

bdm
Dom Maklerski BDM S.A.
ANSWEAR.COM
RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Answear.com od zalecenia KUPUJ, wyznaczając cenę docelową na poziomie 37,9 PLN/akcję. Obserwowane w latach 2023 i 2024 pogorszenie wyników wynikało głównie ze zmiany pozycjonowania spółki i przejścia w stronę marek premium. Spowodowało to utratę części klientów, szukających marek budżetowych, oraz konieczność przeprowadzenia akcji marketingowych, skierowanych do klientów marek premium, pokazujących nowy asortyment spółki. Od 4Q'24 widoczna jest poprawa wyników i stopniowe odbudowywanie rentowności.

Answear.com działa w branży odzieżowej, głównie w segmencie online. Razem z przejętą w 2023 r. marką PRM, skupia się na sprzedaży światowych marek z segmentu premium i high end. Spółka działa na 12 rynkach w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a poprzez kanały, w których przed przejęciem działała PRM, jest obecna też na innych rynkach UE i w USA. Dostawy na wszystkie rynki są obsługiwane za pomocą jednego magazynu, mieszczącego się pod Krakowem. Spółka prowadzi sprzedaż za pomocą własnych platform internetowych oraz aplikacji mobilnych. Posiada także markę własną Answear LAB, która pozostaje w niższym segmencie cenowym, jednak skupia się na tworzeniu jakościowej odzieży.

W średnim okresie spodziewamy się dwucyfrowych wzrostów sprzedaży. W naszej ocenie widoczna będzie istotna różnica w tempie rozwoju obu brandów. Młodsza marka – PRM – powinna rozwijać się znacznie szybciej ze względu na budującą się jeszcze bazę klientów oraz pozycję na rynku. W ofercie PRM znajdziemy głównie obuwie, jednak spółka pracuje nad rozbudowaniem portfolio produktowego w odzieży i akcesoriach, co w długim okresie powinno rozszerzyć grupę docelową. Answear.com również jest jeszcze w okresie zdobywania nowych klientów po zakończonym procesie premiumizacji, jednak jest to marka bardziej dojrzała i rozpoznawalna.

Przejście do segmentu premium skutkuje wzrostem rentowności biznesu. Wyższa średnia wartość koszyka w jednym zamówieniu sprzyja optymalizacji kosztów logistyki. Koszty dostawy są takie same bez względu na wartość sprzedanych produktów, dlatego wzrasta rentowność jednostkowego zamówienia.

Spółka buduje także świadomość klientów, walcząc o pozycję love brandu. W bezpośredniej komunikacji pomagają concept store'y, mieszczące się w Fabryce Norblina w Warszawie. Jest to miejsce, w którym spółka prowadzi sprzedaż stacjonarną, a marki mają możliwość ekspozycji swoich kolekcji. W salonach tych spółka organizuje wydarzenia kulturalne przy współpracy z markami, co uatrakcyjnia doświadczenia zakupowe i pomaga w budowaniu społeczności.

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	973,4	1 260,1	1 508,6	1 761,1	1 997,3	2 246,4
EBIT [mln PLN]	48,7	40,2	12,0	55,9	78,2	88,5
EBITDA [mln PLN]	61,8	56,7	34,4	80,2	101,2	111,5
Wynik netto [mln PLN]	25,9	20,4	-10,0	25,7	43,4	53,8
P/E	19,3	25,8	-52,5	20,5	12,2	10,0
P/BV	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
EV/EBIT	13,6	17,8	61,5	13,3	9,3	8,3
EV/EBITDA	10,7	12,6	21,4	9,3	7,2	6,5

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

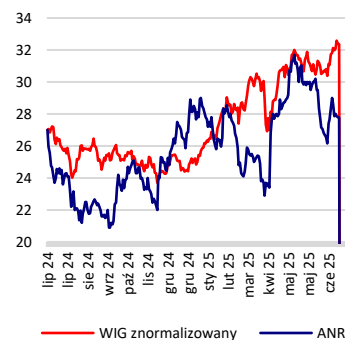
Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ
(RAPORT INICJUJĄCY)
WYCENA 37,9 PLN
8 LIPCA 2025, 08:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	37,2
Wycena porównawcza [PLN]	38,7
Wycena końcowa [PLN]	37,9
Potencjał do wzrostu / spadku	36,6%
Koszt kapitału	14,4%
Cena rynkowa [PLN]	27,8
Kapitalizacja [mln PLN]	526,7
Ilość akcji [mln. szt.]	19,0*
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	31,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,9
Stopa zwrotu za 3 mc	18,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	16,1%
Akcjonariat (% głosów):	
KB&F Fundacja Rodzinna	43,3%
AB&F Fundacja Rodzinna	14,4%
MCI.PV	4,8%
Pozostali	37,4%

* obecna liczba akcji (program motywacyjny zakłada emisję jeszcze max 510 tys. akcji)

Anna Tobiasz, DI
anna.tobiasz@bdm.pl
tel. (+48) 666 073 972
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



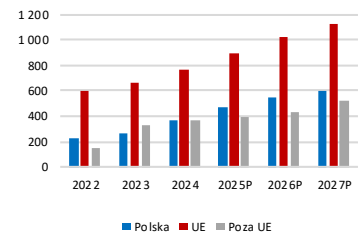
SPIS TREŚCI

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
DWA BRANDY, DWIE PRĘDKOŚCI ROZWOJU	4
PREMIUMIZACJA OFERTY SPOSOBEM NA ZWIĘKSZENIE RENTOWNOŚCI	5
LOJALNOŚĆ KLIENTÓW	7
CONCEPT STORES – BUDOWANIE SPOŁECZNOŚCI	8
SEZONOWOŚĆ SPRZEDAŻY	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
MODEL BIZNESOWY	14
PODSTAWOWE INFORMACJE O SPÓŁCE	14
MODEL OPERACYJNY	16
STRATEGIA ROZWOJU	17
PROGRAM MOTYWACYJNY	17
STRUKTURA AKCJONARIATU	18
POLITYKA DYWIDENDOWA	18
OTOCZENIE RYNKOWE	19
INFLACJA KONSUMENCKA	19
INDEKS NASTROJÓW KONSUMENTÓW	19
SPRZEDAŻ DETALICZNA	20
WZROST ZAMOŻNOŚCI W KRAJACH EUROPEJSKICH	20
RYNEK ODZIEŻY I OBUWIA W EUROPIE	21
RYNEK E-COMMERCE W POLSCE	22
RYNEK E-COMMERCE W EUROPIE	23
PROGNOZA NA 2Q'25 I KOLEJNE OKRESY	24
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	25

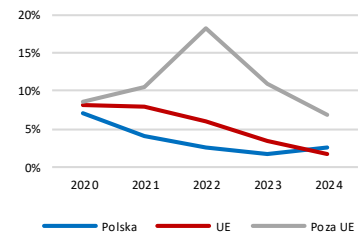
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	683,5	973,4	1 260,1	1 508,6	1 761,1	1 997,3	2 246,4
Answear.com	683,5	972,1	1 217,2	1 367,2	1 581,3	1 786,8	2 001,3
PRM	0,0	0,0	36,6	140,3	179,9	210,4	245,2
EBIT	36,4	48,7	40,2	12,0	55,9	78,2	88,5
EBITDA	46,3	61,8	56,7	34,4	80,2	101,2	111,5
Zysk brutto	30,3	33,2	25,9	-11,1	32,7	54,6	67,6
Zysk netto	22,9	25,9	20,4	-10,0	25,7	43,4	53,8
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	96,6	149,0	207,2	222,4	213,0	205,5	217,9
Rzeczowe aktywa trwałe	13,7	16,4	9,1	19,1	18,3	18,1	37,9
Aktywa niematerialne	9,4	12,3	17,6	24,6	31,3	37,2	42,2
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	56,2	99,5	135,5	126,9	115,4	102,2	89,8
Aktywa obrotowe	307,5	429,0	563,8	609,7	680,5	766,7	854,9
Zapasy	238,1	322,5	396,7	459,8	532,1	599,4	672,3
Należności z tytułu dostaw i usług	44,4	49,9	75,5	100,5	116,3	127,9	142,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	23,0	48,7	87,7	46,8	28,1	35,4	36,7
Aktywa razem	404,1	578,0	771,0	832,0	893,5	972,2	1 072,9
Kapitał własny	137,1	167,1	233,5	223,5	249,2	292,6	346,4
Zobowiązania długoterminowe	67,6	126,2	151,9	141,7	125,5	114,9	105,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	63,6	121,4	141,7	128,2	115,8	105,1	95,4
Zobowiązania krótkoterminowe	199,4	284,6	385,6	466,8	518,8	564,7	621,3
Kredyty, pożyczki	32,0	78,3	120,6	109,8	111,3	112,3	121,1
Zobowiązania z tytułu leasingu	12,6	12,2	15,2	18,0	17,0	15,5	14,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe	129,0	163,2	216,7	300,8	348,1	394,6	443,9
Pasywa razem	404,1	578,0	771,0	832,0	893,5	972,2	1 072,9
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	-17,9	46,9	103,7	193,5	190,3	241,9	127,9
Amortyzacja	9,9	13,0	16,3	22,4	24,3	23,0	23,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-14,5	-21,4	-10,9	-24,7	-15,4	-15,5	-35,5
CAPEX	-14,5	-16,6	-10,7	-24,9	-15,4	-15,5	-35,5
Przepływy z działalności finansowej	33,4	0,1	-54,0	-209,5	-193,8	-219,1	-91,2
Odsetki	-1,6	-9,0	-15,3	-18,6	-23,7	-21,1	-20,9
Zmiana środków pieniężnych	0,9	25,6	38,8	-40,8	-18,9	7,3	1,2
Środki pieniężne	23,0	48,7	87,7	46,8	28,1	35,4	36,7
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Przychody	67%	42%	29%	20%	17%	13%	12%
EBIT	65%	34%	-17%	-70%	368%	40%	13%
EBITDA	53%	33%	-8%	-39%	134%	26%	10%
Zysk netto	168%	13%	-21%	-	-	69%	24%
KPI	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba wizyt [mln]	157,8	209,9	273,3	328,8	-	-	-
Liczba wizyt w kanale mobile [mln]	124,1	170,0	227,6	287,5	-	-	-
Udział kanału mobile w wizytach ogółem	78,6%	81,0%	83,3%	87,4%	-	-	-
Liczba zamówień [mln]	3,7	4,5	5,1	5,8	-	-	-
Współczynnik konwersji	2,3%	2,1%	1,9%	1,8%	-	-	-
Wartość średniej transakcji (PLN)	280,0	315,0	354,0	378,0	-	-	-
Średnia liczba produktów w koszyku	2,0	2,0	1,9	1,8	-	-	-
Wybrane dane i wskaźniki	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Liczba akcji [mln]	17,3	17,9	19,0	19,0	19,0	19,2	19,3
Marża brutto ze sprzedaży [%]	43,0%	40,2%	39,6%	39,9%	40,7%	41,2%	41,0%
EPS	1,3	1,4	1,1	-0,5	1,4	2,3	2,8
BPS	7,9	9,3	12,3	11,8	13,1	15,3	17,9
P/E	21,0	19,3	25,8	-52,5	20,5	12,2	10,0
P/BV	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6
EV/EBITDA	12,2	10,7	12,6	21,4	9,3	7,2	6,5
EV/EBIT	15,6	13,6	17,8	61,5	13,3	9,3	8,3
Dług netto	85,3	163,2	189,8	209,2	216,0	197,4	193,9
ROE	17%	15%	9%	-4%	10%	15%	16%
ROA	6%	4%	3%	-1%	3%	4%	5%
FCF	-32,4	30,3	93,0	168,6	174,9	226,4	92,4

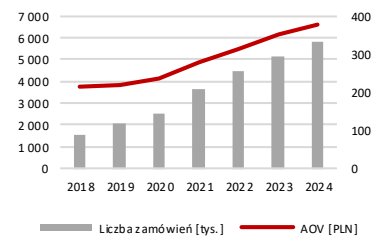
Struktura geograficzna sprzedaży [mln PLN]



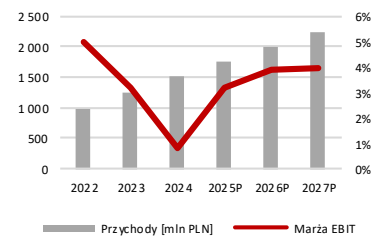
Marża operacyjna segmentów geograficznych [%]



Liczba zamówień [lewa oś] na tle AOV [prawa oś]



Przychody [mln PLN] na tle marży EBIT [%]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1. Agresywne akcje wyprzedawcze konkurencji
2. Nietrafiona kolekcja
3. Zmienność kursów walut
4. Zmiana regulacji celno-skarbowych
5. Sytuacja finansowa konsumentów
6. Ryzyko ekologiczne i regulacje w tym zakresie
7. Zmiany preferencji konsumentów w zakresie zamówień online i offline
8. Awaria lub złamanie zabezpieczeń systemów informatycznych

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; wskaźniki obliczone przy cenie rynkowej 27,75 PLN

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach – zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2025-2034 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 37,2 PLN. Wycena porównawcza do spółek odzieżowych z segmentu e-commerce została oparta na prognozach wyników na lata 2025-2027 i dała wartość 1 akcji na poziomie 38,7 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF oraz 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 37,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	młn PLN	PLN/akcję
Wycena DCF [PLN]	724,3	37,2
Wycena porównawcza [PLN]	753,8	38,7
Wycena końcowa [PLN]	739,0	37,9

Źródło: BDM S.A.

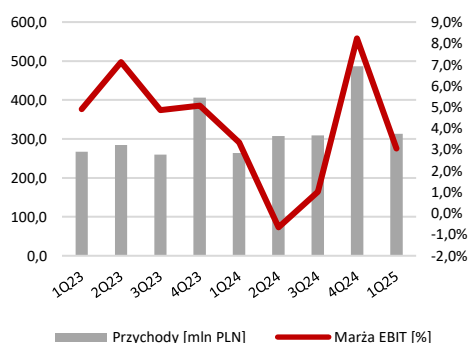
Dwa brandy, dwie prędkości rozwoju

Spółka prowadzi dwie platformy sprzedaży internetowej – Answear.com oraz PRM. Od początku swojego istnienia, czyli od 2011 roku, spółka rozwijała sprzedaż markowej odzieży w sklepie internetowym Answear. Brand ten posiada grono stałych klientów, którzy powracają na zakupy do sprawdzonego dostawcy. Wraz z rozwojem portfolio marek grupa odbiorców się powiększa, dlatego w naszej ocenie spółka będzie w stanie w średnim okresie utrzymywać dwucyfrowe dynamiki wzrostu przychodów.

W 2023 r. spółka kupiła od Fashion Trends Group marki Sneakerstudio oraz PRM, które następnie zostały połączone w jeden podmiot i teraz występują pod szyldem PRM. Brand ten oferuje produkty z segmentu high fashion, skupiając się na obuwiu i modzie ulicznej. Zdecydowaną większość asortymentu stanowią buty, jednak spółka zamierza zwiększać udział odzieży.

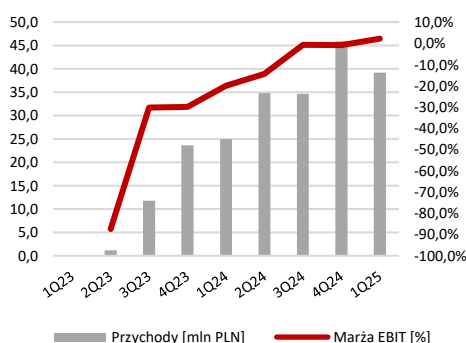
Obie marki działają głównie w kanale internetowym, natomiast PRM jest młodszym brandem, który w ostatnich latach wdrożył rozwiązania przyjęte przez Answear, ma mocne perspektywy rozwoju i spodziewamy się, że w kolejnych latach pokaże mocne dwucyfrowe dynamiki przychodów. 1Q'25 był pierwszym od momentu przejęcia okresem, w którym brand wypracował dodatni wynik operacyjny. Oczekujemy, że w kolejnych okresach będzie dalej poprawiał rentowność.

Marża EBIT na tle przychodów Answear.com



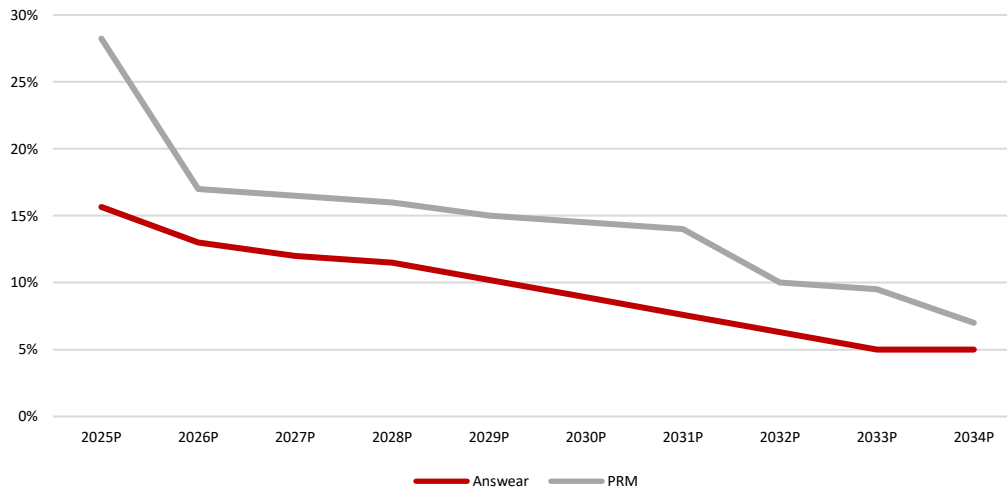
Źródło: BDM, spółka

Marża EBIT na tle przychodów PRM



Źródło: BDM, spółka

Prognozowana dynamika przychodów ze sprzedaży w podziale na marki



Źródło: BDM

Premiumizacja oferty sposobem na zwiększenie rentowności

Spółka realizuje strategię premiumizacji asortymentu. Oznacza to, że pozyskuje marki z wyższej półki cenowej, przenosząc środek ciężkości w stronę marek premium. Zaletami tej strategii są:

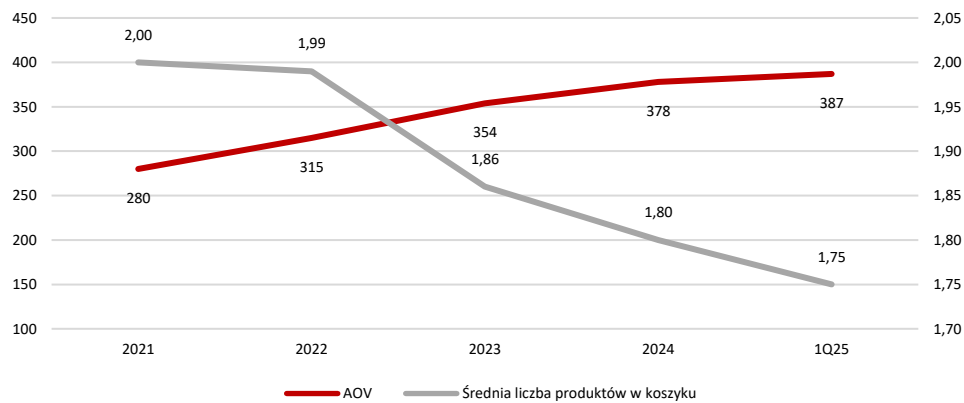
- Mniejsza konkurencja – na rynku odzieżowym w Polsce dominują firmy oferujące produkty z niskiej i średniej półki cenowej; w segmencie marek premium konkurencja jest ograniczona
- Optymalizacja kosztów logistyki – w segmencie premium średnia wartość koszyka jest wyższa, nawet przy spadku średniej liczby zakupionych towarów; jednocześnie koszty przesyłki pozostają takie same, jak w przypadku mniej wartościowych przedmiotów, co powoduje spadek procentowego udziału kosztów wysyłki w sprzedaży
- Na koszty logistyki składają się też koszty wprowadzenia produktów do sprzedaży; podobnie jak przy kosztach wysyłki, wzrost średniej ceny towaru, przy stałym koszcie sprzedaży, powoduje wzrost rentowności

Poglądowa ekonomika transakcji jednostkowej dla segmentów „entry” i premium

	Entry Price	Premium
Marża I	x	1,8x
Logistyka	x	x
Marża II	x	2,2x
Marża III	x	1,9x
Marża IV	x	1,9x

Źródło: spółka

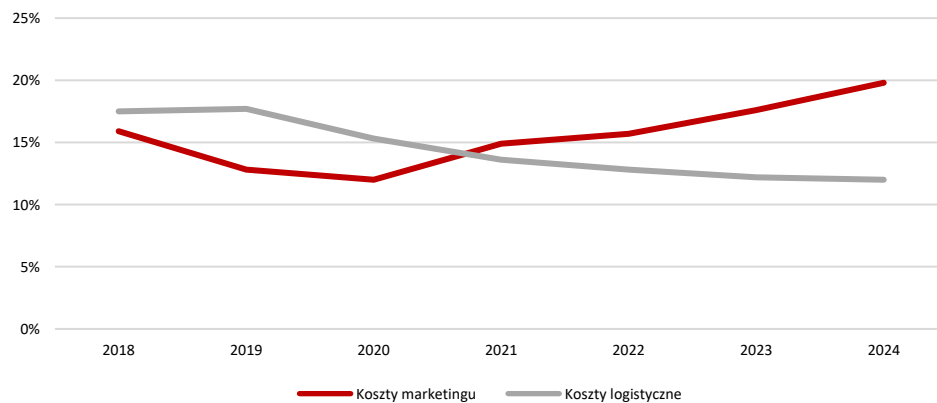
Średnia wartość zamówienia i średnia liczba produktów w koszyku



Źródło: spółka

Proces repozycjonowania na rynku wiązał się w istotnymi nakładami inwestycyjnymi i kosztami marketingu, co przejściowo wpłynęło na wyniki spółki. W 2025 r. i kolejnych latach, spółka planuje ograniczać wydatki marketingowe w odniesieniu do przychodów. Jednocześnie koszty logistyki (jako % przychodów) powinny nadal wykazywać tendencję spadkową, jaką mogliśmy obserwować w poprzednich latach.

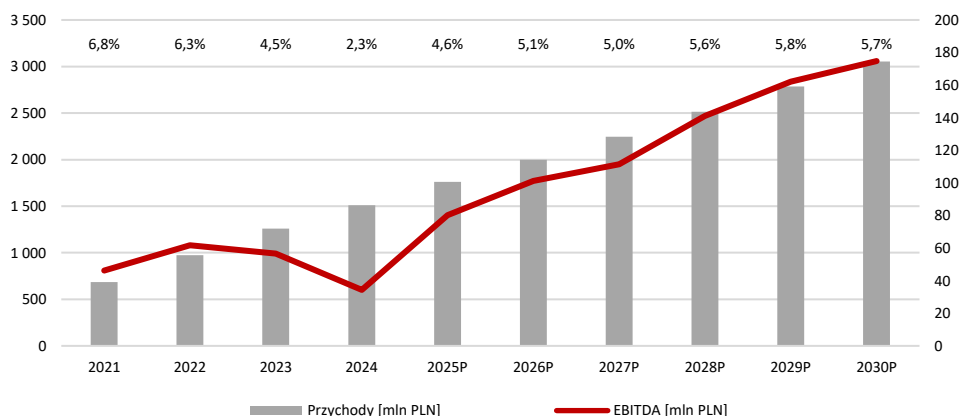
Udział kosztów marketingu i kosztów logistycznych w sprzedaży



Źródło: spółka

Po okresie intensywnego inwestowania w zwiększenie świadomości klientów związanej z przejściem Answear.com do wyższego segmentu, spodziewamy się stopniowej odbudowy wyników.

Prognoza przychodów [lewa oś] i zysku [prawa oś] oraz marży [%] EBITDA



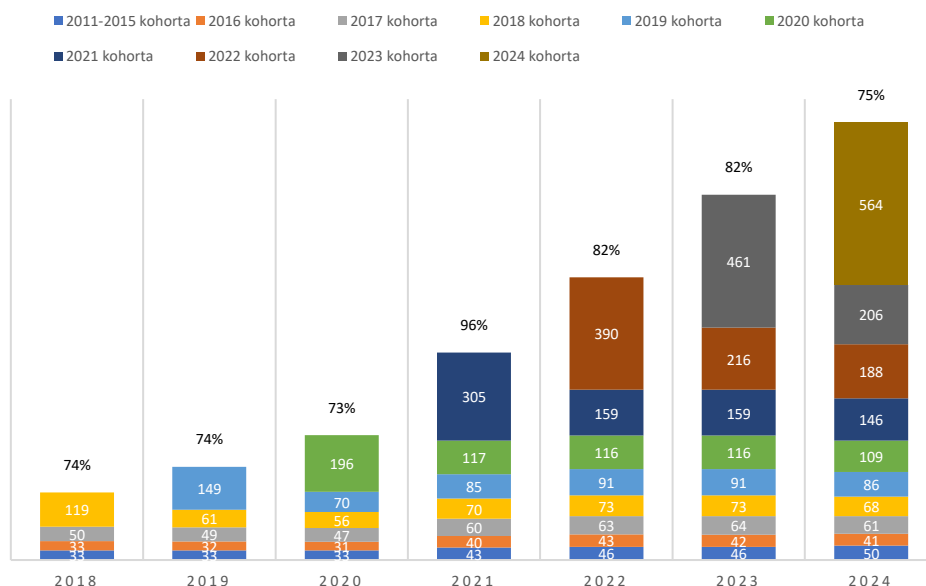
Źródło: BDM, spółka

Lojalność klientów

Spółka od lat notuje wysokie wskaźniki powracalności klientów. Dzielą się oni na kohorty, grupujące użytkowników, którzy dokonali zakupu na platformach spółki w danym roku po raz pierwszy. Zazwyczaj w kolejnych latach generowali oni od 74% do 96% sprzedaży z poprzednich 12 miesięcy (pozostałą część generowali nowi klienci – kolejna kohorta). Zazwyczaj każda z kohort w drugim roku użytkowania platformy dokonywała zakupów na ok. 50% wartości z poprzedniego roku i pozostawała na podobnym poziomie w kolejnych latach.

Od 2018 do 2021 r. wskaźnik powracalności rósł, natomiast w kolejnych latach lekko spadł. Jest to element strategii spółki, polegającym na odpływie części klientów, którzy szukają marek z segmentu cenowego „entry” oraz ograniczaniu obecności tych marek na rzecz segmentu premium.

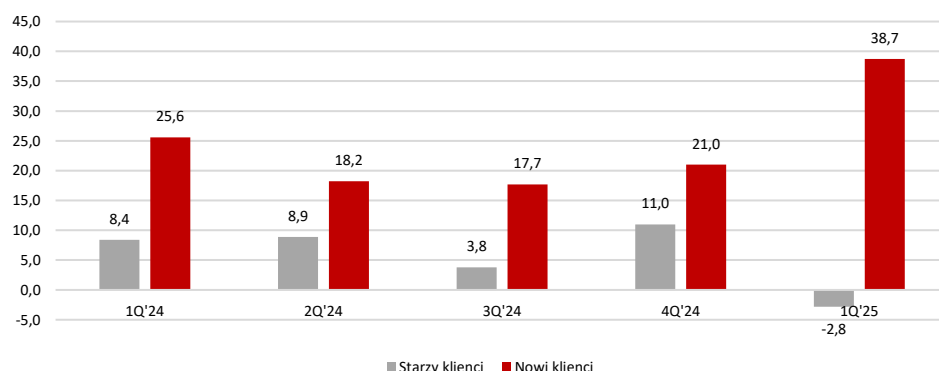
Sprzedaż online w podziale na kohorty [mln PLN] i wskaźnik powracalności [%]



Źródło: spółka

Klienci z kohort poprzedzających rozpoczęcie premiumizacji portfolio w większej części kupowali odzież marek z niższej i średniej półki cenowej. Nowi klienci zazwyczaj przychodzą na platformę w poszukiwaniu marek premium, dlatego realizują oni większe wartościowo zamówienia. Powoduje to wzrost średniej wartości koszyka.

Zmiana AOV (PLN) r/r – nowi vs starzy klienci



Źródło: spółka

Concept stores – budowanie społeczności

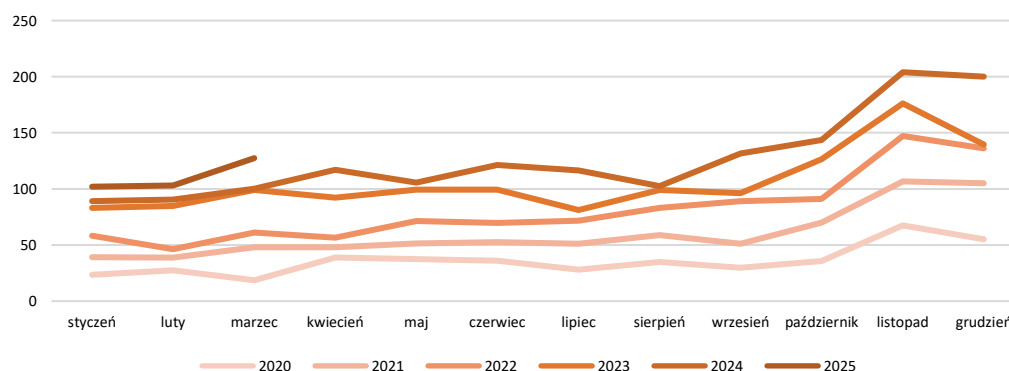
Istotnym punktem strategii Answear.com jest budowanie świadomości brandu wśród klientów oraz stworzenie społeczności osób o wysokiej świadomości modowej. Jednym z celów spółki jest stworzenie love brandu, zawiązanie więzi z klientem, który będzie chętnie powracał. Oprócz przekazu marketingowego, istotną rolę w realizacji tego celu pełnią concept story, czyli salony stacjonarne, gdzie prezentowane są towary wybranych marek.

Otwarcie sklepu PRM w Fabryce Norblina w Warszawie miało miejsce w kwietniu'24, natomiast concept store Answear.com w maju'24. Salony mają być miejscem reprezentacyjnym, łącząc w sobie rolę show room'u, sklepu stacjonarnego i miejsca wydarzeń kulturalnych. We współpracy z markami, Answear.com i PRM organizują wydarzenia takie jak np. premiera nowej kolekcji Karl Lagerfeld Studio, Business Brunch z mentorkami Biznesu, private shopping Apres Ski, czy live shopping z MMC Studio Design.

Sezonowość sprzedaży

Przychody ze sprzedaży wykazują sezonowość. Zawsze najbardziej aktywnym zakupowo okresem roku jest jesień i zima, a szczególnie listopad i grudzień. Istotnym czynnikiem jest tutaj pogoda, a właściwie jej zmiany. Nadejście nowej pory roku motywuje do uzupełnienia garderoby, natomiast opóźniające się nadejście nowej pory roku (np. zimny kwiecień i maj) powodują odroczenie sprzedaży na kolejne miesiące. Końcówka roku to okres tradycyjnie prezentowy – mikołajki i święta Bożego Narodzenia.

Miesięczne przychody ze sprzedaży [mln PLN]



Źródło: spółka

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

- **Agresywne akcje wyprzedajowe konkurencji**

Spółka działa w kanale internetowym, co daje klientowi dostęp do szybkiego porównania cen na platformie z ofertą innych sklepów online. Głębokie wyprzedaże w konkurencyjnych sklepach mogą być spowodowane m. in. nietrafionymi kolekcjami, ale też zbyt dużym zatowarowaniem, ograniczeniem zakupów przez konsumentów, niekorzystną pogodą w okresie sprzedaży w pierwszych cenach, czy akcjami marketingowymi. Wymusza to na spółce dostosowywanie się nie tylko do swoich potrzeb operacyjnych, ale do całego rynku i ewentualne obniżanie cen, aby utrzymać je na atrakcyjnym poziomie.

- **Nietrafiona kolekcja**

Spółka sprzedaje odzież i obuwie innych marek. Istnieje ryzyko wprowadzenia do sprzedaży kolekcji, która nie przypadnie do gustu konsumentom. Ryzyko to jest jednak znacząco zmitygowane szerokim portfolio marek, które Answear.com i PRM posiadają w swojej ofercie. Nietrafiona kolekcja jednej marki powinna być zrekompensowana sprzedażą innej.

- **Zmienność kursów walut**

Spółka działa zarówno na rynku polskim, jak i zagranicą. Umocnienie PLN względem innych walut powoduje spadek sprzedaży. Z drugiej strony zmiany kursów działają odwrotnie na pozycje kosztowe – umocnienie PLN zmniejsza koszty ponoszone w walutach obcych. Główną taką pozycją jest leasing, który jest denominowany w EUR.

- **Zmiana regulacji celno-skarbowych**

Zawierania na światowym rynku handlu oddziałują na podmioty z tego segmentu rynku bezpośrednio lub pośrednio. Nowe stawki celne wprowadzane przez prezydenta USA Donalda Trumpa nie wpływają na spółkę w sposób bezpośredni, jednak przy kolejnych zaskakujących decyzjach mogą zmieniać obraz całego rynku. Wysokie opłaty celne przy sprzedaży do USA zachęcają inne firmy do zwiększenia sprzedaży na rynku europejskim, co powoduje wzrost konkurencji na tym rynku, a więc wzrost podaży przy niezmiennym popycie.

- **Sytuacja finansowa konsumentów**

Utrzymujące się wysokie stopy procentowe, inflacja powyżej celu NBP i stopniowe spowolnienie dynamik wzrostu płac mogą niekorzystnie wpływać na sytuację finansową polskich gospodarstw domowych. W naszej ocenie ryzyko spadku sprzedaży spółki z tego powodu jest ograniczone, ponieważ klienci, do których skierowana jest oferta Answear.com i PRM, w dużej mierze należą do grupy osób z średnimi i wysokimi zarobkami. W naszej ocenie dla takich konsumentów sytuacja makroekonomiczna w mniejszym stopniu ogranicza wydatki konsumpcyjne niż u grup z niższymi zarobkami.

- **Ryzyko ekologiczne i regulacje w tym zakresie**

W zakresie ekologii największe ryzyko regulacyjne wiąże się z dostawami przesyłek i regulacjami w zakresie transportu, które mogą wymuszać na firmach kurierskich inwestycje we flotę. Spółka korzysta z usług największych graczy na rynku dostaw kurierskich, dlatego wydaje się, że ryzyko ponadnormatywnego wzrostu kosztów z tego tytułu jest niewielkie.

- **Zmiany preferencji konsumentów w zakresie zamówień online i offline**

Preferencje klientów odnośnie zakupów stacjonarnych i internetowych wydają się być dość stabilne, a zmiany w tym zakresie odbywają się w długim horyzoncie czasowym. Brak sklepów stacjonarnych spółki może ograniczać potencjał sprzedażowy, jednak z drugiej strony klienci preferujący multichannel w przypadku wielu marek mogą przymierzyć ubrania w salonach stacjonarnych konkurencji, a przy zakupie online wybrać sklep internetowy Answear, czy PRM. Doświadczenia zakupowe związane z obsługą klienta na każdym etapie od zamówienia do potencjalnego zwrotu towarów, koszty wysyłki i cena produktu są czynnikami, którymi spółka może konkurować z innymi podmiotami bez obecności w galeriach handlowych.

- **Awaria lub złamanie zabezpieczeń systemów informatycznych**

Wyłączenie stron internetowych lub aplikacji spółki w wyniku awarii lub ataku hakerskiego wiązałoby się z brakiem możliwości realizacji sprzedaży do czasu usunięcia przyczyny oraz kosztami napraw.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (5,4%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne założenia modelu

- W kolejnych latach spodziewamy się istotnego wzrostu sprzedaży. Zakładamy, że pomiędzy markami Answear.com i PRM będą widoczne różnice w dynamikach, szczególnie w najbliższych kwartałach. W 2025 r. zakładamy wzrost przychodów Answear.com o +15,7% r/r, natomiast PRM +28,2% r/r. W kolejnych latach dynamika powinna stopniowo hamować, jednocześnie zmniejszając różnice w tempie rozwoju obu marek.
- Proces premiumizacji, jaki był szczególnie widoczny w wynikach spółki w latach 2023 i 2024, przyniósł wzrost kosztów, w tym istotne nakłady na marketing w celu budowania świadomości klientów i postrzegania marki jako część segmentu premium. W kolejnych okresach spodziewamy się zmniejszenia udziału wydatków marketingowych w sprzedaży spółki, co pozytywnie wpłynie na rentowność.
- Pozycją kosztową, której dynamika może w poszczególnych kwartałach wyprzedzać wzrost sprzedaży, są koszty wynagrodzeń. W naszym modelu uwzględniamy wzrost wynikający z podniesienia płacy minimalnej (co wpływa również na średnie stawki wynagrodzeń) oraz czynnik związany z premiami. Poprawa wyników i osiągnięcie zakładanych celów sprzedażowych w naszej opinii powinno wiązać się z wypłatą premii dla pracowników, co w poprzednich okresach, charakteryzujących się spadkiem rentowności, miało ograniczony zakres. Dodatkowo, w spółce obowiązuje program motywacyjny, który według naszych prognoz będzie obciążał wynik od 3Q'25 do 2Q'29. W 2025 r. szacujemy koszt programu na ok. 1 mln PLN, w 2026 r. na 3,4 mln PLN, a w 2027 r. na 5,4 mln PLN. W średnim okresie spodziewamy się wzrostu kosztów pracowniczych o ok. +10% r/r, a pod koniec okresu prognozy +6% r/r.
- Zakładamy, że w długim okresie dynamika wzrostu przychodów będzie spadała wolniej niż dynamika kosztów, co będzie miało odbicie w poprawie rentowności. W naszych prognozach jest to szczególnie widoczne po 2030 r.
- W związku z intensywnym rozwojem spółki, spodziewamy się, że w kolejnych latach konieczne będą dalsze inwestycje związane z logistyką, w tym automatyzacją magazynu. Dodatkowo firma cały czas pracuje nad usprawnieniami swoich platform internetowych. Łączny CAPEX w latach 2025 i 2026 szacujemy na ok. 15 mln PLN rocznie, natomiast w latach 2027-2029 spodziewamy się wzrostu do ok. 35 mln PLN rocznie. W kolejnych latach zakładamy spadek do kilkunastu mln PLN wydatków odtworzeniowych.
- W naszym modelu nie uwzględniamy różnic kursowych, które z jednej strony wpływają na przychody spółki, a z drugiej na działalność finansową. Zmiany kursu uwzględniamy jedynie w prognozach kosztów leasingu, gdzie czynsze denominowane są w EUR.
- Spółka nie dzieliła się dotąd zyskiem z akcjonariuszami i nie posiada polityki dywidendowej, jednak zakładamy, że wraz z rozwojem i mocną pozycją gotówkową w przyszłości takie wypłaty mogą nastąpić. W naszym modelu zakładamy wypłatę 50% zysku w postaci dywidendy od 2031 r.
- W obliczeniach przyjęliśmy premię za ryzyko rynkowe w wysokości 6,5% oraz specyficzne w wysokości 3,0%.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 8 lipca 2025 r.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 724,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 37,2 PLN.

Metoda DCF

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 761,1	1 997,3	2 246,4	2 515,8	2 786,1	3 052,3	3 308,3	3 532,5	3 730,2	3 927,0
EBIT [mln PLN]	55,9	78,2	88,5	113,6	131,4	141,8	236,4	258,4	283,6	299,1
Stopa podatkowa	21,5%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%	20,4%
Podatek od EBIT [mln PLN]	12,0	16,0	18,1	23,2	26,8	29,0	48,3	52,8	57,9	61,1
NOPLAT [mln PLN]	43,9	62,3	70,4	90,4	104,6	112,8	188,1	205,6	225,6	238,0
Amortyzacja [mln PLN]	24,3	23,0	23,1	27,6	30,8	33,0	29,8	27,5	26,0	25,1
CAPEX [mln PLN]	-15,4	-15,5	-35,5	-35,5	-35,5	-19,2	-20,3	-21,8	-23,3	-25,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-40,8	-32,4	-37,8	-40,3	-39,6	-38,0	-35,5	-29,7	-31,0	-36,2
FCF [mln PLN]	11,9	37,4	20,2	42,2	60,3	88,6	162,2	181,7	197,3	201,7
DFCF [mln PLN]	11,3	31,4	15,0	27,7	34,9	45,0	72,3	71,0	67,5	60,3
Suma DFCF [mln PLN]	436,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 663,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	497,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	933,5									
Dług netto [mln PLN]	209,2									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	724,3									
Ilość akcji [tys.]	19,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	37,2									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%

Przychody zmiana r/r	16,7%	13,4%	12,5%	12,0%	10,7%	9,6%	8,4%	6,8%	5,6%	5,3%
EBIT zmiana r/r	367,5%	39,9%	13,1%	28,4%	15,7%	7,9%	66,7%	9,3%	9,8%	5,5%
FCF zmiana r/r	180,0%	212,9%	-46,1%	109,3%	42,9%	47,0%	83,0%	12,0%	8,6%	2,2%
Marża EBITDA	4,6%	5,1%	5,0%	5,6%	5,8%	5,7%	8,0%	8,1%	8,3%	8,3%
Marża EBIT	3,2%	3,9%	3,9%	4,5%	4,7%	4,6%	7,1%	7,3%	7,6%	7,6%
Marża NOPLAT	2,5%	3,1%	3,1%	3,6%	3,8%	3,7%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%
CAPEX / Przychody	0,9%	0,8%	1,6%	1,4%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	63,6%	67,3%	153,9%	128,7%	115,3%	58,2%	67,9%	79,0%	89,7%	100,1%
Zmiana KO / Przychody	-2,3%	-1,6%	-1,7%	-1,6%	-1,4%	-1,2%	-1,1%	-0,8%	-0,8%	-0,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-16,2%	-13,7%	-15,2%	-15,0%	-14,6%	-14,3%	-13,9%	-13,2%	-15,7%	-18,4%

Źródło: BDM

Kalkulacja WACC

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Stopa wolna od ryzyka	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Premia za ryzyko	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Udział kapitału własnego	72,7%	76,0%	78,5%	82,3%	85,5%	88,1%	90,3%	92,0%	93,3%	94,4%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	27,3%	24,0%	21,5%	17,7%	14,5%	11,9%	9,7%	8,0%	6,7%	5,6%
WACC	12,3%	12,6%	12,9%	13,2%	13,5%	13,8%	14,0%	14,1%	14,3%	14,4%

Źródło: BDM

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	6,00%
	0,7	42,1	44,6	47,4	50,8	55,0	60,0	66,4	74,7	85,9
	0,8	37,6	39,6	41,9	44,7	48,0	51,9	56,8	62,9	70,9
	0,9	33,6	35,3	37,2	39,5	42,1	45,2	49,0	53,7	59,6
	1,0	30,2	31,6	33,2	35,0	37,2	39,7	42,7	46,3	50,8
	1,1	27,1	28,3	29,6	31,2	32,9	35,0	37,4	40,3	43,8
	1,2	24,4	25,4	26,5	27,8	29,3	30,9	32,9	35,2	38,0
	1,3	21,9	22,8	23,8	24,8	26,1	27,5	29,1	31,0	33,2

Źródło: BDM

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
	6,5%	42,1	44,6	47,4	50,8	55,0	60,0	66,4	74,7	85,9
	7,5%	37,6	39,6	41,9	44,7	48,0	51,9	56,8	62,9	70,9
	8,5%	33,6	35,3	37,2	39,5	42,1	45,2	49,0	53,7	59,6
	9,5%	30,2	31,6	33,2	35,0	37,2	39,7	42,7	46,3	50,8
	10,5%	27,1	28,3	29,6	31,2	32,9	35,0	37,4	40,3	43,8
	11,5%	24,4	25,4	26,5	27,8	29,3	30,9	32,9	35,2	38,0
	12,5%	21,9	22,8	23,8	24,8	26,1	27,5	29,1	31,0	33,2

Źródło: BDM

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
premia za ryzyko		0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
	6,5%	85,7	76,5	68,7	62,0	56,2	51,1	46,6	42,7	39,1
	7,5%	77,2	68,1	60,6	54,2	48,6	43,8	39,7	36,0	32,7
	8,5%	69,8	61,0	53,8	47,6	42,4	37,9	34,0	30,5	27,5
	9,5%	63,5	55,0	48,0	42,1	37,2	32,9	29,3	26,1	23,3
	10,5%	57,9	49,7	43,0	37,4	32,7	28,7	25,3	22,3	19,7
	11,5%	53,0	45,1	38,6	33,3	28,9	25,1	21,9	19,1	16,7
	12,5%	48,6	41,0	34,8	29,8	25,6	22,1	19,0	16,4	14,2

Źródło: BDM

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o konsensus rynkowy dla spółek zajmujących się sprzedażą odzieży i obuwiu z segmentu premium i średniej półki cenowej w kanale online. Do porównania dołączyliśmy też Allegro, którego oferta jest znacznie szersza, jednak jest czołowym przedstawicielem e-commerce w Polsce.

Wycena porównawcza jest średnią wycen wg wskaźników P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT. Każdemu z tych wskaźników przypisano równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 07.07.2025 roku.

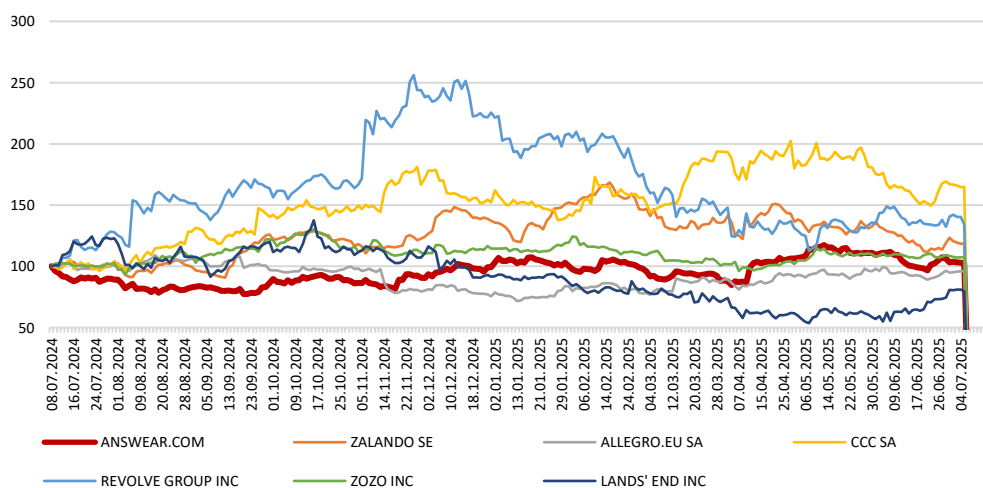
Porównując wyniki wskaźniki Answear.com do innych spółek otrzymaliśmy wartość jednej akcji na poziomie 38,7 PLN. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 27,75 PLN (bieżąca cena rynkowa) widoczne jest dyskonto, z jakim handlowana jest obecnie spółka.

Wycena porównawcza do zagranicznych spółek

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Zalando	23,9	19,0	15,8	6,6	5,5	4,6	10,3	8,4	6,8
Allegro	21,5	16,5	13,4	11,2	9,4	7,8	16,8	13,2	10,5
CCC	22,2	16,7	14,2	11,6	8,8	7,5	18,1	12,5	10,8
Revolve Group	47,4	34,0	24,6	35,4	26,9	18,1	35,1	23,4	23,4
ZoZo	28,6	27,5	25,3	17,9	16,8	15,4	19,2	18,3	16,6
Lands' End	32,6	18,9	14,0	6,2	5,5	4,8	10,5	8,9	7,3
Mediana	26,2	19,0	15,0	11,4	9,1	7,7	16,8	12,9	10,6
Answear.com	20,5	12,2	10,0	9,3	7,2	6,5	13,3	9,3	8,3
Premia/dyskonto grupa	-22%	-35%	-33%	-19%	-21%	-14%	-21%	-28%	-22%
Wycena wg wskaźnika	35,5	43,0	41,7	36,8	37,7	34,2	38,3	42,2	38,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników		40,1			36,2			39,7	
Waga wskaźnika		33%			33%			33%	
Wycena końcowa [PLN]	38,7								

Źródło: BDM, Bloomberg, wg cen z 07.07.2025

Zachowanie kursu Answear.com na tle grupy porównawczej



Źródło: Bloomberg

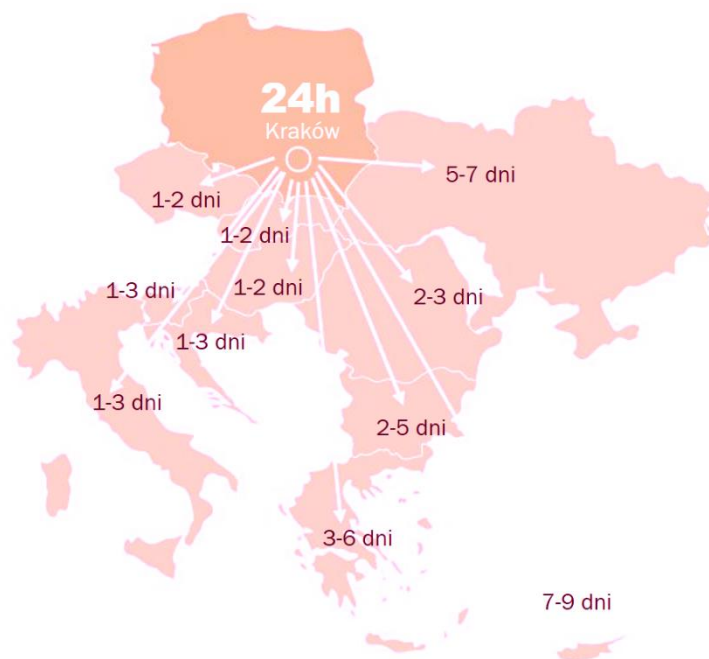
MODEL BIZNESOWY

Podstawowe informacje o spółce

Answeat.com jest cyfrową platformą sprzedaży markowej odzieży, obuwia i akcesoriów w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Obecnie spółka prowadzi działalność w 12 krajach: Polska, Czechy, Słowacja, Węgry, Rumunia, Bułgaria, Ukraina, Grecja, Chorwacja, Cypr, Słowenia i Włochy. W czerwcu'23 Answeat.com przejął brand PRM, którego zasięg sprzedażowy obejmuje też USA i kraje Unii Europejskiej. Spółka obsługuje cały proces sprzedażowy, począwszy od zamówienia towarów, przez wprowadzenie ich na magazyn, zaprezentowania na stronie internetowej i w aplikacji mobilnej, dostarczanie narzędzi do ich wyszukiwania, proces składania zamówienia i obsługi klienta, po dostawę zamówionego towaru oraz obsługę ewentualnych zwrotów.

Spółka obsługuje wszystkie rynki za pomocą jednego magazynu centralnego, mieszczącego się w Kokotowie pod Krakowem. Magazyn ma powierzchnię 39 tys. m², a na powierzchni 11 tys. m² została zbudowana czteropiętrowa antresola, zwiększająca powierzchnię magazynu o dodatkowe 20 tys. m². Answeat korzysta z nieruchomości na podstawie 18-letniej umowy najmu. Lokalizacja magazynu pozwala na sprawną dostawę w regionie CEE. Co do zasady, przesyłka dociera do klienta w ciągu 1-7 dni, przy czym wyjątkiem jest Cypr, gdzie dostawa trwa 7-9 dni.

Deklarowany czas dostawy na poszczególne rynki regionu CEE



Źródło: spółka

Z magazynu centralnego polskie firmy kurierskie dostarczają przesyłki do dużych hubów logistycznych zlokalizowanych w krajach docelowych. Zwroty odbierane są przez tę samą flotę w drodze powrotnej. Na każdym rynku spółka współpracuje z lokalnymi oddziałami globalnych firm kurierskich, dzięki czemu unika wysokich kosztów transportu transgranicznego.

Answeat.com koncentruje się na rozpoznawalnych markach, dopasowując ofertę do poszczególnych rynków zbytu. W sklepie dostępne są kolekcje damskie, męskie oraz dziecięce. Spółka zwiększa udział marek premium, chcąc odróżnić się od konkurencji, zająć pozycję lidera w swoim segmencie rynku oraz zwiększyć poziom rentowności. W swojej ofercie posiada markę własną Answeat LAB w segmencie „entry”.

Na koniec 1Q'25 Answear.com miał w swojej ofercie 866 marek. Grupą docelową są głównie kobiety mieszkające w dużych i średnich miastach, zainteresowane modą i stylem życia, znajdujące się w dobrej sytuacji finansowej, ale dokonujące racjonalnych wyborów. PRM oferował produkty 260 marek dla konsumentów o wyższej świadomości modowej, oczekujących bardziej wyszukanych, designerskich marek i limitowanych kolekcji. W gronie klientów większość stanowią mężczyźni, z wyraźną przewagą „Milenialsów” i „Gen Z”.

Oferta produktowa Answear.com

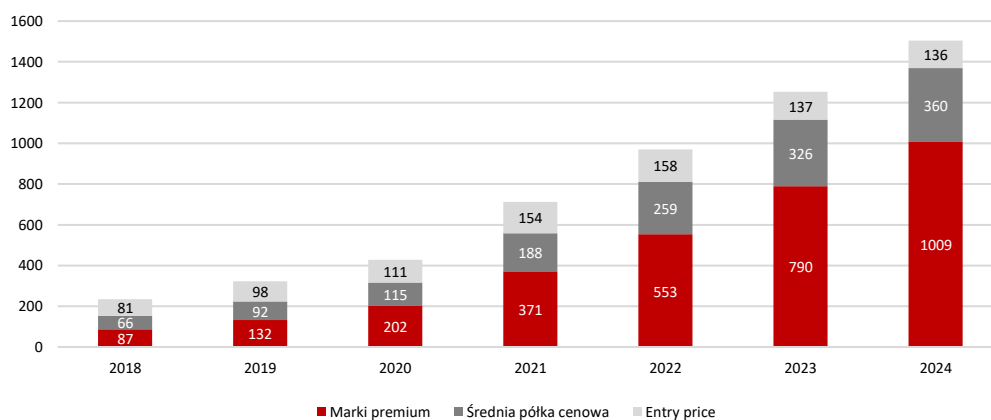
Struktura oferty			Wybrane marki	
 HIGH-END	~20 tys. modelokolorów AOV 570 PLN	19% odzież	Y-3   Off-White™	
		76% obuwie	<i>Sporty & Rich</i> VETEMENTS Represent <i>coperni</i>	
		5% dodatki	MIHARAYASUHIRO GANNI MM® 	
			UNDERCOVER Drôle de Monsieur  <i>Rich Ovens</i> RHUDE	
 PREMIUM	~246 tys. modelokolorów AOV 374 PLN	46% odzież	BOSS GUESS KARL LAGERFELD DIESEL	
		29% obuwie	PINKO  PATRIZIA PEPE 	
		25% dodatki	MaxMara VICTORIA BECKHAM LACOSTE 	
			 VEJA HOKA  	

Źródło: spółka

W ostatnich latach spółka konsekwentnie pracuje nad premiumizacją oferty. Istotnym krokiem w tym kierunku było przejęcie marki PRM, która pozycjonuje się w segmencie Premium Streetwear. Dodatkowo Answear.com pozyskuje współpracę z wyżej pozycjonowanymi markami, co ma pozwolić na zwiększanie marży także w tym kanale. Dzięki temu spółka jest w stanie pokryć część rynku, w której konkurencja jest mniejsza niż w markach budżetowych, czy klasy średniej.

Aktualna struktura sprzedaży w ujęciu pozycjonowania marek wydaje się docelowa lub bliska docelowej. Spółka istotnie ograniczyła udział segmentu entry price, pozostawiając tu jedynie markę własną AnswearLAB oraz Medicine, z którym współpracuje na zasadzie komisu (otrzymuje prowizję od sprzedaży). Z drugiej strony zauważalnie wzrósł udział marek premium – z 47% w 2020 r. do 67% w 2024 r. W ofercie dominuje kolekcja damska, która w 2024 r. stanowiła 65% całości sprzedaży online.

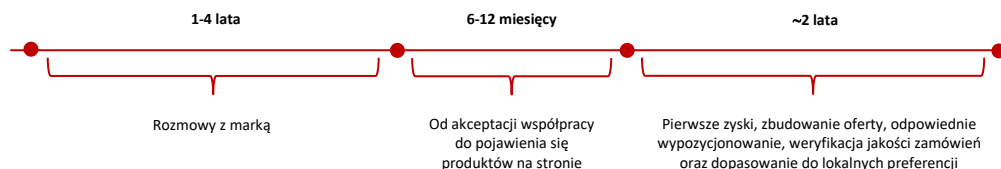
Sprzedaż w podziale na segmenty



Źródło: spółka

Katalog marek cały czas pozostaje otwarty. Jak wskazuje spółka, proces pozyskiwania marek premium jest trudny i czasochłonny. Nie każdy może zostać ich dystrybutorem, ważne jest posiadane portfolio marek, a podmioty muszą spełniać określone wymogi i wypracować odpowiednią pozycję na rynku.

Schemat pozyskiwania nowej marki

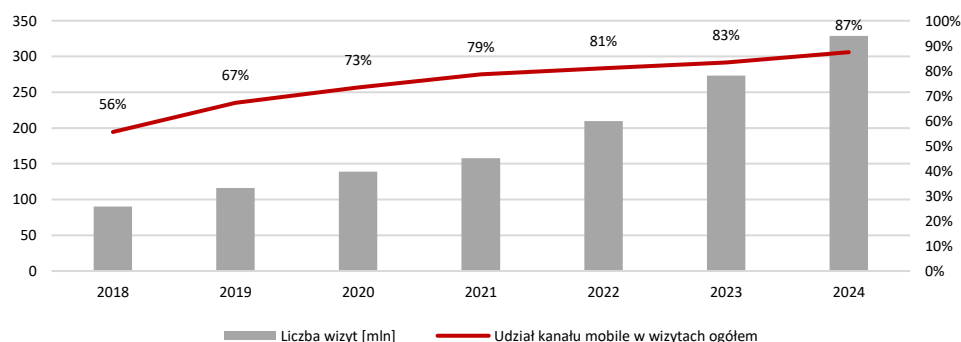


Źródło: spółka

Model operacyjny

Podstawowymi kanałami sprzedaży spółki jest własna platforma internetowa i aplikacja mobilna, funkcjonująca w 14 językach. Platforma ta wykorzystywana jest zarówno przez Answear.com, jak i PRM. Większość wizyt spółka odnotowuje w kanale mobile (w 2024 r. było to 87%, a w 1Q'25 – 89%).

Liczba wizyt i udział kanału mobile w wizytach ogółem



Źródło: spółka

Zamówienia obsługiwane są w centrum logistycznym w Kokotowie pod Krakowem. Lokalizacja na południu Polski pozwala sprawnie docierać do wszystkich rynków, na których obecna jest spółka. Magazyn centralny posiada powierzchnię 39 tys. m² z możliwością rozszerzenia o 20 tys. m². Obsługuje GMV 500 mln EUR.

Spółka posiada też własne studio foto/video o powierzchni 2,1 tys. m². Mieści się tam 12 studiów, studio wizerunkowe i 12 stanowisk packshot. Spółka we własnym zakresie organizuje sesje zdjęciowe produktów oferowanych w Answear.com i PRM, co pozwala zachować spójność prezentacji oraz jakość zdjęć publikowanych w sklepie internetowym.

W 2024 r. spółka otworzyła 2 concept store – Answear (2 tys. m²) i PRM (600 m²) w Fabryce Norblina w Warszawie. Salony te łączą funkcje handlowe, wizerunkowe i kulturalne. Spółka organizuje tam wydarzenia, które z jednej strony mają promować marki, nowe kolekcje i sam sklep, a z drugiej pomagają w budowaniu społeczności, która utożsamia się z wartościami Answear i PRM.

W salonie Answear.com znajdują się m. in. kawiarnia, strefa przeróbek krawieckich, personalizacji produktów oraz przymierzalnie VIP z usługą osobistego stylisty. Klient może umówić się na indywidualne spotkanie, wypić kawę i skorzystać z pomocy w doborze odpowiedniego stroju. Ograniczony dostęp (tylko jedna lokalizacja w Polsce), nowoczesny wystrój i szeroki wybór odzieży znanych marek podkreślają status premium lokalizacji.

Concept store Answear.com w Fabryce Norblina



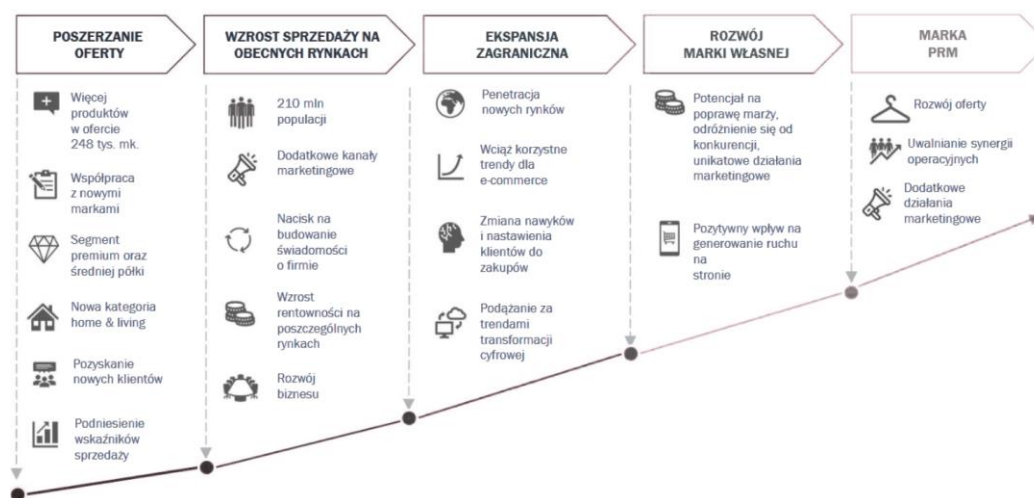
Źródło: spółka

Concept Store PRM w Fabryce Norblina



Źródło: spółka

Strategia rozwoju



Źródło: spółka

Spółka zamierza nadal poszerzać ofertę produktową i pozyskiwać nowe marki. Główny nacisk położony jest na marki premium, natomiast w niższym segmencie cenowym kluczowa jest marka własna oraz współpraca z siostrzaną marką Medicine.

W strategii spółki założona jest ekspansja zagraniczna. Na razie została ona jednak zawieszona – w 2025 r. spółka nie zamierza wchodzić na nowe rynki. Głównym kierunkiem w krótkim okresie pozostaje wzrost na rynkach, na których jest już obecna i pozyskiwanie nowych klientów poprzez budowanie świadomości o firmie.

W zakresie marki PRM spółka planuje rozwój oferty. Aktualnie zdecydowaną większość asortymentu stanowi obuwie. W przyszłości nadal ma być to główna pozycja w portfolio, jednak już teraz spółka sukcesywnie poszerza asortyment w obszarze odzieży.

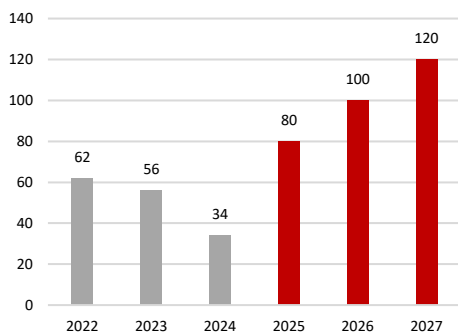
Program motywacyjny

W spółce obowiązuje program motywacyjny na lata 2025-2027. Są nim objęci członkowie zarządu, kluczowi członkowie kadry menedżerskiej, pracownicy i współpracownicy. Program ma wyznaczone dwa kryteria, których osiągnięcie będzie uprawniało do objęcia akcji nowej emisji.

Pierwszym kryterium jest osiągnięcie pułapu rocznego wyniku EBITDA. Druga pula dotyczy kursu akcji notowanych na GPW. Aby kryterium zostało spełnione, średnia cena akcji w okresie dowolnych, następujących po sobie 90 dni kalendarzowych musi osiągnąć co najmniej 80% wyznaczonego kursu.

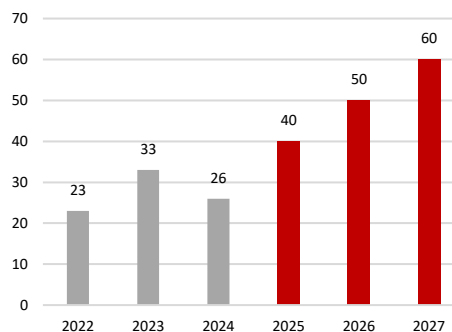
W sumie spółka w ramach programu może wyemitować do 510 tys. akcji – po 170 tys. w każdym roku. Każda pula będzie uruchomiona przy osiągnięciu co najmniej 80% wyznaczonego celu. Program zakłada emisję od 50% do 100% akcji możliwych do przydzielenia (przy realizacji celu w 80%, spółka wyemituje 50% akcji z puli 170 tys. przeznaczonej na dany rok).

Cel EBITDA (mln PLN) na lata 2025-27



Źródło: spółka

Cel kursu akcji (PLN) na lata 2025-27



Źródło: spółka

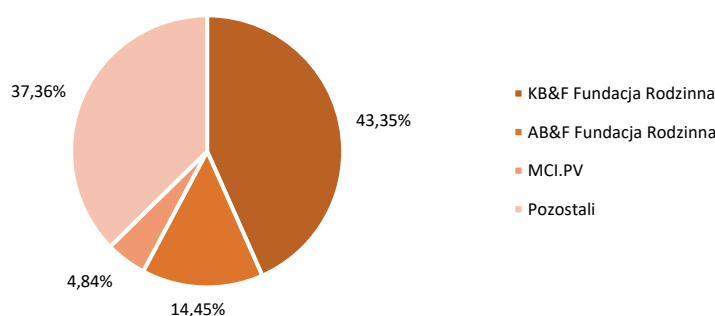
Struktura akcjonariatu

Do niedawna większościowym akcjonariuszem był Forum X FIZ, który posiadał 57,8% udziału w kapitale zakładowym spółki. Aktualnie trwa proces przenoszenia akcji z tego funduszu do fundacji rodzinnych Krzysztofa Bajołka (prezesa zarządu) i Arkadiusza Bajołka (wiceprzewodniczący rady nadzorczej) w celu uporządkowania struktury właścicielskiej.

Dodatkowo, MCI.Private Ventures – fundusz, który był w posiadaniu 24,16% akcji, w czerwcu'25 sprzedał w ramach ABB większość swojego pakietu, pozostawiając jedynie 4,84% akcji Answear.com.

Fundacje Rodzinne Krzysztofa i Arkadiusza Bajołków oraz MCI.PV są stronami porozumienia akcjonariuszy. Razem posiadają 62,64% akcji.

Struktura akcjonariatu (docelowa, po przeniesieniu akcji z Forum X FIZ do fundacji rodzinnych)



Źródło: BDM, spółka

Polityka dywidendowa

Spółka dotychczas nie wypłacała dywidendy i nie posiada sformalizowanej polityki w tym zakresie. Answear.com nie jest stroną żadnych umów, które ograniczałyby w jakikolwiek sposób wypłatę dywidendy w przyszłości. Zdaniem zarządu najlepszą strategią dla spółki na obecnym etapie rozwoju jest reinwestowanie wypracowanych zysków, jednocześnie nie wykluczając wypłaty dywidendy w przyszłości.

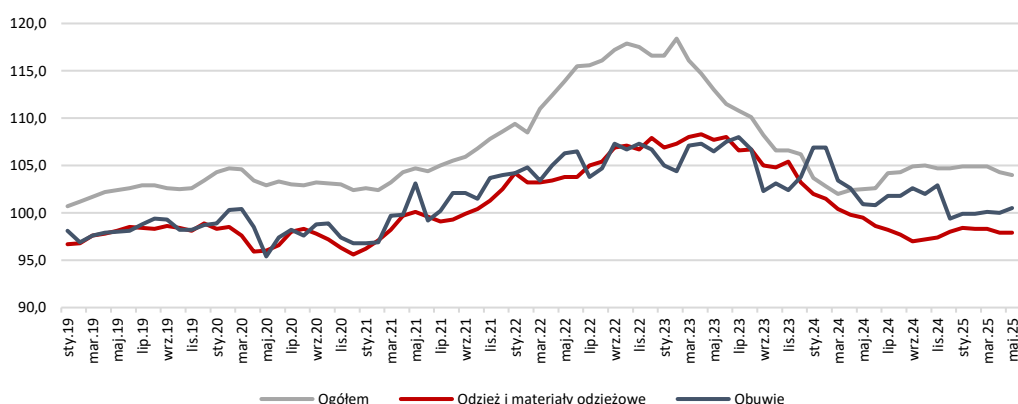
OTOCZENIE RYNKOWE

Inflacja konsumencka

Po okresie wzmożonego wzrostu inflacji konsumenckiej, wywołanego w głównej mierze przez pandemię, wybuch wojny w Ukrainie i inne zawirowania geopolityczne, w 2025 r. wskaźnik ten powrócił do niższych poziomów, chociaż nadal jest powyżej celu NBP. Inflacja w segmencie odzieży i obuwia wykazuje niższą dynamikę – w okresie pandemii ceny odzieży spadały, w 2H'21 zaczęły rosnąć r/r, natomiast od 2Q'24 ponownie obserwujemy spadki cen w ujęciu r/r.

Nieco inaczej sytuacja wygląda w przypadku obuwia. W tej kategorii na początku 2024 r. inflacja była wyższa niż ogółem, a ujemne wartości wskaźnika obserwowaliśmy tylko przez 3 miesiące (grudzień'24-luty'25) w ciągu ostatnich czterech lat.

Wskaźnik inflacji konsumenckiej w latach 2019-2025

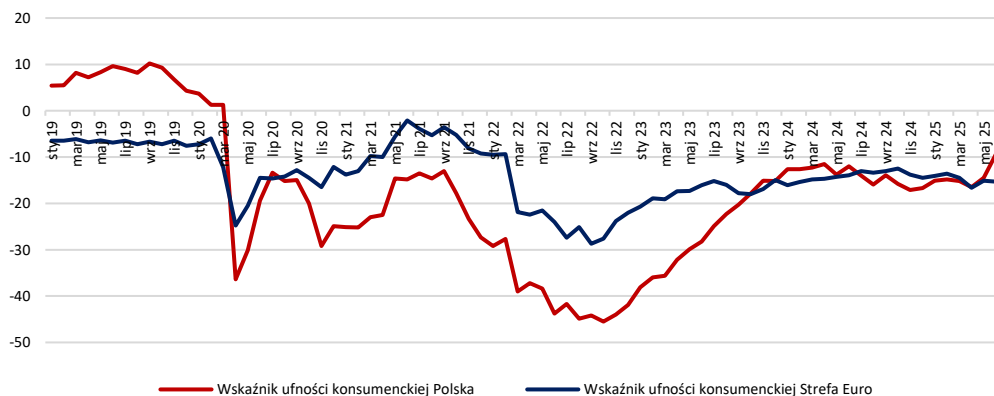


Źródło: GUS, BDM

Indeks nastrojów konsumentów

Wskaźnik koniunktury konsumenckiej pokazuje opinie konsumentów na temat obecnej i przyszłej sytuacji ekonomicznej i finansowej. Pozytywne nastawienie na rynku podsyca konsumpcję, natomiast niepewność skłania do ograniczania wydatków i budowania oszczędności. Wraz z wybuchem pandemii, a później zawirowaniami geopolitycznymi i wysoką inflacją, wskaźnik zaufania konsumentów drastycznie spadł, przy czym w Polsce spadek był bardziej widoczny niż w całej UE, jednak w 2024 r. nastroje się ustabilizowały, a ostatnie miesiące wskazują na poprawę nastawienia konsumentów.

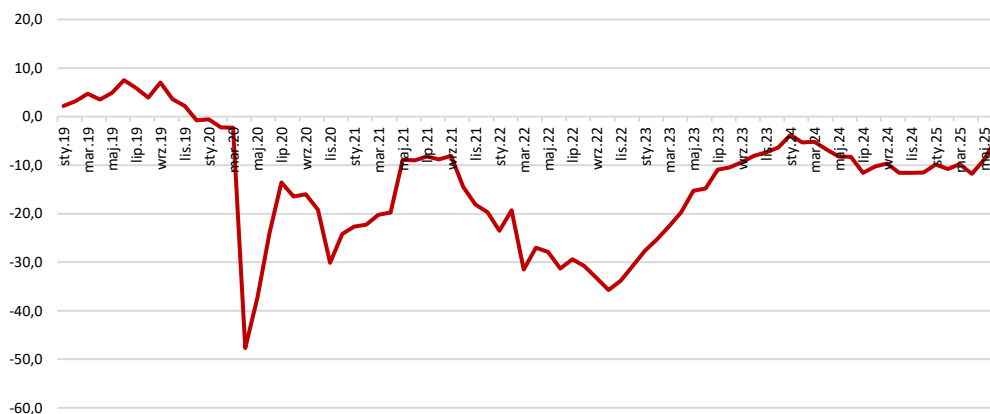
Wskaźnik ufności konsumenckiej w Polsce i Strefie Euro



Źródło: GUS, BDM

Poza bieżącym wskaźnikiem ufności, GUS publikuje także wskaźnik wyprzedzający, w którym konsumenci wyrażają opinię na temat spodziewanej przyszłej sytuacji gospodarczej. Wskaźnik ten pokazuje, że mimo dalszych ujemnych wartości, Polacy nastawiają się na poprawę sytuacji w kolejnych okresach, co również może zachęcać do zwiększonych zakupów.

Wyprzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej (WWUK)



Źródło: GUS, BDM

Sprzedaż detaliczna

Poprawa sentymentu konsumentów przekłada się na wzrost sprzedaży detalicznej. W 2024 r. z uwagi na wysoką bazę z 2023 r., sprzedaż tekstyliów, odzieży i obuwia notowała spadki. Od początku bieżącego roku wskaźnik ten wykazuje pozytywne dynamiki.

Wskaźnik sprzedaży detalicznej tekstyliów, odzieży i obuwia

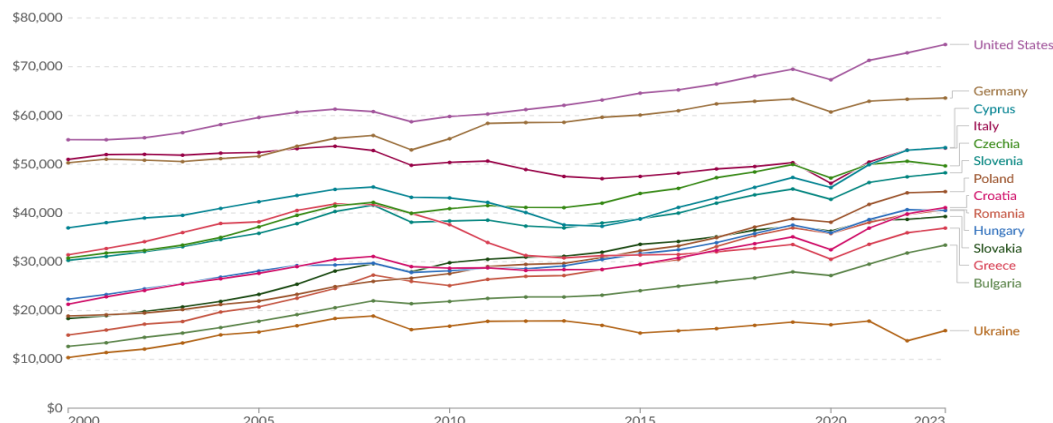


Źródło: GUS, BDM

Wzrost zamożności w krajach europejskich

Wzrost PKB per capita skorygowanego o inflację i różnice w kosztach życia na przestrzeni ostatniego ćwierćwiecza znacząco wzrósł w krajach, w których obecna jest spółka. Poprawa poziomu życia mieszkańców tych państw buduje potencjał dla rynku odzieży i obuwia markowego segmentu premium i end fashion. Jednocześnie zestawiając te kraje z USA, czy Niemcami, widać potencjał wzrostu wskaźnika, szczególnie w krajach słabiej rozwiniętych.

PKB per capita skorygowane o inflację oraz różnice w kosztach życia



Źródło: Our World in Data

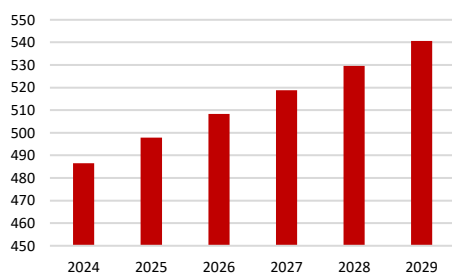
Rynek odzieży i obuwnia w Europie

Według prognoz Statista, europejski rynek odzieży w 2025 r. osiągnie wartość ok. 498 mld USD i będzie rósł w tempie 2,08% r/r do 2029 r. Największym segmentem, którego wartość szacowana jest na 270,6 mld PLN, jest odzież damska.

Rynek obuwnia jest zdecydowanie mniejszy, jednak w kolejnych latach powinien rozwijać się szybciej. Wartość tego rynku szacowana jest na ok. 119 mld USD w 2025 r., a oczekiwany CAGR do 2030 r. wynosi 3,12%. Patrząc na rynek sneakersów w Europie, jego wartość w 2025 r. jest szacowana na 20,8 mld USD, natomiast CAGR do 2030 r. na 5,17%.

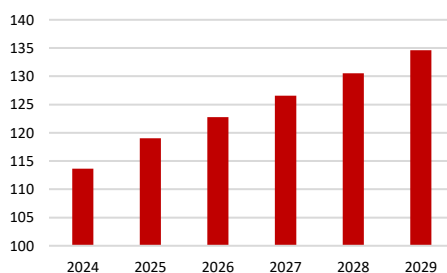
Po post-covidowym powrocie do sklepów stacjonarnych, stopniowo zwiększa się udział sprzedaży online. Wg prognoz Statisty, w 2027 r. 31,7% sprzedaży odzieży na świecie będzie realizowane online.

Wartość rynku odzieży w Europie [mld USD]



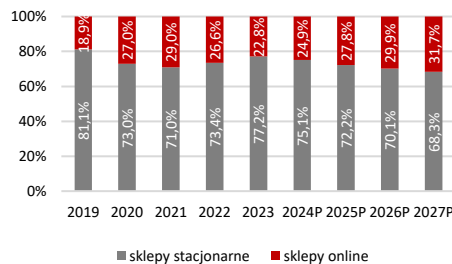
Źródło: Statista

Wartość rynku obuwnia w Europie [mld USD]



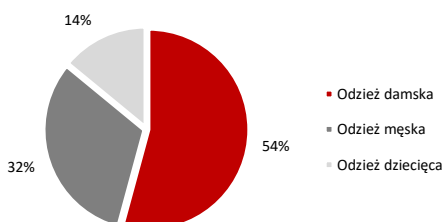
Źródło: Statista

Struktura sprzedaży odzieży na świecie wg kanałów dystrybucji



Źródło: Statista

Udział sprzedaży odzieży w podziale na kategorie



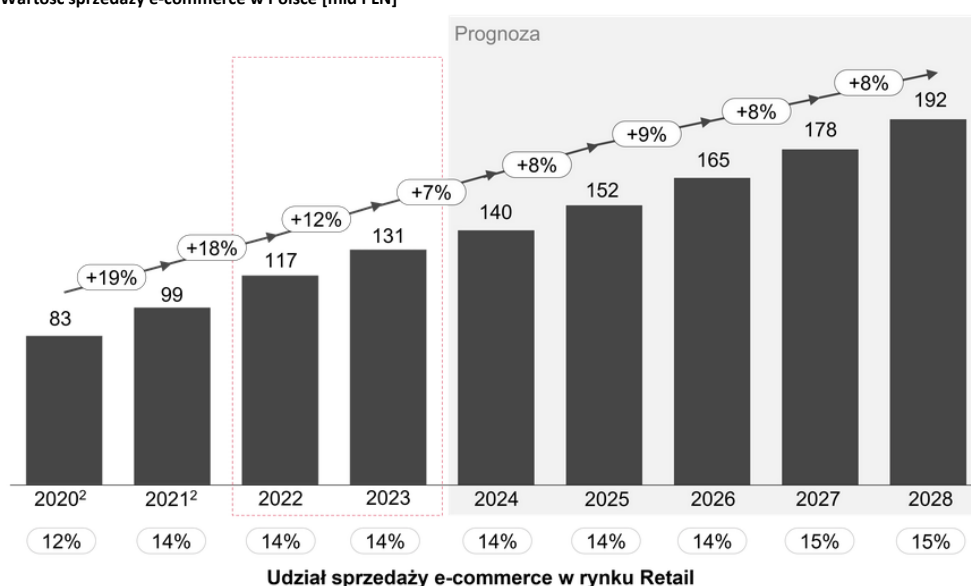
Źródło: PKO, Statista

Rozwój rynku odzieżowego jest efektem nie tylko z poprawy poziomu życia, ale przede wszystkim jego stylu. Ubrania mają wyrażać indywidualny styl, odzwierciedlać nastrój, tożsamość, czy pochodzenie. Z drugiej strony istotne są jednak globalne trendy, popkultura, czy zrównoważony rozwój.

Rynek e-commerce w Polsce

Rynek e-commerce w Polsce w latach 2020-2021 istotnie wzrósł za sprawą wybuchu pandemii i zamknięcia większości sklepów stacjonarnych. Dodatkowo, zakupy online stały się bezpieczniejsze od stacjonarnych. Dynamika wzrostu wartości rynku e-commerce w tych latach sięgała wysokich kilkunastu procent. W kolejnych okresach tempo wzrostu spadło ze względu na wysoką inflację oraz spowolnienie gospodarcze. Według raportu firmy Strategy&, wartość rynku e-commerce w 2023 r. wyniosła 131 mld PLN i stanowił 14% rynku Retail z wyłączeniem motoryzacji w handlu offline. Zakładając CAGR na poziomie 8%, wartość tego rynku w 2028 r. powinna wynieść ok. 192 mld PLN.

Wartość sprzedaży e-commerce w Polsce [mld PLN]



Źródło: Strategy&

Rynek online ciągle się rozwija, chociaż wzrost użytkowników online w ostatnich latach jest niewielki, ale częściej dokonują oni zakupów i wzrasta średnia wartość zamówienia. Kanał online staje się coraz bardziej atrakcyjny ze względu na łatwość porównywania cen tych samych produktów w różnych sklepach, przystępne rozwiązania płatnicze i logistyczne (wzrost ilości automatów paczkowych).

Średnia liczba zakupów



■ 2020 r. ■ 2021 r. ■ 2022 r.¹ ■ 2023 r.

1) Brak danych za 2022 rok, założono liniowy wzrost w latach 2021-2023

Źródło: Strategy&

Średnia wartość zakupów [PLN]



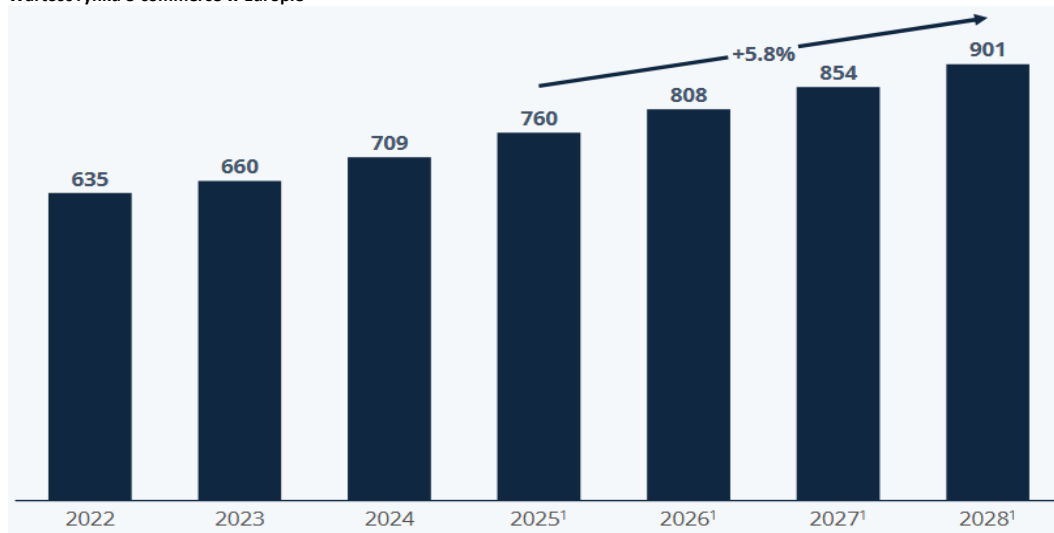
■ 2020 r. ■ 2021 r. ■ 2022 r.¹ ■ 2023 r.

Źródło: Strategy&

Rynek e-commerce w Europie

Według danych ECDB, wartość rynku e-commerce w Europie w 2024 r. wyniosła ok. 709 mld USD. W kolejnych latach, do 2028 r., zakładany jest stabilny wzrost rzędu +5,8% rocznie. Prognoza zakłada wzrost wartości rynku do 901 mld USD w 2028 r. Największą kategorią e-commerce w 2024 r. była moda. Sprzedaż tego segmentu wyniosła 149 mld USD, z czego 59% stanowiły ubrania, 23% obuwie, a 18% akcesoria.

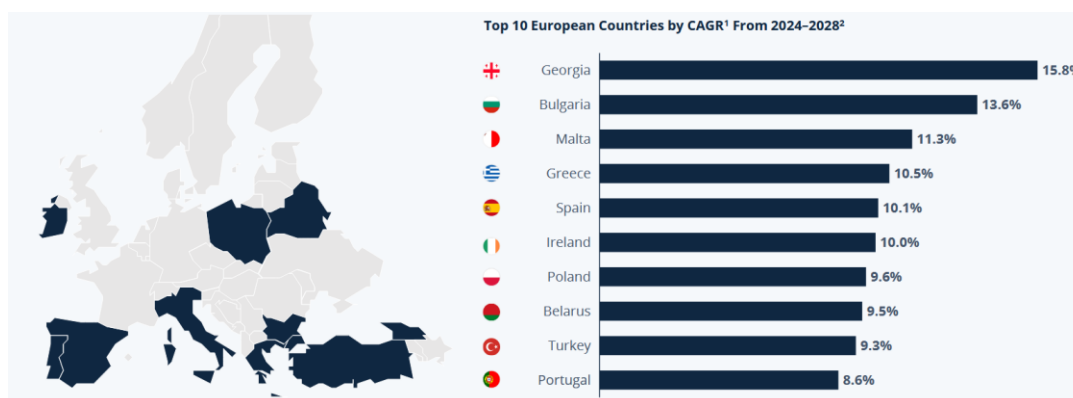
Wartość rynku e-commerce w Europie



Źródło: ECDB

Dla krajów Europy Południowej oczekiwane dynamiki wzrostu są znacznie wyższe. Najmocniejszy rozwój w ciągu kolejnych 4 lat ma zaliczyć Gruzja (+15,8%), Bułgaria (+13,6%) i Malta (+11,3%). Z grona 10 krajów, dla których CAGR ma być najwyższy, Answer.com działa na trzech – Bułgaria, Grecja i Polska.

Top 10 krajów europejskich pod względem prognozowanego CAGR na lata 2024-2028



Źródło: ECDB

PROGNOZA NA 2Q'25 I KOLEJNE OKRESY

Według wstępnych danych sprzedażowych opublikowanych przez spółkę, przychody wg MSSF w 2Q'25 wyniosły ok. 394 mln PLN (+15% r/r). Spodziewamy się, że wynik ten może być finalnie lekko wyższy (395,1 mln PLN) ze względu na dosyć konserwatywną politykę spółki w zakresie szacowania zwrotów, których klienci mogą dokonać w ciągu 30 dni od zakupu towaru.

Z uwagi na zakończony proces premiumizacji, spodziewamy się wzrostu marży brutto na sprzedaży z 40,9% w 2Q'24 do 42,6% w 2Q'25. Odzież i obuwanie premium cechuje się wyższą rentownością, dlatego ustabilizowanie średniego koszyka w wyższym segmencie i wyższa dynamika sprzedaży PRM niż Answear.com powinny przyczynić się do poprawy tego wskaźnika. Dodatkowo, stopniowe ograniczenie kosztów marketingu w stosunku do przychodów będzie budować marżę EBIT.

Ze względu na poprawę wyników sprzedażowych spółki, spodziewamy się wzrostu kosztów wynagrodzeń. Osiągnięcie założonych celów powinno wiązać się z wypłatą premii dla pracowników, co może być widoczne już w 2Q'25. Mimo to, spodziewamy się istotnej poprawy wyniku operacyjnego. Zakładamy wzrost zysku EBIT do 8,9 mln PLN, wobec -15,2 mln PLN straty rok wcześniej. Przekłada się to na 14,8 mln PLN zysku EBITDA (vs -10,2 mln PLN w 2Q'24).

Wzrost zobowiązań kredytowych, jaki widoczny był w sprawozdaniu za 1Q'25, w naszej ocenie spowoduje zwiększenie kosztów finansowych. Dodatkowo, zmiana kursu EUR/PLN powinna negatywnie wpłynąć na koszt leasingu, co również obniży wynik z działalności finansowej. Na poziomie netto szacujemy stratę w wysokości -0,1 mln PLN wobec -17,6 mln PLN w 2Q'24.

Biorąc pod uwagę przesunięcie nadejścia wiosennej pogody, w szczególności zimny maj, pozytywnie oceniamy poziom przychodów w 2Q'25. Wyniki 2Q'24 stanowią niską bazę ze względu na trwające wtedy prace związane ze zmianami w pozycjonowaniu spółki, co pociągnęło za sobą chwilowy spadek sprzedaży, oraz zwiększone koszty, głównie marketingu. Rozwijająca się marka PRM w naszej ocenie powinna pokazywać wysokie dynamiki sprzedaży, jednak pod względem rentowności trzeba jeszcze poczekać na osiągnięcie docelowych poziomów. Dlatego też, wyniki 2Q'25 wykażą znaczącą poprawę r/r, natomiast dalej jest to okres przejściowy dochodzenia do zakładanej marżowości. Spodziewamy się utrzymania wzrostowego trendu średniej wartości koszyka, co będzie wpływało na obniżenie jednostkowych kosztów sprzedaży i wspierało dalszą poprawę wyników spółki w kolejnych okresach.

Prognoza wyników na kolejne kwartały [mln PLN]

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25P	4Q25P
Przychody ze sprzedaży	271,1	285,3	273,2	430,4	288,5	343,4	344,0	532,7	352,5	395,1	396,9	616,5
Answear.com	267,3	284,1	260,1	405,7	263,6	307,6	309,3	486,7	313,4	353,4	355,4	559,2
PRM	0,0	1,1	11,8	23,7	24,9	34,8	34,6	45,9	39,2	41,7	41,6	57,4
EBIT	11,8	12,5	2,9	13,0	-1,7	-15,2	-3,9	32,7	4,0	8,9	6,6	36,5
EBITDA	15,3	16,2	7,3	18,0	3,4	-10,2	2,1	39,1	9,9	14,8	12,8	42,7
Zysk netto	3,4	11,6	-8,2	13,6	-4,3	-17,6	-6,8	18,6	3,7	-0,1	-0,2	22,3
Marża brutto na sprzedaży	39,7%	43,9%	37,8%	38,0%	38,8%	40,9%	38,6%	40,7%	39,6%	42,6%	40,2%	40,5%
Marża EBIT	4,3%	4,4%	1,1%	3,0%	-0,6%	-4,4%	-1,1%	6,1%	1,1%	2,3%	1,7%	5,9%
Marża EBITDA	5,7%	5,7%	2,7%	4,2%	1,2%	-3,0%	0,6%	7,3%	2,8%	3,8%	3,2%	6,9%
Marża zysku netto	1,3%	4,1%	-3,0%	3,2%	-1,5%	-5,1%	-2,0%	3,5%	1,0%	0,0%	0,0%	3,6%

Źródło: BDM, spółka

Prognoza wyników na kolejne lata

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody ze sprzedaży	1 260,1	1 508,6	1 761,1	1 997,3	2 246,4	2 515,8	2 786,1	3 052,3	3 308,3	3 532,5	3 730,2	3 927,0
Answear.com	1 217,2	1 367,2	1 581,3	1 786,8	2 001,3	2 231,4	2 459,0	2 677,9	2 881,4	3 062,9	3 216,0	3 376,9
PRM	36,6	140,3	179,9	210,4	245,2	284,4	327,0	374,5	426,9	469,6	514,2	550,2
EBIT	40,2	12,0	55,9	78,2	88,5	113,6	131,4	141,8	236,4	258,4	283,6	299,1
EBITDA	56,7	34,4	80,2	101,2	111,5	141,2	162,2	174,8	266,3	285,9	309,6	324,2
Zysk netto	20,4	-10,0	25,7	43,4	53,8	72,5	88,4	98,3	175,1	193,8	215,1	228,5
Marża brutto na sprzedaży	39,6%	39,9%	40,7%	41,2%	41,0%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%
Marża EBIT	3,2%	0,8%	3,2%	3,9%	3,9%	4,5%	4,7%	4,6%	7,1%	7,3%	7,6%	7,6%
Marża EBITDA	4,5%	2,3%	4,6%	5,1%	5,0%	5,6%	5,8%	5,7%	8,0%	8,1%	8,3%	8,3%
Marża zysku netto	1,6%	-0,7%	1,5%	2,2%	2,4%	2,9%	3,2%	3,2%	5,3%	5,5%	5,8%	5,8%

Źródło: BDM, spółka

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Aktywa trwałe	207,2	222,4	213,0	205,5	217,9	225,8	230,5	216,7	207,1	201,3	198,6	198,6
Rzeczowe aktywa trwałe	9,1	19,1	18,3	18,1	37,9	52,5	63,2	51,1	41,3	33,4	27,0	21,8
Aktywa niematerialne	17,6	24,6	31,3	37,2	42,2	46,4	49,9	56,6	64,2	72,9	82,3	92,5
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	135,5	126,9	115,4	102,2	89,8	78,9	69,3	60,9	53,5	47,0	41,3	36,3
Aktywa obrotowe	563,8	609,7	680,5	766,7	854,9	950,5	1067,6	1214,2	1383,9	1525,5	1672,1	1814,4
Zapasy	396,7	459,8	532,1	599,4	672,3	750,9	829,2	906,0	979,2	1042,7	1101,1	1159,2
Należności handlowe oraz pozostałe należności	75,5	100,5	116,3	127,9	142,1	157,0	171,6	185,5	198,3	208,9	220,6	232,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	87,7	46,8	28,1	35,4	36,7	38,7	62,9	118,8	202,5	270,0	346,5	419,1
Aktywa razem	771,0	832,0	893,5	972,2	1072,9	1176,3	1298,1	1430,9	1591,0	1726,8	1870,6	2013,0
Kapitał własny	233,5	223,5	249,2	292,6	346,4	418,8	507,3	605,6	731,5	837,8	955,9	1076,9
Kapitał podstawowy	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Kapitał ze sprzedaży akcji powyżej ich wartości nominalnej	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5	192,5
Zyski zatrzymane	20,2	-10,0	25,7	43,4	53,8	72,5	88,4	98,3	125,9	106,3	118,2	120,9
Zobowiązania długoterminowe	151,9	141,7	125,5	114,9	105,2	96,4	88,4	81,1	74,6	68,6	63,2	58,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	141,7	128,2	115,8	105,1	95,4	86,6	78,7	71,4	64,8	58,9	53,4	48,5
Zobowiązania krótkoterminowe	385,6	466,8	518,8	564,7	621,3	661,1	702,4	744,2	785,0	820,4	851,6	877,9
Oprocentowane kredyty i pożyczki	120,6	109,8	111,3	112,3	121,1	109,0	98,1	88,3	79,4	71,5	64,3	57,9
Zobowiązania z tytułu leasingu	15,2	18,0	17,0	15,5	14,0	12,7	11,6	10,5	9,5	8,7	7,9	7,1
Zobowiązania handlowe oraz inne zobowiązania operacyjne	216,7	300,8	348,1	394,6	443,9	497,1	550,5	603,1	653,7	698,0	737,1	770,6
Pasywa razem	771,0	832,0	893,5	972,2	1072,9	1176,3	1298,1	1430,9	1591,0	1726,8	1870,6	2013,0
Rachunek wyników [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody	1 260,1	1 508,6	1 761,1	1 997,3	2 246,4	2 515,8	2 786,1	3 052,3	3 308,3	3 532,5	3 730,2	3 927,0
Answear.com	1 217,2	1 367,2	1 581,3	1 786,8	2 001,3	2 231,4	2 459,0	2 677,9	2 881,4	3 062,9	3 216,0	3 376,9
PRM	36,6	140,3	179,9	210,4	245,2	284,4	327,0	374,5	426,9	469,6	514,2	550,2
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	760,6	906,7	1 044,0	1 174,0	1 325,4	1 471,7	1 629,8	1 785,6	1 935,3	2 066,5	2 182,2	2 297,3
Koszty SG&A	457,4	579,7	652,5	735,3	821,6	918,2	1 011,2	1 100,9	1 110,4	1 179,8	1 235,1	1 299,7
EBIT	40,2	12,0	55,9	78,2	88,5	113,6	131,4	141,8	236,4	258,4	283,6	299,1
EBITDA	56,7	34,4	80,2	101,2	111,5	141,2	162,2	174,8	266,3	285,9	309,6	324,2
Zysk brutto	25,9	-11,1	32,7	54,6	67,6	91,1	111,1	123,5	220,0	243,6	270,3	287,1
Zysk netto	20,4	-10,0	25,7	43,4	53,8	72,5	88,4	98,3	175,1	193,8	215,1	228,5
Cash Flow [mln PLN]	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przepływy z działalności operacyjnej	103,7	193,5	190,3	241,9	127,9	142,4	153,6	160,0	229,6	245,8	258,8	261,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,9	-24,7	-15,4	-15,5	-35,5	-35,5	-35,5	-19,2	-20,2	-21,7	-23,3	-25,1
Przepływy z działalności finansowej	-54,0	-209,5	-193,8	-219,1	-91,2	-104,9	-94,0	-84,9	-125,7	-156,4	-159,0	-163,4
Przepływy pieniężne netto	38,8	-40,8	-18,9	7,3	1,2	2,1	24,1	56,0	83,6	67,6	76,5	72,6
FCF	93,0	168,6	174,9	226,4	92,4	106,9	118,1	140,8	209,3	224,0	235,4	236,0
Środki pieniężne na początek okresu	48,7	87,7	46,8	28,1	35,4	36,7	38,7	62,9	118,8	202,5	270,0	346,5
Środki pieniężne na koniec okresu	87,7	46,8	28,1	35,4	36,7	38,7	62,9	118,8	202,5	270,0	346,5	419,1

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Przychody zmiana r/r	29,4%	19,7%	16,7%	13,4%	12,5%	12,0%	10,7%	9,6%	8,4%	6,8%	5,6%	5,3%
EBITDA zmiana r/r	-8,1%	-39,5%	133,6%	26,2%	10,2%	26,6%	14,9%	7,8%	52,3%	7,4%	8,3%	4,7%
EBIT zmiana r/r	-17,4%	-70,3%	367,5%	39,9%	13,1%	28,4%	15,7%	7,9%	66,7%	9,3%	9,8%	5,5%
Zysk netto zmiana r/r	-21,0%	-	-	69,0%	23,8%	34,8%	22,0%	11,2%	78,1%	10,7%	11,0%	6,2%
Marża brutto na sprzedaży	39,6%	39,9%	40,7%	41,2%	41,0%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%
Marża EBITDA	4,5%	2,3%	4,6%	5,1%	5,0%	5,6%	5,8%	5,7%	8,0%	8,1%	8,3%	8,3%
Marża EBIT	3,2%	0,8%	3,2%	3,9%	3,9%	4,5%	4,7%	4,6%	7,1%	7,3%	7,6%	7,6%
Marża brutto	2,1%	-0,7%	1,9%	2,7%	3,0%	3,6%	4,0%	4,0%	6,7%	6,9%	7,2%	7,3%
Marża netto	1,6%	-0,7%	1,5%	2,2%	2,4%	2,9%	3,2%	3,2%	5,3%	5,5%	5,8%	5,8%
COGS / przychody	60,4%	60,1%	59,3%	58,8%	59,0%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%	58,5%
SG&A / przychody	36,3%	38,4%	37,0%	36,8%	36,6%	36,5%	36,3%	36,1%	33,6%	33,4%	33,1%	33,1%
SG&A / COGS	60,1%	63,9%	62,5%	62,6%	62,0%	62,4%	62,0%	61,7%	57,4%	57,1%	56,6%	56,6%
ROE	8,8%	-4,5%	10,3%	14,8%	15,5%	17,3%	17,4%	16,2%	23,9%	23,1%	22,5%	21,2%
ROA	2,7%	-1,2%	2,9%	4,5%	5,0%	6,2%	6,8%	6,9%	11,0%	11,2%	11,5%	11,3%
Dług	277,52	255,98	244,17	232,90	230,55	208,35	188,30	170,18	153,80	139,00	125,63	113,55
D / (D+E)	54,3%	53,4%	49,5%	44,3%	40,0%	33,2%	27,1%	21,9%	17,4%	14,2%	11,6%	9,5%
D / E	118,8%	114,5%	98,0%	79,6%	66,6%	49,7%	37,1%	28,1%	21,0%	16,6%	13,1%	10,5%
Dług netto	189,8	209,2	216,0	197,4	193,9	169,6	125,4	51,3	-48,7	-131,0	-220,9	-305,6
Dług netto / kapitał własny	0,8	0,9	0,9	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Dług netto / EBITDA	3,3	6,1	2,7	2,0	1,7	1,2	0,8	0,3	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9
Dług netto / EBIT	4,7	17,5	3,9	2,5	2,2	1,5	1,0	0,4	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0
EV	716,5	735,9	742,7	728,9	730,1	710,5	666,3	592,2	492,2	409,8	320,0	235,3
Dług / EV	38,7%	34,8%	32,9%	32,0%	31,6%	29,3%	28,3%	28,7%	31,2%	33,9%	39,3%	48,3%
CAPEX / Przychody	0,8%	1,6%	0,9%	0,8%	1,6%	1,4%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	65,6%	110,8%	63,5%	67,2%	153,8%	128,6%	115,2%	58,1%	67,8%	78,9%	89,6%	100,1%
Amortyzacja / Przychody	1,3%	1,5%	1,4%	1,2%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	3,7%	0,3%	2,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%
Zmiana KO / Zmiana Przychodów	16,2%	1,6%	16,2%	13,7%	15,2%	15,0%	14,6%	14,3%	13,9%	13,2%	15,7%	18,4%
Wskaźniki rynkowe	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
MC/S*	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
P/E*	25,8	-52,5	20,5	12,2	10,0	7,5	6,1	5,5	3,1	2,8	2,5	2,4
P/BV*	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	1,4	1,5	1,8	2,0
P/CE*	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,5
EV/EBITDA*	12,6	21,4	9,3	7,2	6,5	5,0	4,1	3,4	1,8	1,4	1,0	0,7
EV/EBIT*	17,8	61,5	13,3	9,3	8,3	6,3	5,1	4,2	2,1	1,6	1,1	0,8
EV/S*	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
BVPS	12,3	11,8	13,1	15,3	17,9	21,5	26,0	31,1	37,5	43,0	49,0	55,2
EPS	1,1	-0,5	1,4	2,3	2,8	3,7	4,5	5,0	9,0	9,9	11,0	11,7
CEPS	1,9	0,7	2,6	3,5	4,0	5,1	6,1	6,7	10,5	11,4	12,4	13,0
FCFPS	4,9	8,9	9,2	11,8	4,8	5,5	6,1	7,2	10,7	11,5	12,1	12,1
DPS w okresie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	4,5	5,0	5,5
DY*	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,1%	16,2%	17,9%	19,9%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

* obliczenia przy cenie 27,75 PLN

Źródło: BDM

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji Answear.com

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	37,9	---	---	08.07.2025	08:55 CEST	27,8	105 479,27

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa - teoretyczna cena, jaką według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj - inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj - proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj - inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj - proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj - inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF - najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM - opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza - bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'25*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2025-07-08.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2025-07-08 (08:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2025-07-15.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa Inwestycyjnego).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 08.07.2025 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.