

Przegląd wyników 2017 &

Prognoza wyników IQ '18

Emil Popławski
 Analityk akcji
 609 777 386
 e.poplawski@polskidm.com.pl

12/04/2018

TIM

Dystrybucja

Kupuj

TP: PLN 14.86

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Kapitałowej wyniosły PLN 719.2m i były nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Pozytywnie postrzegamy wyniki za IVQ pomimo straty z perspektywy wyniku netto. Na wspomnianą stratę istotny wpływ miały odpisy aktualizujące wartość zapasów o PLN 3.6m (zabieg czysto księgowy, brak odpływu gotówki) i wzrost kosztów usług logistycznych. W roku 2018 nie spodziewamy się wysokich odpisów w związku z ostatecznym wyczyszczeniem bilansu przez Zarząd. Dodatkowo nowa, bardziej rygorystyczna polityka dotycząca zwrotów towaru pozytywnie wpłynie na wysokość odpisów w kolejnych kwartałach (spodziewamy się, że w '18 odpisy nie przekroczą PLN 3m). Zwracamy uwagę na świetny cash flow operacyjny i stabilną pozycję płynnościową TIM-u. Wysokie odczyty produkcji budowlano-montażowej napawają nas dalszym optymizmem co do tegorocznych obrotów w spółce. Podtrzymujemy nasze oczekiwania co do dodatniego wyniku netto 3LP w 2018 roku i spodziewamy się udziału klientów zewnętrznych w przychodach spółki w przedziale 25-30%. Zgodnie z oczekiwaniami Zarządu, wierzymy, że każda spółka zależna będzie miała dodatni wpływ na wyniki Grupy Kapitałowej. Konsekwentnie podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do TIM-u i przekonanie o atrakcyjności jego wyceny.

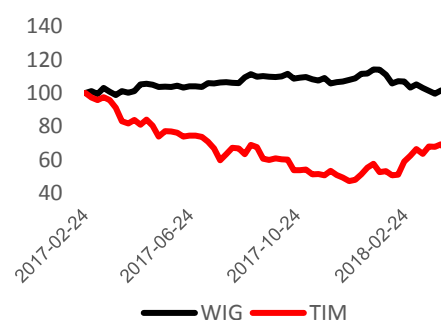
1) Omówienie wyników

Tabela 1: Wyniki kwartalne vs. prognoza PDM

(PLN m)	4Q16	4Q17	YoY	PDM 4Q17	Wyniki vs PDM
Przychody	182.2	204.1	12%	200.4	2%
EBITDA	-0.4	1.3	n/a	4.6	-71%
EBIT	-2.4	-1.3	n/a	2.0	n/a
Zysk netto	-2.2	-1.4	n/a	1.5	n/a
Marża EBITDA	-0.2%	0.6%		2.3%	
Marża netto	-1.2%	-0.7%		0.7%	

Źródło: TIM, szacunki PDM

- Przychody ze sprzedaży za '17 wzrosły 7.9% do PLN 719.2m z czego sam IVQ przyniósł PLN 204.1m przychodów co oznacza wzrost o 12% r/r. Jest to wynik nieznacznie przekraczający naszą wcześniejszą prognozę. Udział sprzedaż internetowej wzrósł do 70.1% w stosunku do IVQ '16 kiedy wynosił 68.2%.
- Oferta produktowa wzrosła do 76 312 indeksów w magazynie co oznacza wzrost o 3% r/r. Liczba linii w sklepie TIM.pl wzrosła o 16% r/r do 881 385.
- Zgodnie z naszymi przewidywaniami TIM zanotował wzrost marży brutto. Wygenerowana marża to odpowiednio 17.2% w skali całego roku i wysokie 18% w IV kwartale.



Wszystkie ceny aktualizowane są na koniec sesji giełdowej z dnia 29.03.2018 chyba, że jest to inaczej określone. Ceny pochodzą z lokalnych giełd za pośrednictwem serwisów Reutersa, Bloombergu oraz innych dostawców. Źródłem danych jest PDM oraz opisywane firmy.

- Spadek udziału niskomarkowych kabli w strukturze sprzedaży z 36% w 2016 r. do 32.9% w 2017 r. TIM konsekwentnie realizuje swoją strategię związaną ze zwiększaniem ilości produktów wysokomarkowych w strukturze sprzedaży. Pozytywnie postrzegamy 97% dynamikę produktów niskomarkowych (m.in. kable i przewody) vs. 116% dynamiki na produktach o najwyższych marżach (m.in. aparatura).
- Z perspektywy całego roku największy wzrost kosztów miał miejsce w zakresie usług obcych (PLN 50.8m) i kosztów wynagrodzeń (PLN 43.1m). Nasze prognozy wskazujące na niewiele niższe koszty nie uwzględniały dodatkowych odpisów aktualizacyjnych. Udział kosztów operacyjnych w strukturze przychodów '17 wyniósł 17.6%.
- Zarówno rok 2017 jak i sam IV kwartał zostały zakończone nieznaczną stratą. Nasza prognoza kwartalna zakładała dodatni wynik netto a powstała różnica wynika z odpisów z tytułu aktualizacji wartości zapasów (koszt nie powodujący odpływu gotówki).
- Na cash flow z działalności operacyjnej wynoszący PLN 13.8m '17 składają się w głównej mierze wydłużenie terminów płatności i wysoka amortyzacja. W IVQ TIM pokazał PLN 9.5m CFO co postrzegamy bardzo pozytywnie

Tabela 2: Podsumowanie wyników

(PLN m)	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	YoY	2016	2017	YoY
Przychody	147.7	162.1	174.2	182.2	163.2	165.4	186.5	204.1	12.0%	666.2	719.2	7.9%
COGS	125.5	135.4	149.6	153.0	135.8	137.8	154.5	167.4	9.4%	563.5	595.6	5.7%
Zysk brutto ze sprzedaży	22.2	26.7	24.6	29.2	27.4	27.6	32.0	36.7	25.7%	102.7	123.6	20.4%
Amortyzacja	1.7	1.3	1.9	2.1	2.5	2.7	2.6	2.7	29.8%	6.9	10.4	51.1%
Zużycie materiałów i energii	1.9	2.0	2.2	3.0	2.3	2.5	2.0	2.4	-19.7%	9.1	9.2	1.3%
Usługi obce	8.9	9.5	9.3	13.2	11.6	12.1	12.7	14.3	8.6%	40.8	50.8	24.3%
Świadczenia pracownicze	9.4	8.8	9.6	11.0	10.0	10.1	10.8	12.2	11.3%	38.7	43.1	11.3%
Pozostałe	0.8	2.1	1.5	3.8	2.7	2.4	2.1	5.5	43.9%	8.3	12.8	54.4%
EBIT	5.0	2.4	-1.4	-2.4	-1.6	-2.0	1.8	-1.3	n/a	-1.1	-2.7	n/a
Przychody/koszty finansowe	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	n/a	4.7	-0.5	-110.6%
Zysk brutto	4.8	2.3	-1.6	-2.5	-1.8	-2.2	1.4	-1.7	n/a	3.0	-4.3	-240.4%
Podatek	0.4	1.3	0.0	-0.4	-0.4	-0.3	0.4	-0.1	n/a	1.4	-0.4	-131.5%
Zysk/strata netto	4.5	1.0	-1.6	-2.2	-1.4	-1.9	1.0	-1.4	n/a	1.7	-3.7	-320.8%
Amortyzacja	1.7	1.3	1.9	2.1	2.5	2.7	2.6	2.7	29.8%	6.9	10.4	51.1%
EBITDA	6.6	3.7	0.5	-0.4	0.9	0.6	4.4	1.3	-459.9%	10.5	7.3	-31.0%
Marża EBITDA	4.5%	2.3%	0.3%	-0.2%	0.6%	0.4%	2.3%	0.6%		1.6%	1.0%	
Marża EBIT	3.4%	1.5%	-0.8%	-1.3%	-1.0%	-1.2%	1.0%	-0.7%		-0.2%	-0.4%	
Marża netto	3.0%	0.6%	-0.9%	-1.2%	-0.8%	-1.2%	0.5%	-0.7%		0.3%	-0.5%	

Źródło: TIM, szacunki PDM

2) Wnioski po konferencji z Zarządem

- **3LP.** Sytuacja logistycznej spółki ulega ciągłej poprawie czego wynikiem jest rosnący udział klientów zewnętrznych w strukturze sprzedaży. BEP którego oczekujemy pod koniec '18 roku będzie miał istotny wpływ na wyniki TIM-u. Z racji pozyskania nowych klientów Centrum Logistyczne zostanie rozbudowane o dodatkowe 10 tys m² co pozwoli zaspokoić potrzeby nowego najemcy. W pesymistycznej wersji udział klientów zewnętrznych w przychodach 3LP sięgnie pod koniec roku do 25%.
- **Produkcja budowlano-montażowa.** Imponujący wzrost o 32.3% w lutym pozwala optymistycznie patrzeć na najbliższe kwartały. Wzrost inwestycji może delikatnie zachwiać strukturą sprzedażową (kanał tradycyjny vs. e-commerce) z racji większej ilości projektów inwestycyjnych (nieznacznie zwiększenie udziału kanału tradycyjnego).
- **Przegląd opcji strategicznych.** Ogłoszony niedawno przegląd opcji strategicznych jest w trakcie realizacji. Na chwilę obecną Zarząd nie wyklucza żadnej z możliwych opcji.

- **W planach dalsze zwiększanie oferty.** Rosnące przychody w TIM to kompozycja dwóch składników – ilości klientów i rosnącej oferty. Zarząd wskazuje, że najszerza obecnie oferta produktowa w Polsce będzie nadal rozwijana.
- **Bilans już czysty.** Tegoroczne odpisy wyniosły PLN 6.7m przekroczyły nasze oczekiwania. Zgodnie z zapowiedziami Zarządu bilans jest już „czysty” a odpisy w następnym roku powinny być znacznie niższe.
- **Postępująca automatyzacja.** 98% faktur wystawianych elektronicznie, pełne uruchomienie shuttle system pod koniec roku i nakłady inwestycyjne na dalsze zwiększanie wydajności. Dzięki automatyzacji rosnące obroty nie powodują konieczności ciągłego zwiększania zatrudnienia co postrzegamy szczególnie korzystnie wobec rynkowej presji wynagrodzeń.
- **Ilość pracowników.** Prowadzona od 3 lat polityka utrzymania stałego poziomu zatrudnienia będzie utrzymana.
- **Polityka zwrotów.** Bardzo otwarta do tej pory polityka zwrotów została gruntownie przebudowana. Od lutego to nabywcy pokrywają koszty zwrotu towaru (wcześniej pokrywał je TIM), termin na zwrot towaru został skrócony do 14 dni a w przypadku towarów niestandardowych, zwrot nie jest możliwy w ogóle. W wyniku wprowadzonych zmian ilość zwrotów spadła o 60%.
- **TIM zmienia pory roku.** Ciekawe i w pełni uzasadnione stwierdzenie Prezesa Zarządu nawiązujące do trwającego procesu oderwania TIM-u od koniunktury w produkcji budowlano-montażowej. Jednostkowe przychody za zazwyczaj najsłabszy pierwszy kwartał wyniosły w '18 PLN 176.73m, historycznie ustępując jedynie wynikom za 4Q17, kiedy to obroty zawsze są najwyższe.

3) Prognozy IQ '18

Tabela 3: Prognoza na IQ '18

(PLN m)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY
Przychody	163.2	165.4	186.5	204.1	195.0	19.5%
EBITDA	0.9	0.6	4.4	1.3	3.6	296.8%
EBIT	-1.6	-2.0	1.8	-1.3	1.0	n/a
Zysk netto	-1.4	-1.9	1.0	-1.4	0.6	n/a
Marża EBITDA	0.6%	0.4%	2.3%	0.6%	1.9%	
Marża netto	-0.8%	-1.2%	0.5%	-0.7%	0.3%	

Źródło: TIM, szacunki PDM

- **Przychody.** Oczekujemy najlepszego pierwszego kwartału w historii TIM-u. Jednostkowa sprzedaż PLN 176.6m i wyniki spółek zależnych przełożą się na PLN 195m przychodów Grupy Kapitałowej.
- **Rentowność.** Zakładana przez nas rentowność brutto wynosi 17.1% przy marży EBITDA 1.9%.
- **Koszty operacyjne.** Spodziewamy się, że IQ '18 będzie ostatnim w którym wyniki TIM-u będą obciążone dużą ilością zwrotów (w szczególności w lutym z racji zmiany polityki zwrotów i ich nasilenia). Oczekiwana przez nas struktura kosztów jest podobna do tej z IVQ '17.
- **Wycena.** Aktualna wycena rynkowa w naszej opinii nadal nie odzwierciedla wartości godziwej papierów dystrybutora. 0.25 EV/S '18 i 1.2 P/BV '18 implikują ciągle duży potencjał wzrostu wyceny TIM-u.

Informacje końcowe

Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja
 ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{kapitał własny}$
 ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{aktywa razem}$
 WACC – średni ważony koszt kapitału
 Dług netto – dług oprocentowany pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 CAGR – średnioroczny wzrost
 EPS – zysk na akcje, liczony według formuły $\text{zysk netto} / \text{liczba akcji}$
 DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły $\text{wyplacona dywidenda} / \text{liczba akcji}$
 C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
 C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} / \text{zysk netto}$
 EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły $\text{kapitalizacja rynkowa} + \text{dług netto}$
 EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja}$
 EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły $\text{EV} / \text{przychody ze sprzedaży}$
 CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
 QR – wskaźnik szybkości płynności, liczony według formuły $\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy} / \text{zobowiązania krótkoterminowe}$
 Marża EBIT – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} / \text{przychody ze sprzedaży}$
 Marża EBITDA – marża, liczona według formuły $\text{zysk operacyjny} + \text{amortyzacja} / \text{przychody ze sprzedaży}$
 Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły $\text{zysk brutto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
 Marża zysku netto – marża, liczona według formuły $\text{zysk netto} / \text{przychody ze sprzedaży}$
 Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje, ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły $(\text{średni stan zapasów} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
 Rotacja należności w liczbie dni – pokazuje, średnio po ilu dniach, środki pieniężne wynikające z należności trafiają do firmy, liczona według formuły $(\text{średni stan należności} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$
 Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio, ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły $(\text{średni stan zobowiązań} / \text{przychody ze sprzedaży}) * 365$

PDM S.A. wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Metoda DCF jest najpopularniejszą i najbardziej cenioną metodą wyceny. Opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w celu ustalenia ich wartości bieżącej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte parametry i założenia odnoszące się do przyszłości, w szczególności przyszłe zyski i wartość rezydualna. Metoda porównawcza bazuje na mnożnikach spółek z grupy porównawczej, a co za tym idzie bardzo dobrze pokazuje bieżącą sytuację na rynku. Wadą wyceny przy użyciu metody porównawczej jest trudność w wyborze odpowiednich spółek do grupy porównawczej a także ryzyko polegające na nieprawidłowej wycenie porównywanych spółek przez rynek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – spółka fundamentalnie niedowartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie wzrośnie.

Trzymaj – spółka właściwie wyceniana przez rynek. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego powinna oscylować w granicach aktualnej ceny rynkowej.

Sprzedaj – spółka fundamentalnie przewartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie spadnie.

Rekomendacja zapada w dni jej zmiany (zapadnięcie poprzez zmianę), lub na dzień w którym upływa 12 miesięcy od dnia wydania rekomendacji (zapadnięcie poprzez osiągnięcie terminu ważności), w zależności, który z powyższych terminów okaże się wcześniejszy.

Rekomendacje PDM		
Kierunek rekomendacji	Ilość rekomendacji wydanych	%
Kupuj	3	75%
Trzymaj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

Historia rekomendacji				
Data wydania	Kierunek	Cena docelowa (PLN)	Cena w dniu wydania (PLN)	Cena bieżąca (PLN)
20.03.2018	Kupuj	14.86	8.62	8.98

Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 12 kwietnia 2018 r. 17:00

Dystrybucja niniejszego raportu: 12 kwietnia 2018 r., 17:30.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania.

PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.).

Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy Dystrybucji Usług Analitycznych przez PDM lub innej umowy zawierającej zobowiązanie PDM do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom PDM w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora Departamentu Analiz. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w piątym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawniane w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

PDM wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez PDM, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich. PDM nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. PDM nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Dział analiz

Polski Dom Maklerski

Krzysztof Kuper,
Makler papierów wartościowych
Tel: 665 305 208

Monika Franczak,
Makler papierów wartościowych
Tel: 607 775 006

Emil Popławski,
Makler papierów wartościowych
Tel: 609 777 386

Łukasz Koprowski
Tel: 607 909 222

Paweł Demczuk
Dyrektor ds. sprzedaży
instytucjonalnej

Tel: 601 412 423



Polski Dom Maklerski S.A.

ul. Moniuszki 1A

00-014 Warszawa

www.polskidm.com.pl