąpił w większości kategorii, poza grupą: "tekstylia, odzież, obuwie", w której wzrost sprzedaży wyniósł 15,7% r/r. Spodziewamy się, że wraz ze spadkiem inflacji, sprzedaż detaliczna powróci do trendu wzrostowego, co prognozujemy najwcześniej w II kwartale 2023.

Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Dynamika cen odzieży i obuwia



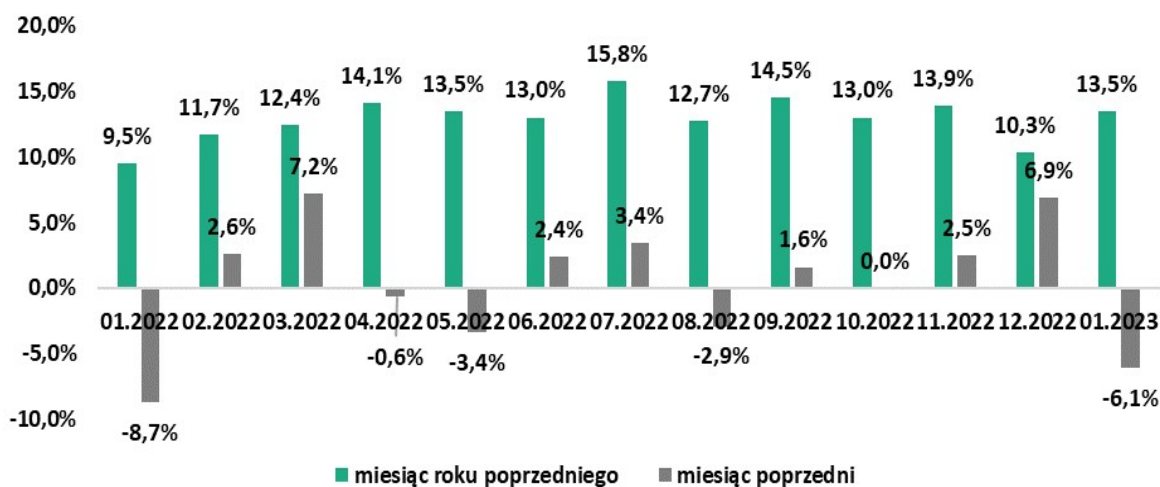
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

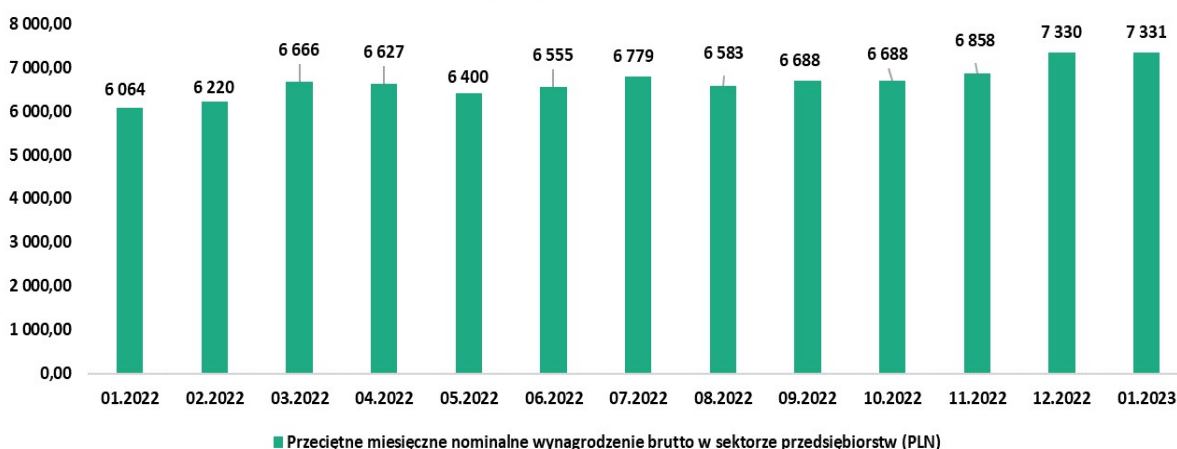
Utrzymanie dodatniej dynamiki sprzedaży detalicznej w 2022 r. przy tak wysokiej inflacji możliwe było dzięki wzrostom wynagrodzeń, których dynamika była wprawdzie mniejsza niż wzrost inflacji, ale do pewnego stopnia pozwalała na zamortyzowanie spadku dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. W 2022 r. wynagrodzenia rosły średnio o 12,9%, podczas gdy średnioroczna inflacja pozostawała niewiele wyższa (13,9%).

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Wzrostowy trend wynagrodzeń widoczny był do listopada. W grudniu dynamika r/r uległa spowolnieniu do 10,3%. W styczniu dynamika wynagrodzeń pozytywnie zaskoczyła, osiągając wartość 13,5%. Na koniec stycznia średnie wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw przekroczyło po raz drugi w historii 7 tys. i wyniosło 7330,96 zł.

Wynagrodzenia w Polsce



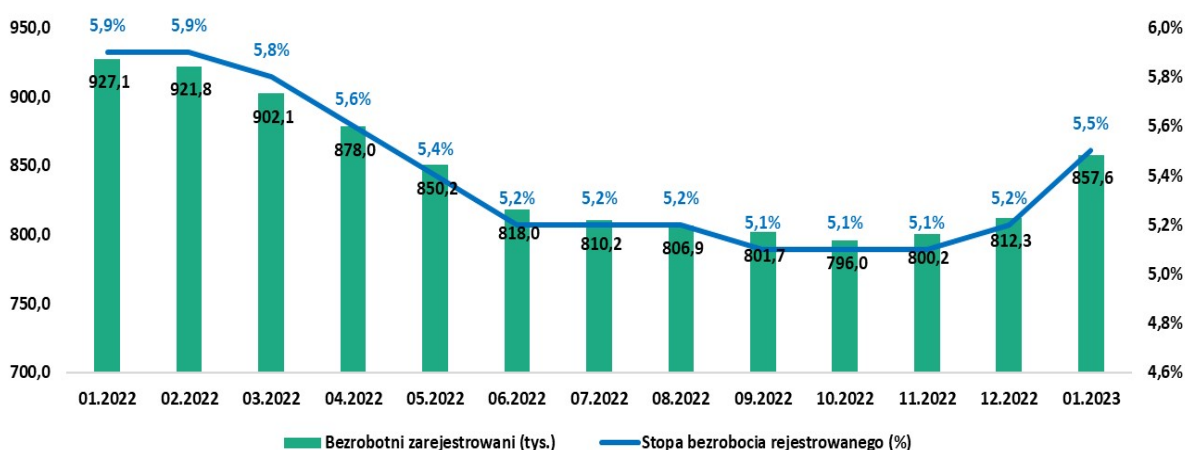
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Fundamenty makroekonomiczne

Rynek pracy

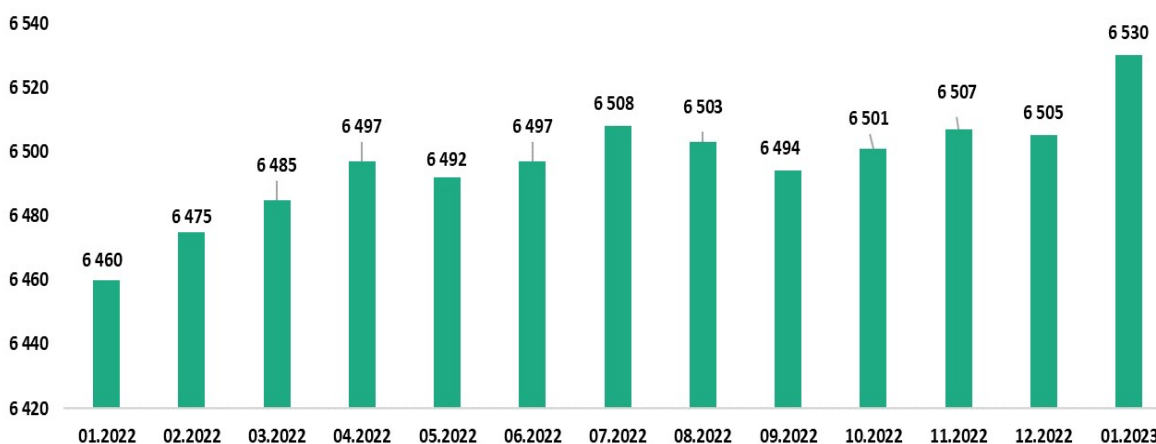
W warunkach pogarszającego się otoczenia makroekonomicznego w Polsce, rynek pracy nie wykazuje słabości w odniesieniu do stopy bezrobocia. Średnioroczna stopa bezrobocia wyniosła w 2022 r. 5,4%, przy czym od lutego ubiegłego roku bezrobocie malało. Na koniec października liczba osób pozostających bez pracy spadła nawet poniżej 800 tys. (796 tys.). W styczniu odnotowano wzrost liczby bezrobotnych do 857,6 tys. osób (stopa bezrobocia wzrosła do 5,5%). Niemniej jednak liczba bezrobotnych na koniec stycznia 2023 była o 69,5 tys. osób niższa niż w styczniu 2022.

Bezrobocie w Polsce



Oprócz niskich wartości bezrobocia pozytywne sygnały płynęły także z danych dotyczących zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. W styczniu 2023 r. zatrudnienie było najwyższe od 2005 r. (początek publikacji danych przez GUS) wyniosło 6,35 mln osób. W naszej ocenie zarówno bezrobocie jak i zatrudnienie są wskaźnikami opóźnionymi koniunktury, stąd zakładamy, że w perspektywie bieżącego półrocza bezrobocie może wzrosnąć, a zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zmaleć.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (tys.)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Branża odzieżowa

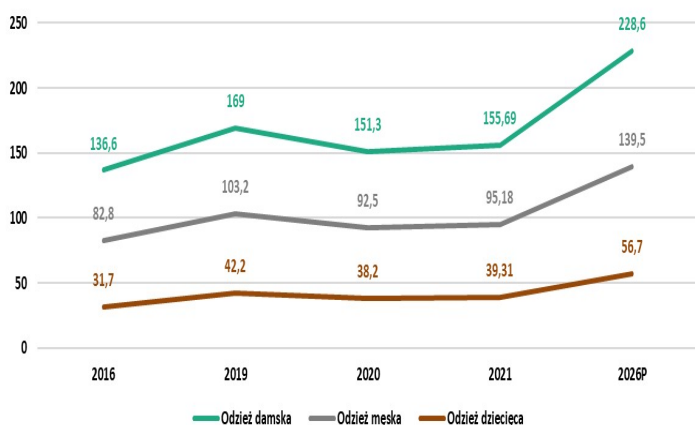
Rynek odzieży

Wielkość rynku odzieżowego w Polsce jest szacowana na ok. 10,6 mld EUR w 2021. W latach 2017-2019 wzrastał w średniorocznym tempie 7,7%, znacznie powyżej europejskiej średniej, która wyniosła 1,5%. Rok 2020 na skutek pandemii przyniósł spadek rzędu 10% do 10,7 mld EUR i na tym poziomie pozostała również w 2021 w związku z utrzymującymi się restrykcjami i ograniczeniami handlu. Sprzedaż online mimo dynamicznego wzrostu nie zdołała zrekompensować strat związanych z ograniczaniem wydatków klientów na kategorie modowe i czasowymi zamknięciami galerii handlowych. Dopiero 2022 rok przyniósł odbicie w branży, jednak szacunkowe dane za 2022 rok wskazują, że straty wywołane pandemią nie zostały jeszcze w pełni odrobione. Według prognoz Statisty w latach 2022-2026 wartość przychodów całego rynku odzieży w Polsce odnotuje istotny wzrost w wysokości 8,5% średnio rocznie, osiągając poziom 15,9 mld EUR w końcu okresu. Najbardziej dynamicznie będzie rósł segment odzieży damskiej (z CAGR 2022-2026 wynoszącym 8,6%).

Rynek odzieży w Polsce – wartość sprzedaży (mld EUR)

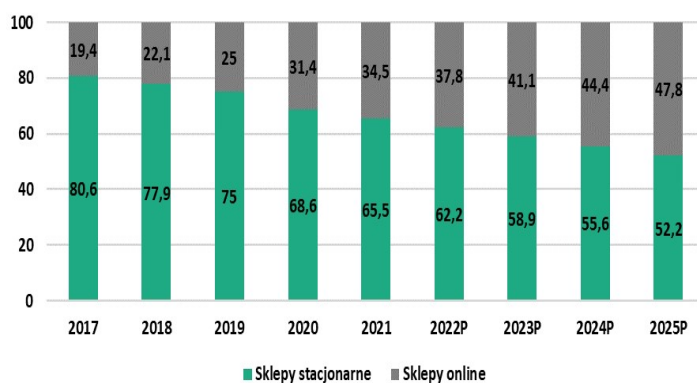
	2016	2019	2020	2021	2026P	CAGR (2017-19)	CAGR (2020-21)	CAGR (2022-26)
Odzież damska	5,2	6,4	5,7	5,7	8,6	7,3%	-5,9%	8,6%
Odzież męska	3,1	3,9	3,5	3,5	5,2	7,5%	-5,9%	8,5%
Odzież dziecięca	1,2	1,6	1,4	1,4	2,1	10,0%	-5,0%	8,0%
Suma	9,5	11,9	10,7	10,6	15,9	7,7%	-5,8%	8,5%

Wydatki per capita na polskim rynku odzieży (EUR)



W 2021 roku przeciętne wydatki na odzież na osobę w Polsce wyniosły 280 EUR względem szacunkowej średniej na mieszkańca Europy na poziomie 428 EUR. Przy zakładanej dynamice wzrostu sięgną 425 EUR, tym samym zmniejszając dystans do średniej europejskiej prognozowanej na 528 EUR w 2026 r.

Struktura sprzedaży odzieży wg kanału dystrybucji



Rosnący udział sprzedaży odzieży online jest obserwowalny od wielu lat. Pandemia przyspieszyła ten proces i według Statisty udział tego kanału w 2021 roku w Polsce stanowił już 34,5% ogółu sprzedaży, wobec średniej europejskiej szacowanej na ok. 30%. Prognozuje się, że do 2025 r. udział przychodów z kanałów e-commerce istotnie zwiększy się do 47,8%. Polski rynek e-commerce można określić jako dojrzały, więc nie jest już tak skalowalny jak wcześniej.

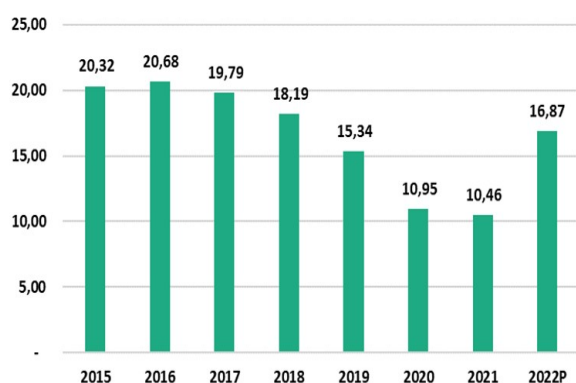
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie Statista

Branża odzieżowa

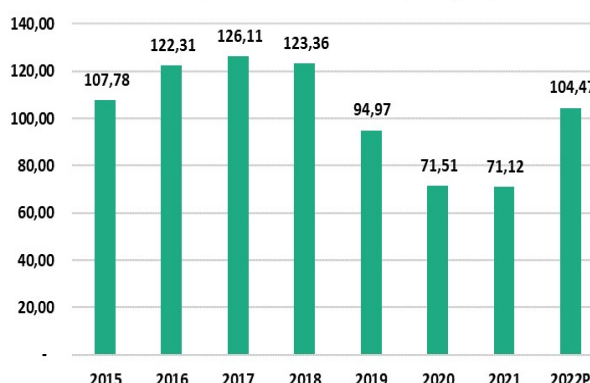
Produkcja obuwia i odzieży

Spadek bezrobocia oraz wzrost wynagrodzeń dawał nadzieję na odbudowę branży obuwniczej w Polsce. Ostatnie lata przyniosły jednak odwrócenie pozytywnego trendu. Według ekspertów Polskiej Izby Przemysłu Skórzanego plany pokrzyżowały rosnące koszty wytwarzania butów w kraju. Firmy, szukając oszczędności, ponownie zaczęły wyprowadzać produkcję poza Polskę. Potem doszła pandemia, która zahamowała popyt nie tylko w Polsce, ale i na całym świecie. Według PMR w 2020 r. sprzedaż w segmencie odzieży i obuwia spadła o ponad 16%. Od 2021 r. w tej kategorii zostało odnotowane pewne odbicie, natomiast wciąż pozostaje na poziomie niższym niż przed pandemią. Popyt na obuwiu znacząco się nie zmienił, jednak istotna jest przemiana jaka w nim nastąpiła. Pojawiła się moda na wygodne obuwiu sportowe i casualowe. Tymczasem w jego wytwarzaniu specjalizuje się Azja. Polska jest znana z produkcji skórzanych butów wyjściowych i całodziennych. Jednak takie obuwiu straciło na popularności po wybuchu pandemii w czym duża zasługa pracy zdalnej.

Produkcja odzieży w Polsce (mln sztuk)



Produkcja obuwia w Polsce (mln par)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GUS, P-Prognozy DM Banku BPS

Zapaść w polskim przemyśle odzieżowym pojawiła się w latach '90 jako efekt ustawy o swobodzie działalności gospodarczej (tzw. ustawa Wilczka) oraz zmiany upodobań modowych klientów (m.in.. Duży spadek popytu na garnitury), na co nie były przygotowane zakłady produkcyjne. Od tamtego czasu sektor próbuje się odbudować. I choć osiągnięcie dawnej pozycji w chwili obecnej wydaje się niemożliwe, w ostatnim czasie widoczny był stabilny rozwój. W 2019 roku polskie firmy wyprodukowały odzież o wartości 7,8 mld zł oraz tekstylia o wartości 14,7 mld zł, co łącznie daje 22,5 mld zł, wynika z danych GUS. W tym samym roku 43% przychodów ze sprzedaży ubrań pochodziła z eksportu. W przypadku tekstyliów było to 62%. Około 40% całej polskiej produkcji odzieży stanowi odzież korporacyjna. Polskie firmy robią stroje służbowe dla linii lotniczych, banków czy spółek komunikacyjnych, a także wytwarzają ubrania ochronne oraz mundury.

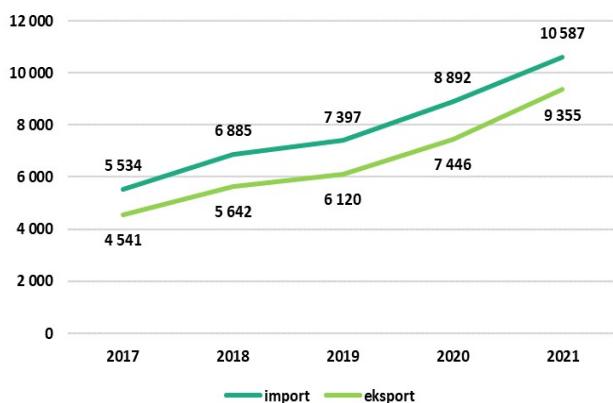
Według danych GUS na koniec grudnia 2022 w Polsce było 2746 firm produkujących obuwiu (PKD 15.20.Z), w większości są to małe i średnie przedsiębiorstwa. Ich liczba spadła o 5,5% w porównaniu z rokiem 2021 (jest to systematyczny stały spadek rok do roku). Wzrost kosztów energii, surowców oraz wynagrodzeń może tę negatywną dynamikę przyspieszyć.

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny odzieżą

Polska sprowadza najwięcej ubrań z Chin (26% importu), Bangladeszu (22%), Niemiec (9,5%), a także Indii, Wietnamu i Kambodży, wynika z najnowszych danych ITC za 2021 rok. W ubiegłym roku całkowita wartość importu ubrań z krajów nienależących do UE wyniosła ok. 9 mld euro.

Handel zagraniczny odzieżą (mln EUR)

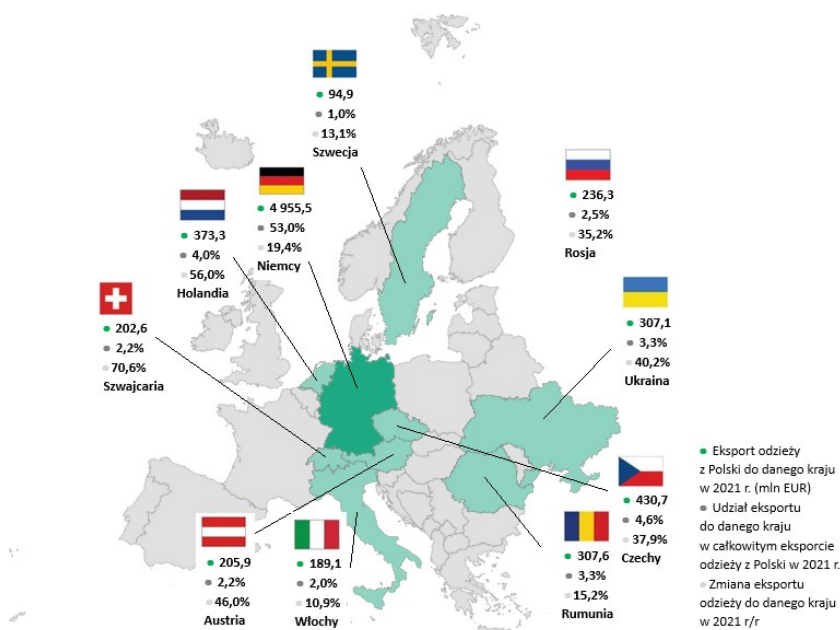


Najwięksi dostawcy odzieży

Kraj	mln EUR	udział	2021 r/r
Chiny	2 742,7	25,9%	11,5%
Bangladesz	2 301,1	21,7%	27,2%
Niemcy	1 004,2	9,5%	-5,2%
Turcja	1 003,0	9,5%	43,6%
Mjanma	382,5	3,6%	46,1%
Kambodża	378,0	3,6%	38,8%
Indie	355,4	3,4%	11,2%
Pakistan	350,8	3,3%	47,3%
Wietnam	290,6	2,7%	21,1%
Włochy	208,5	2,0%	20,0%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Import obuwia do Polski zanotował w latach 2017- 2020 średni wzrost o 17,6% rocznie do prawie 3,2 mld EUR. W przeciwieństwie do odzieży w trakcie pandemii COVID-19 w 2020 r. nastąpił istotny spadek dynamiki importu do Polski do 6% r/r w 2020 oraz 9% r/r w 2021 roku. Część tych towarów została następnie wyeksportowana. W strukturze polskiego importu obuwia dominującą pozycję zajmują Chiny (z udziałem wynoszącym 32,0%), kolejnym krajem są Niemcy (15,3%) oraz Wietnam (14,3%).



Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 53,0 % polskiego eksportu odzieży. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Holandia i Rumunia, które nabyły łącznie 11,9% eksportowanej przez Polskę odzieży. Na 10 największych rynków docelowych polskiej branży odzieżowej trafiło 78,1% naszego eksportu tych towarów w 2021 r.

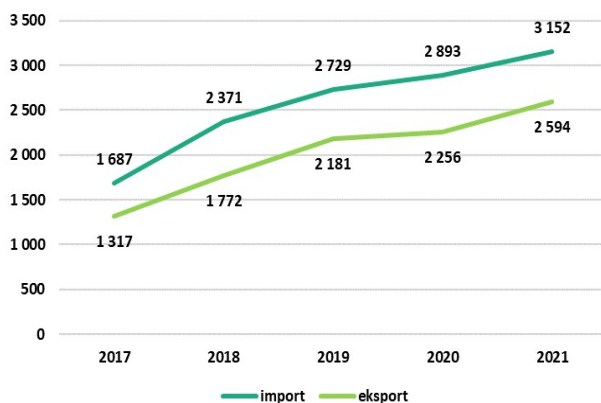
Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Branża odzieżowa

Handel zagraniczny obuwiami

Podobnie jak w przypadku odzieży Polska sprowadza najwięcej obuwia z Chin (32% importu). Na dalszych miejscach są Niemcy (15,3%) i Wietnam (14,3%) oraz Włochy i Indonezja.

Handel zagraniczny obuwiami (mln EUR)

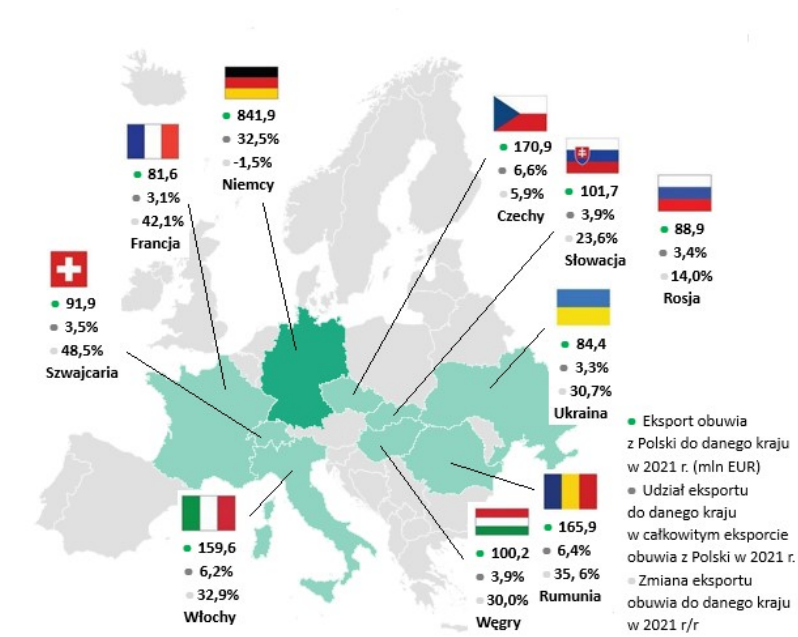


Najwięksi dostawcy obuwia

Kraj	mln EUR	udział	2021 r/r
Chiny	1 007,4	32,0%	29,8%
Niemcy	482,7	15,3%	-12,0%
Wietnam	450,1	14,3%	6,9%
Włochy	162,3	5,1%	23,0%
Indonezja	154,9	4,9%	21,5%
Indie	129,0	4,1%	10,7%
Bangladesz	89,8	2,8%	-13,6%
Holandia	71,5	2,3%	51,1%
Kambodża	55,5	1,8%	-6,4%
Belgia	46,6	1,5%	-6,0%

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Import obuwia do Polski zanotował w latach 2017- 2020 średni wzrost o 17,6% rocznie do prawie 3,2 mld EUR. W przeciwieństwie do odzieży w trakcie pandemii COVID-19 w 2020 r. nastąpił istotny spadek dynamiki importu do Polski do 6% r/r w 2020 oraz 9% r/r w 2021 roku. Część tych towarów została następnie wyeksportowana. W strukturze polskiego importu obuwia dominującą pozycję zajmują Chiny (z udziałem wynoszącym 32,0%), kolejnym krajem są Niemcy (15,3%) oraz Wietnam (14,3%).



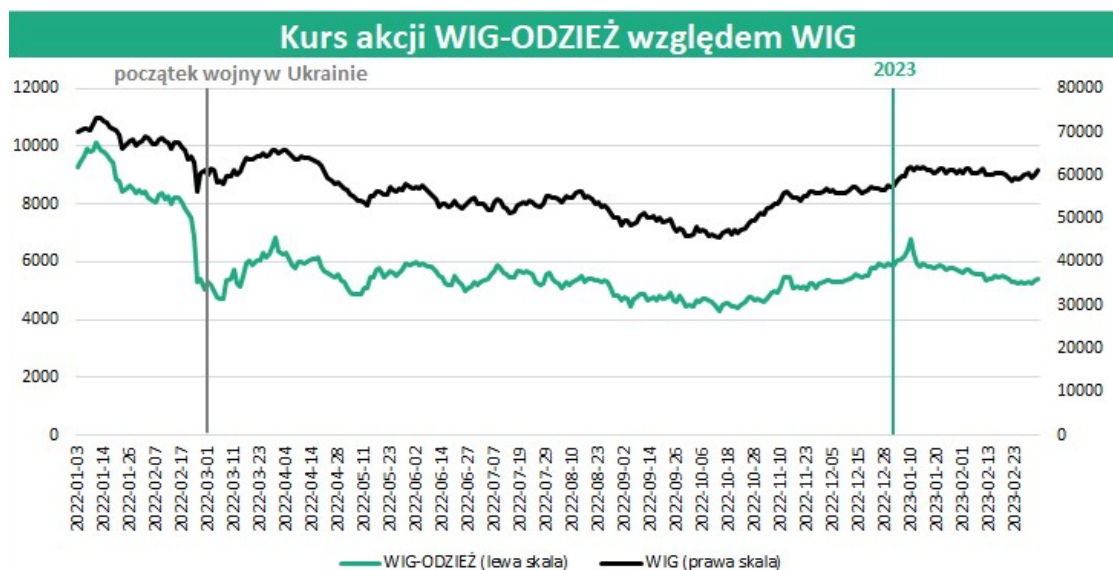
Głównymi kierunkami eksportowymi dla polskich producentów w 2021 r. były kraje europejskie. Od lat największym odbiorcą są Niemcy, do których w 2021 r. trafiło 32,5% polskiego eksportu obuwia. Trzej kolejni odbiorcy w 2021 r. to: Czechy, Rumunia i Włochy, które nabyły łącznie 19,1% eksportowanego przez Polskę obuwia. Na 10 największych rynków docelowych polskiej branży obuwniczej trafiło 72,7% naszego eksportu tych towarów w 2021 r.

Źródło: Opracowanie DM Banku BPS na podstawie International Trade Center

Spółki odzieżowe w Polsce

Zachowanie kursu akcji w 2022 r.

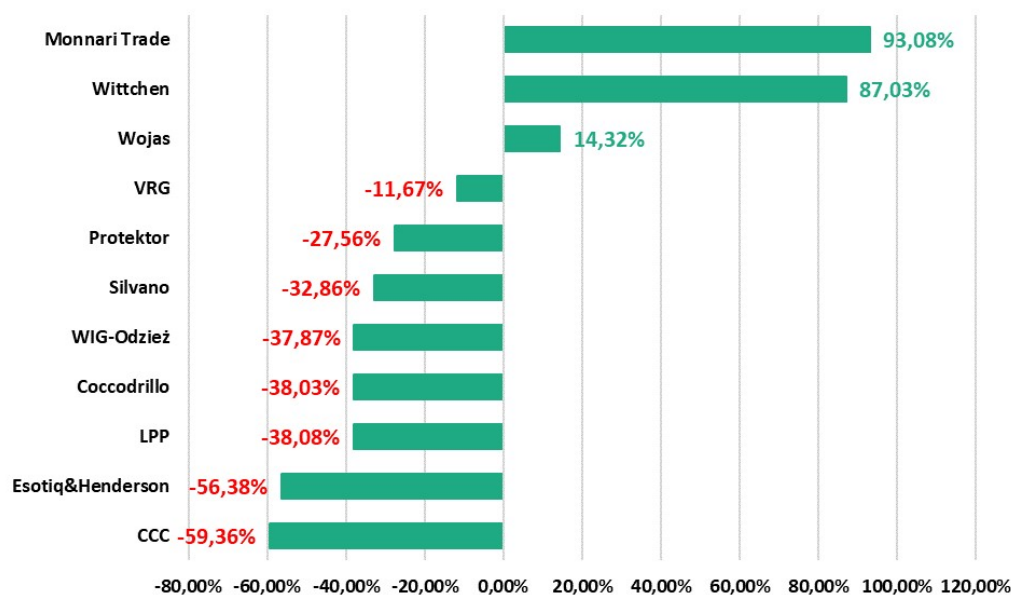
Stopa zwrotu indeksu WIG-Odzież w 2022 r. była ujemna i wyniosła 37,9%. Z uwagi na fakt, że największy udział w indeksie mają akcje LPP (80,5%), zachowanie indeksu w znacznym stopniu było zdeterminowane kursem LPP, a ten znajdował się pod negatywnym wpływem inwazji Rosji na Ukrainę. Spadek notowań widoczny był przede wszystkim w I kwartale 2022, aczkolwiek trend spadkowy utrzymany został do października. Następnie korekta wzrostowa umożliwiła chwilowe odbicie notowań. Niemniej jednak od początku 2023 r. kurs znajduje się ponownie w trendzie spadkowym.



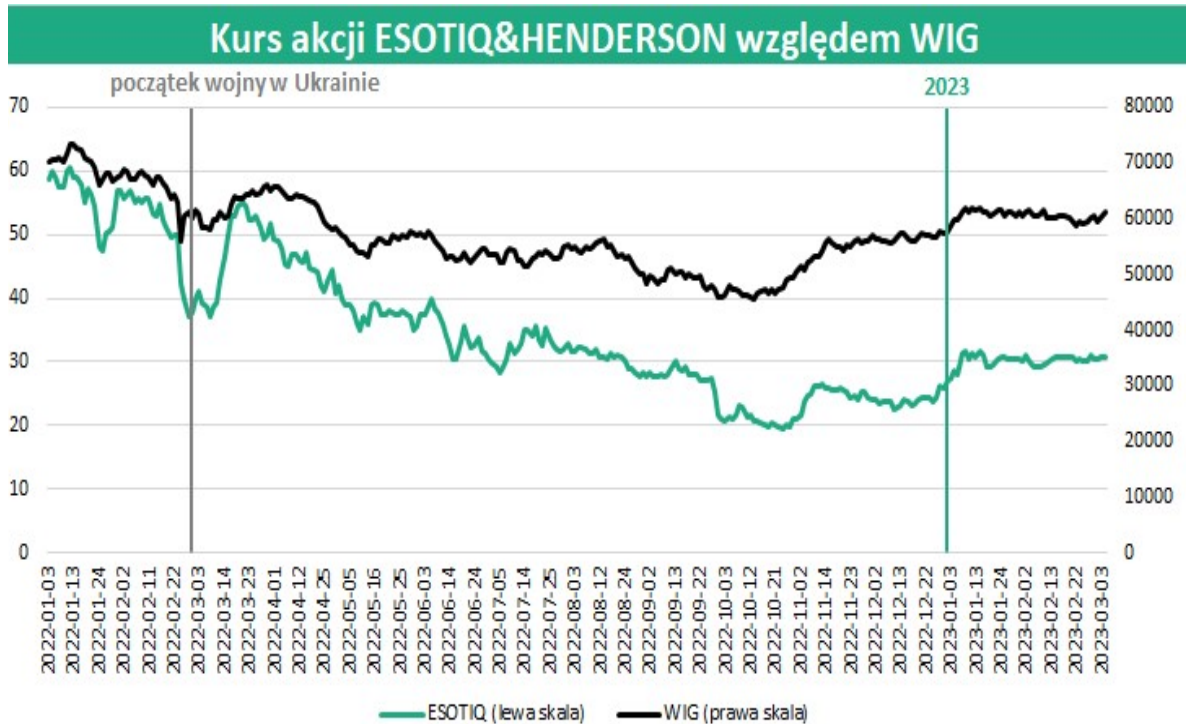
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Mimo spadkowego trendu w skali całego 2022 r., część spółek wypracowała dodatnie i imponujące jak na całą branżę i rynek wzrosty.

Stopa zwrotu w 2022 r. w wybrane Spółki z WIG-ODZIEŻ



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie GPW

Spółka zajmuje się projektowaniem, produkcją i sprzedażą produktów odzieżowych (głównie bielizny) i kosmetycznych. Sprzedaż prowadzona jest poprzez sklepy własne i franczyzowe oraz online przede wszystkim w Polsce, ale także na Ukrainie oraz w większości krajów europejskich. Inwazja Rosji na Ukrainę początkowo spowodowała spadki notowań, ale z uwagi na fakt, że kierunek wschodni stanowił mniej niż 2 proc. ogółu przychodów, kurs szybko powrócił do poziomów sprzed wojny. Samo wycofanie z rynku rosyjskiego oraz czasowe zawieszenie sprzedaży na rynku ukraińskim nie miało istotnego wpływu na wyniki Spółki. Ważnym katalizatorem sprzedaży było natomiast stworzenie wspólnie z partnerami zewnętrznymi sklepu internetowego, Vosedo, będącego multibrandową platformą sprzedaży, w którego ofercie znajdują się produkty marek bielizny, homewear, beachwear, kosmetyków, perfum, rajstop, skarpet i akcesoriów. W grudniu z inwestycji wycofał się jeden z zewnętrznych partnerów, Oponeo.pl, co oznacza, że sprzedaż online poprzez platformę będzie w jeszcze większym stopniu wpływała na stronę przychodową Spółki. Esotiq & Henderson zdecydował o wypłacie dywidendy za 2021 r. w wysokości 2 zł na akcję, co w dniu ustalenia dywidendy, dało umiarkowanie wysoką stopę dywidendy na poziomie 6 proc. Stopa zwrotu w akcje w 2022 r. była ujemna i finalnie wyniosła minus 56,4%. Po krótkich wzrostach na początku 2023 r. obecnie notowania Spółki znajdują się w konsolidacji, mimo to kurs wzrósł o 12,3%.

Esotiq & Henderson



Na poziomie przychodów wyniki za 2022 r. oceniamy jako dobre. Po trzech kwartałach 2022 Esotiq & Henderson wypracował sprzedaż w wysokości 181,6 mln zł, co oznacza wzrost o 17,4% r/r. Wstępne dane za IV kwartał sugerują dalszą poprawę – przychody wzrosły o 15% do 58,8 mln zł. Według naszych wyliczeń **marża brutto na sprzedaży w całym 2022 r. była niższa niż rok wcześniej** o 2,5 p.p. i wyniosła 62,6 proc. Zysk operacyjny, po 3 kwartałach spadł o 35,2% r/r do 11,4 mln zł, zaś zysk netto był mniejszy niż rok wcześniej o 42,2% i wyniósł 9,2 mln zł. Spadki zysków wynikają częściowo z wysokiej bazy porównawczej, jaką stanowił udany rok 2021 dla Spółki.

Mimo słabszych wyników na poziomie zysków, **fundamenty Spółki wciąż są solidne**, stopa zadłużenia na koniec 3. kwartału znajdowała się na bezpiecznym poziomie 0,54. Na koniec września Esotiq & Henderson dysponował środkami pieniężnymi w wysokości 4,8 mln zł, co **zapewnia płynność również na bezpiecznym poziomie**. (płynność bieżąca była powyżej wartości referencyjnych i wyniosła 2,5).

W naszej ocenie, **strona przychodowa Spółki wciąż wykazuje potencjał do wzrostów**, wyzwanie stanowić będą jednak wysokości zysków na wszystkich poziomach.

tys. PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018
EBITDA	27 951	23 195	34 371	37 803	39 947
<i>marża EBITDA</i>	11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%
EBIT	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217
Zysk netto	8 500	5 090	13 377	14 888	15 984
Kapitał własny	79 179	78 221	86 371	94 035	102 431
Dług netto	33 879	46 606	46 084	40 768	36 616
P/E	4,0	7,7	12,8	4,9	4,4
P/BV	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	3,5	4,8	3,2	2,8	2,5
EPS	3,8	2,3	6,0	6,7	7,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

13.03.2023 08:30

Dane podstawowe

Rekomendacja	KUPUJ
Cena docelowa [PLN]	47,2
Wycena DCF [PLN]	35,1
Wycena porównawcza [PLN]	66,2
Cena rynkowa [PLN]	29,2
Pot.wzrostu/spadku [%]	61,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	65,2
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 Europy.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze

	[%]
Jawoszek Mariusz	40,5
Esotiq&Henderson SA	11,3

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
Rozwój sieci sprzedażowej	Ryzyko recesji
Konkurencyjna oferta	Presja kosztowa

WYCENA

Do wyceny 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 obuwniczej i odzieżowej. Średnia wycena na dzień 13.03. oszacowana została na poziomie 42,9 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji na 35,1 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 66,2 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	35,1
Wycena Porównawcza	0,25	66,2
Cena wynikowa na dzień 13.03.2023		42,9
Cena docelowa na koniec 2023		47,2

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

ZAŁOŻENA DO WYCENY

Rok 2021 był bardzo udany dla Spółki, ale wynikało to głównie z kilku pozytywnych czynników (relatywnie silny kurs złotego oraz niska presja inflacyjna), których powtórzenie w 2022 r. nie było możliwe i, w naszej ocenie, nie będzie w 2023 r.. Rozwój sprzedaży zakładamy w każdym segmencie, przy czym najwyższą dynamikę widzimy w kanale online, w tym poprzez platformę Vosedo.com, z realizacji której w grudniu 2022 wycofała się spółka Opono.pl. Uważamy, że wzrosty przychodów będą w znacznej mierze napędzane inflacją, stąd najwyższej dynamiki upatrujemy w roku 2023. W latach następnych wzrost sprzedaży będzie wykazywał tendencję malejącą. O ile na poziomie przychodów zakładamy wyższe wartości niż w latach ubiegłych, to na poziomie zysków spodziewamy się gorszych wyników niż rok wcześniej. Wzrosty sprzedaży oraz rozwój technologii RFID, przełoży się na wyższe wartości rocznych CAPEX-ów. W prognozach zakładamy także wypłatę dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZA z lutego br. W prognozach zakładamy także wypłatę dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZ z lutego br. dywidend w każdym roku oraz skup akcji zgodnie z decyzją NWZ z lutego br.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do czterech spółek z branży obuwniczej i odzieżowej. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2022-24 (P/E, P/BV, EV/EBITDA) dla spółek porównywalnych i Esotiq & Henderson, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
LPP	15,8	14,6	11,3	4,6	3,9	3,2	8,5	6,8	5,6
CCC	-	-	74,4	2,3	3,7	2,9	9,3	7,2	5,7
VRG	9,7	8,6	7,7	0,8	0,7	0,7	5,3	5,0	4,2
Wittchen	6,0	5,8	5,8	1,8	1,6	1,4	3,9	3,9	3,8
Średnia	10,5	9,7	24,8	2,4	2,5	2,1	6,8	5,7	4,8
Mediana	9,7	8,6	9,5	2,1	2,7	2,2	6,9	5,9	4,9
Esotiq & Henderson	12,8	4,9	4,4	0,7	0,6	0,6	4,7	3,2	2,7
Implikowana wycena (tys. PLN)	49 405	115 258	141 423	161 738	230 087	204 155	118 617	160 363	148 737
Wycena 1 akcji (PLN)	66,2								

Źródło: Bloomberg, PAP, DM Banku BPS SA, Spółka, P—prognozy

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	173 737	205 852	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018
Koszty własny sprzedaży	-66 356	-72 140	-89 975	-104 809	-106 539	-112 931	-119 707
Zysk brutto na sprzedaży	107 381	133 712	150 414	157 214	173 826	184 256	195 311
Koszty sprzedaży	-80 791	-92 758	-117 790	-128 391	-134 575	-142 649	-151 208
Koszty zarządu	-18 643	-20 071	-26 443	-28 823	-29 438	-29 719	-31 502
Zysk/strata ze sprzedaży	7 947	20 883	6 181	0	9 813	11 887	12 601
Pozostałe przychody operacyjne	3 089	6 221	7 265	7 919	8 473	8 981	9 520
Pozostałe koszty operacyjne	-723	-1 051	-904	-904	-904	-904	-904
Wynik na aktywach niefinansowych	-2 498	-3 322	-130	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	7 815	22 731	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217
Przychody finansowe	27	41	5 051	2 546	3 799	3 172	3 485
Koszty finansowe	-2 577	-2 095	-3 042	-2 569	-2 805	-2 687	-2 746
Różnice kursowe	613	25	-1 175	0	0	0	0
Wynik na inwestycjach			-2 467				
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych			0	0	0	0	0
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć			0	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	5 878	20 702	10 908	6 992	18 375	20 450	21 956
Podatek dochodowy	-2 035	-4 369	-2 409	-1 902	-4 998	-5 562	-5 972
Zysk/strata netto	3 843	16 333	8 500	5 090	13 377	14 888	15 984

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

BILANS (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	143 522	153 528	169 824	177 671	190 736	198 048	204 340
Aktywa trwałe	81 850	69 505	64 284	63 358	62 526	61 787	61 140
Rzeczowe aktywa trwałe	14 509	12 318	13 343	14 010	14 711	15 446	16 219
Wartości niematerialne i prawne	20 896	19 976	19 173	18 214	17 304	16 438	15 617
Wartość firmy	40	40	40	40	40	40	40
Nieruchomości inwestycyjne	-	-	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	41 643	32 442	30 309	29 703	29 109	28 527	27 956
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 001	1 279	1 418	1 390	1 362	1 335	1 308
Pozostałe aktywa długoterminowe	-	-	-	-	-	-	-
Aktywa obrotowe	61 672	84 023	105 540	114 314	128 210	136 262	143 200
Zapasy	38 876	59 473	68 201	87 697	98 559	101 648	107 221
Należności handlowe	12 824	15 209	17 752	19 350	20 704	21 947	23 263
Pożyczki i pozostałe należności	680	588	634	611	623	617	620
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050	12 096
PASYWA	143 522	153 528	169 824	177 671	190 736	198 048	204 340
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	56 637	63 794	79 179	78 221	86 371	94 035	102 431
Kapitał podstawowy	224	224	224	224	224	224	224
Akcje/udziały własne	-	2 501	-	14 872	-	26 872	-
Kapitał zapasowy	53 925	55 603	68 600	68 600	68 600	68 600	68 600
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	4 989	20 663	25 227	28 269	40 419	52 083	64 479
Udziały niekontrolujące	-	2 621	-	3 824	-	3 824	-
Zobowiązania długoterminowe	41 158	32 960	41 806	45 331	47 826	38 203	41 835
Długoterminowe kredyty i pożyczki	36 954	29 004	40 318	43 250	46 398	36 799	40 702
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 724	3 715	1 488	2 081	1 428	1 403	1 132
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	480	241	241	241	241	241	241
Zobowiązania krótkoterminowe	48 348	60 598	52 664	57 943	60 363	69 634	63 898
Zobowiązania z tytułu instrumentów pochodnych	-	15	-	-	-	-	-
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	19 070	15 643	12 514	10 012	8 009	16 018	8 009
Zobowiązania handlowe	20 224	32 151	27 993	35 776	40 198	41 460	43 732
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	474	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046	3 046
Rezerwy	464	494	494	494	494	494	494
Pozostałe zobowiązania	7 495	8 616	8 616	8 616	8 616	8 616	8 616

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	29 067	23 936	10 095	9 202	23 999	30 993	31 479
Przepływy inwestycyjne	-2 180	-2 280	-6 418	-4 925	-6 906	-9 681	-13 565
Przepływy finansowe	-22 242	-22 164	6 523	-16 574	-15 425	-17 586	-17 868
Przepływy pieniężne netto	4 645	-508	10 200	-12 297	1 668	3 726	46
Środki pieniężne na początek okresu	4 616	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050
Środki pieniężne na koniec okresu	9 261	8 753	18 953	6 656	8 324	12 050	12 096

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

WYCENA DCF

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	205 852	240 388	262 023	280 365	297 186	315 018	315 805
EBITDA	22 731	27 951	23 195	34 371	37 803	39 947	21 323
EBIT	22 731	12 541	7 015	17 382	19 965	21 217	21 270
CIT	21,1%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%	27,2%
NOPLAT		9 130	5 107	12 654	14 534	15 446	15 484
Amortyzacja		15 410	16 180	16 989	17 839	18 731	18 731
CAPEX		-3 539	-4 955	-6 936	-9 711	-13 595	-13 595
Inwestycje w kapitał obrotowy		15 475	13 288	7 807	3 063	4 620	4 620
FCFF		5 526	3 045	14 900	19 599	15 961	15 961
WACC		12,7%	12,3%	11,9%	11,4%	10,8%	10,8%
DCFF		4 904	2 415	10 632	12 746	9 577	
Suma DCF		40 275,2					
Wartość rezydualna (TV)		151 937,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		82 316,1					
Udział zdyskontowanej TV w EV		67,1%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		122 591,3					
Środki pieniężne na 13.03.2023		9 081,7					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.03.2023		53 177,0					
Dług netto na 13.03.2023		44 095,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		78 496,0					
Liczba akcji (tys.)		2 234					
Cena 1 akcji (PLN)		35,1					
Przychody zmiana r/r		16,8%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%	
EBIT zmiana r/r			-44,1%	147,8%	14,9%	6,3%	
FCF zmiana r/r			-44,9%	389,4%	31,5%	-18,6%	
Marża EBITDA		11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%	
Marża EBIT		5,2%	2,7%	6,2%	6,7%	6,7%	
Marża NOPLAT		3,8%	1,9%	4,5%	4,9%	4,9%	
CAPEX/Przychody		1,5%	1,9%	2,5%	3,3%	4,3%	
CAPEX/Amortyzacja		23,0%	30,6%	40,8%	54,4%	72,6%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

	stopa wzrostu po okresie prognozy							
	-0,05%	0,05%	0,15%	0,25%	0,35%	0,45%	0,55%	
	8,8%	42,3	42,8	43,3	43,8	44,4	44,9	45,5
	9,3%	39,9	40,4	40,8	41,3	41,8	42,3	42,8
	9,8%	37,8	38,2	38,6	39,0	39,5	39,9	40,4
	10,3%	35,9	36,2	36,6	37,0	37,4	37,8	38,2
zmiana WACC dla TV	10,8%	34,1	34,5	34,8	35,2	35,5	35,9	36,2
	11,3%	32,6	32,9	33,2	33,5	33,8	34,1	34,5
	11,8%	31,1	31,4	31,7	32,0	32,3	32,6	32,9
	12,3%	29,8	30,0	30,3	30,6	30,8	31,1	31,4
	12,8%	28,5	28,8	29,0	29,3	29,5	29,8	30,0

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

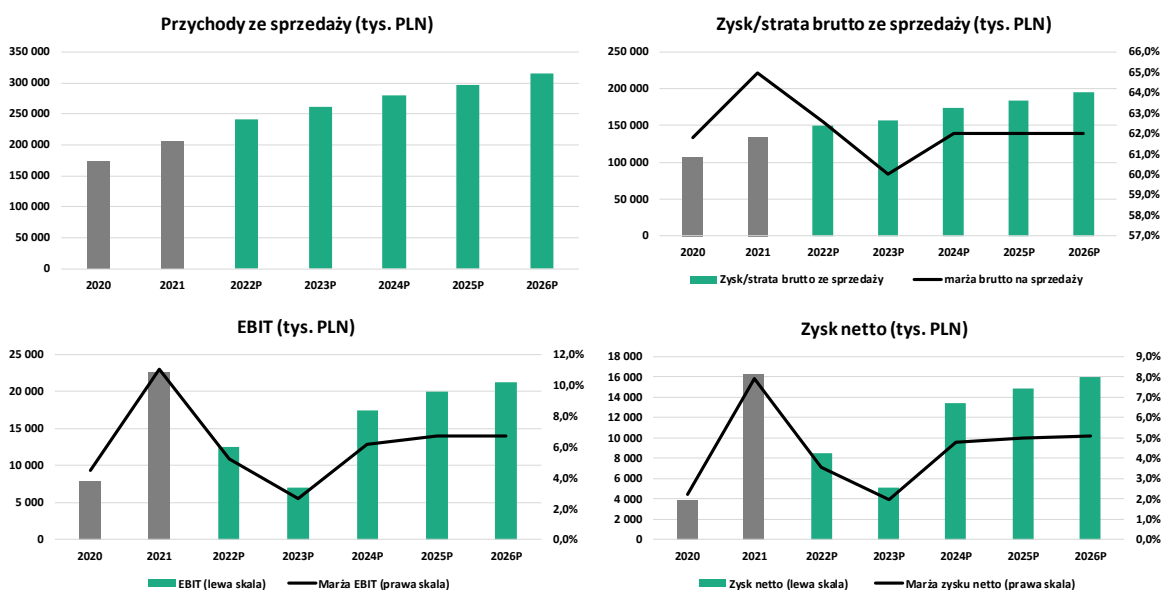
ZAŁOŻENIA DCF:

- Beta na poziomie: 0,66 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG w okresie 01.2020-02.2022).
- Premia za ryzyko: 7,40%
- Stopa wolna od ryzyka: 6,11%, zakładamy spadek o 0,5 pp r/r w 2025 roku i w latach następnych
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- Zakładamy wypłatę dywidendy oraz skup akcji w całym okresie prognozy

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

DANE FINANSOWE	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-3,4%	18,5%	16,8%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	4,7%	64,6%	-25,3%	-17,0%	48,2%	10,0%	5,7%
EBIT (zmiana, r/r)	-11,0%	190,9%	-44,8%	-44,1%	147,8%	14,9%	6,3%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-0,7%	325,0%	-48,0%	-40,1%	162,8%	11,3%	7,4%
Marża brutto na sprzedaży	61,8%	65,0%	62,6%	60,0%	62,0%	62,0%	62,0%
Marża EBITDA	13,1%	18,2%	11,6%	8,9%	12,3%	12,7%	12,7%
Marża EBIT	4,5%	11,0%	5,2%	2,7%	6,2%	6,7%	6,7%
Marża brutto	3,4%	10,1%	4,5%	2,7%	6,6%	6,9%	7,0%
Marża netto	2,2%	7,9%	3,5%	1,9%	4,8%	5,0%	5,1%
COGS / Przychody	38,2%	35,0%	37,4%	40,0%	38,0%	38,0%	38,0%
SG&A / Przychody	59,9%	48,3%	46,9%	55,0%	56,1%	55,2%	54,7%
SG&A / COGS	156,9%	137,8%	125,4%	137,6%	147,6%	145,2%	144,0%
ROE	6,8%	25,6%	10,7%	6,5%	15,5%	15,8%	15,6%
ROA	2,7%	10,6%	5,0%	2,9%	7,0%	7,5%	7,8%
Dług (tys. PLN)	56 024	44 647	52 832	53 262	54 407	52 818	48 711
D/(D+E)	0,50	0,41	0,40	0,41	0,39	0,36	0,32
D/E	0,99	0,70	0,67	0,68	0,63	0,56	0,48
EV (tys. PLN)	18 455	29 324	31 339	18 612	19 134	24 450	28 602
Dług / EV	3,04	1,52	1,69	2,86	2,84	2,16	1,70
CAPEX / Przychody	1,36%	1,39%	1,47%	1,89%	2,47%	3,27%	4,32%
CAPEX / Amortyzacja	15,8%	19,5%	23,0%	30,6%	40,8%	54,4%	72,6%
Amortyzacja / Przychody	8,6%	7,1%	6,4%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%
Zmiana KO / Przychody	-4,7%	5,3%	6,4%	5,1%	2,8%	1,0%	1,5%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, Spółka, P– Prognozy DM Banku BPS

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 zdyskontowane 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.

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżyniersko – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

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.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „kupuj” oznacza fundamentalnie niedowartościowany - prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „trzymaj” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony - prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „sprzedaj” oznacza fundamentalnie przewartościowany - prognozowanie spadku ponad 10%

Informacje i zastrzeżenia prawne

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 13 marca 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 marca 2023 roku, 8:45

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

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 opracowania, lub jego zleceniodawców.

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.

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:
<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/rekomendacje>

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. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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 z ostatnich 12-stu miesięcy

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	24.03.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
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



Dom Maklerski Banku BPS SA

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,
tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556
www.dmbps.pl
dm@dmbps.pl

Sporządzone przez Departament Analiz:

Tomasz Czarnecki, MPW
Dyrektor Departamentu Analiz
tomasz.czarnecki@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 542

Jacek Borawski
Analityk Techniczny

Artur Wizner, MPW
Analityk
artur.wizner@dmbps.pl
tel.: (22) 53 95 548

Dr Łukasz Bryl
Analityk
lukasz.bryl@dmbps.pl
tel.: 785 500 874

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

Andrzej Maliszewski, MPW
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
andrzej.maliszewski@dmbps.pl
tel.: +48 (22) 53-95-521

Krzysztof Jeż, MPW
krzysztof.jez@dmbps.pl
tel.: + 48 (22) 53 95 559

Dariusz Stasiak, MPW
Z-ca-Dyrektora Departamentu Sprzedaży
dariusz.stasiak@dmbps.pl
tel.: +48 (22) 53 95 084

Lech Kucharski, MPW
lech.kucharski@dmbps.pl
tel.: + 48 (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

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Dług netto – suma zobowiązań oprocentowanych pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją.
EV – (wartość ekonomiczna; EV= MC + dług netto) suma kapitalizacji i długu netto
Marża brutto na sprzedaży – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży
Marża EBIT – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) relacja zysk z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży
Marża EBITDA – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości ekonomicznej (suma kapitalizacji i długu netto)
MC/EBIT – iloraz kapitalizacji (iloczyn kursu akcji i liczby akcji) oraz zysku z działalności operacyjnej
MC/S – iloraz kapitalizacji (liczba wyemitowanych akcji razy kurs akcji) i przychodów ze sprzedaży
P/E – (Cena/Zysk) relacja kursu akcji do rocznego zysku netto przypadającego na akcję
P/BV – (Cena/Wartość Księgową) relacja kursu akcji do wartości księgowej przypadającej na akcję
P/CF – (Cena/(zysk netto + amortyzacja)) relacja kursu akcji do sumy przypadającego na akcję zysku netto i amortyzacji
Stopa dywidendy – (DY) dywidenda na akcję podzielona przez kurs akcji
Wskaźnik wypłaty dywidendy – (D/E) relacja dywidenda przypadająca na akcję do zysku na akcję
Wskaźnik pokrycia dywidendy – (E/D) relacja zysku na akcję do dywidendy na akcję

Opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek szczególnych zamierzeń inwestycyjnych, szczególnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani szczególnych potrzeb czy zgoda potencjalnych odbiorców. Opracowanie publikowane jest w celach wyłącznie informacyjnych lub marketingowych i nie powinno być interpretowane jako (1) osobista rekomendacja, (1) porada inwestycyjna, prawna, lub innego typu, ani jako (2) zachęta do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób, bądź (4) ocena lub zapewnienie opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe objęte opracowaniem. W szczególności opracowanie nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu 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, bądź „rekomendacji” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności na podstawie ogólnodostępnych informacji, w dniu publikacji opracowania, pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje ich kompletności, prawdziwości lub dokładności.

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 tych decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie powinno być interpretowane jako oświadczenie ani gwarancja (zarówno wyrażna, jak i implikowana) w zakresie generowania zysku z tytułu prezentowanej strategii inwestycyjnej.

Inwestowanie na rynku kapitałowym wiąże się z możliwością utraty części lub całości zainwestowanego kapitału. Szczegółowe informacje o ryzykach związanych z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępne są na stronie internetowej DMBPS: www.dmbps.pl w zakładce Regulacje i dokumenty.

Dom Maklerski Banku BPS S.A., jego akcjonariusze lub pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje powstałe w wyniku transakcji zawartych na instrumentach z rynków OTC lub innych instrumentach finansowych wymienionych w opracowaniu. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

*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 (Dz. U. 2019 poz. 1231)**.*