

Dystrybucja

ELEKTROTECHNIKA

Zróżnicowane strategie rozwoju i wyceny liderów branży



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

Fakt występowania w minionym roku w Polsce silnego ożywienia w sferze gospodarki jest niezaprzeczalny. Jednakże, pomimo dość już zaawansowanego w swoim wzrostowym stadium cyklu koniunkturalnego, nie wszystkie sektory polskiej gospodarki były dotychczas w stanie wziąć udział w konsumpcji jego owoców. Praktycznie do połowy 2017 r. akceleracja tempa wzrostu PKB opierała się głównie na wzroście konsumpcji wewnętrznej, co było efektem: 1) polityki socjalno-ekonomicznej nowej ekipy rządowej (stymulacja gospodarki poprzez wzrost wydatków socjalnych); 2) sprzyjających czynników demograficznych (powojenny wyż demograficzny wkraczający w wiek emerytalny powoduje spadek stopy bezrobocia i wzrost presji na podwyżki płac); 3) poprawy koniunktury na światowych rynkach (w szczególności u naszych zachodnich partnerów handlowych); 4) stabilizacji w obszarze utrzymywania się na rynkach polityki niskich stóp procentowych (tani kredyt, niska skłonność do oszczędzania i odraczania w czasie konsumpcji). Inwestycyjny silnik wzrostu, pracował w tym czasie na obrotach dużo poniżej potencjału, co spowodowane było wolniejszym niż pierwotnie oczekiwano tempem rozkręcania się programów inwestycyjnych współfinansowanych ze środków europejskich. W końcówce 2017 dynamika nakładów na środki trwałe uległa jednak zdecydowanej akceleracji, co uwidoczniło się m.in. w coraz lepszych wskaźnikach dynamiki produkcji budowlano-montażowej. W naszej ocenie, najlepsze na co stać naszą gospodarkę w tym obszarze dopiero przed nami.

Dystrybucja elektrotechniki jest segmentem rynku, który daje według nas bardzo dobrą ekspozycję na poprawę koniunktury w szeroko rozumianym budownictwie. Przedstawiciele tego sektora, notowani na GPW (TIM i Grodno), to zdecydowani liderzy w swojej branży. Co więcej, obszar dystrybucji elektrotechniki jest wciąż bardzo rozdrobniony. W naszej ocenie najbliższe kilka lat to szansa nie tylko na wzrost, na fali poprawy ogólnokoniunkturalnej, lecz także okazja dla powyższych podmiotów aby zostać liderami w procesie konsolidacji jaki obserwujemy w branży. Obie spółki przyjmują wyraźnie odmienne filozofie rozwoju (poszerzanie oferty połączone z wdrożeniem struktury „asset light” w TIM vs. akwizycje i ewolucja w stronę modelu dystrybucyjno-inżynierskiego w Grodnie), które to postaramy się szerzej zaprezentować w niniejszym raporcie.

Niemniej jednak główną tezę niniejszego raportu jest założenie, że oprócz wykorzystywania poprawiającej się koniunktury, główni gracze obszaru dystrybucji elektrotechniki będą poszerzać swoje udziały rynkowe. W naszej ocenie, w sytuacji gdy konsolidacja rynku staje się niejako priorytetowa, wskaźniki bieżącej rentowności mogą tymczasowo zejść na dalszy plan – liczy się bowiem kto w długim terminie będzie w stanie najbardziej poszerzyć i ustabilizować swoją bazę klientów (potencjał przychodowy), co w okresach mniejszej konkurencyjności pozwoli na generowanie wyższych i stabilniejszych (mniej narażonych na sytuację makroekonomiczną) wyników. Uważamy, że obie analizowane spółki mają przed sobą ciekawą, wzrostową perspektywę (szczególnie w obliczu mającego miejsce ożywienia w obszarze). Na tę chwilę skłaniamy się w stronę TIM-u którego wzrostowy potencjał nie został jeszcze zdyskontowany przez rynek.

Tabela 1: Podsumowanie finansowe (założenia na rok 2018*)

	EV/S	EV/EBITDA	C/Z	DN/EBITDA
TIM	0.25	6.88	14.47	0.49
GRODNO	0.48	10.61	13.54	2.10

Źródło: Szacunki PDM

* Rok obrotowy dla Grodna 2018/2019

Wszystkie ceny zostały pobrane dnia 16.03.2018 o godzinie 17:30 chyba, że jest to inaczej określone. Ceny pochodzą z lokalnych giełd za pośrednictwem serwisów Reutersa, Bloomberg'a oraz innych dostawców. Źródłem danych jest Polski Dom Maklerski oraz opisywane firmy. Polski Dom Maklerski współpracuje oraz stara się prowadzić swoją działalność ze spółkami uwzględnionymi w jego raportach z badań. Dlatego też inwestorzy powinni mieć świadomość, że w firmie może zachodzić konflikt interesów, co mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszego raportu. Inwestorzy powinni brać ten raport pod uwagę jedynie jako jeden z czynników przy podejmowaniu swoich decyzji inwestycyjnych

20/03/2018

TIM

Dystrybucja

Kupuj

TP: PLN 14.86

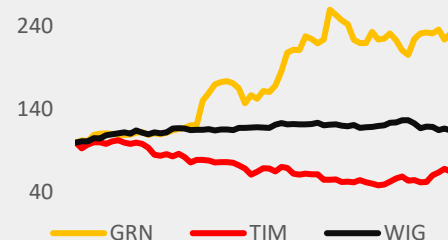
GRN

Dystrybucja

Trzymaj

TP: PLN 13.19

TIM vs. GRN vs. WIG
06.01.2017 – 16.03.2018



Spis treści

Analiza sektora - dystrybutorzy	4
Bieżąca sytuacja makroekonomiczna	4
Dystrybutorzy elektrotechniki	7
TIM.....	12
Charakterystyka spółki	12
Struktura Grupy Kapitałowej	13
Przesłanki do inwestycji.....	14
Czynniki ryzyka	15
Struktura Akcjonariatu i polityka dywidendowa	16
Metodologia wyceny	16
Opis metodologii DCF.....	16
Opis metodologii wyceny porównawczej.....	17
Wyniki finansowe.....	17
Przychody ze sprzedaży	17
Koszty & marże.....	21
Bilans	22
Prognozy finansowe	24
Prognoza na lata 2017-2020	24
Prognoza na 4Q2017	26
Wycena przedsiębiorstwa	27
Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)	27
Wynik wyceny metodą DCF	28
Analiza wrażliwości	29
Wynik wyceny metodą porównawczą.....	29
Sprawozdanie finansowe	30
GRODNO.....	32
Charakterystyka spółki	32
Struktura Grupy Kapitałowej	33
Przesłanki do inwestycji	33
Segmentacja działalności	34
Czynniki ryzyka	36
Struktura Akcjonariatu i polityka dywidendowa	37
Metodologia wyceny	37
Opis metodologii DCF.....	37
Opis metodologii wyceny porównawczej.....	38
Wyniki finansowe.....	38
Przychody ze sprzedaży	38
Koszty & marże.....	42
Bilans	43
Prognozy finansowe	45

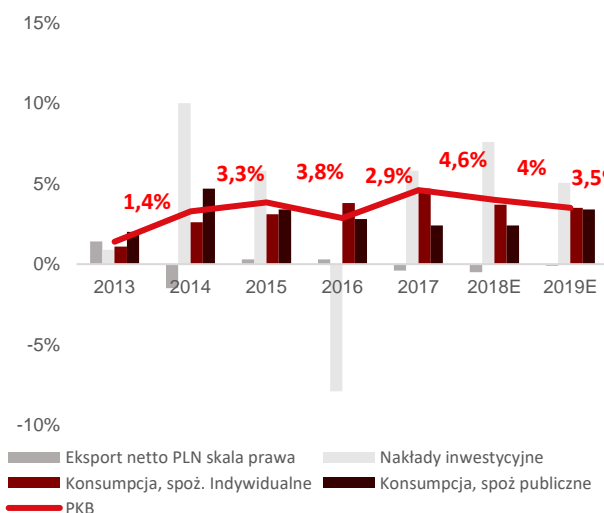
Strategia Grupy Kapitałowej na lata 2017-2020	45
Prognoza na lata 2017-2020	46
Prognoza na 4Q2017/18	48
Wycena przedsiębiorstwa	49
Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)	49
Wynik wyceny metodą DCF	50
Analiza wrażliwości	51
Wynik wyceny metodą porównawczą	51
Sprawozdanie finansowe	52
Informacje końcowe	53

Analiza sektora - dystrybutorzy

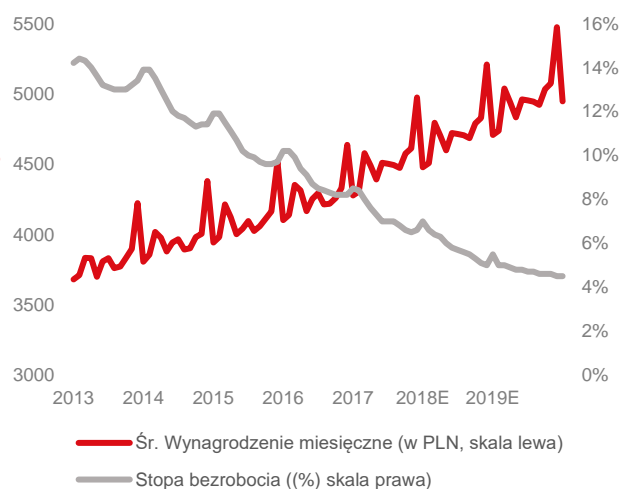
Bieżąca sytuacja makroekonomiczna

Rok 2017 okazał się bardzo udany dla polskiej gospodarki. Będąca w silnej, wzrostowej fazie cyklu koniunkturalnego urosła o 4,6%, co uznajemy za bardzo dobry wynik, szczególnie w perspektywie wzrostu ubiegłorocznego, kiedy to wzrost PKB wyniósł 2,9%, co było odczytem znacząco poniżej pierwotnych oczekiwań większości analityków. Wzrost gospodarczy w minionym roku był w dużej mierze wynikiem wysokiej konsumpcji gospodarstw domowych i ciągłej wstrzeźliwości przedsiębiorców w zakresie wydatków inwestycyjnych. Na wykresie pierwszym przedstawiamy wzrost PKB a także jego projekcję na lata 2018-2019E sporządzoną przez Bank Światowy. Dodatkowo przedstawiamy zmiany najważniejszych składników PKB r/r: wydatków konsumpcyjnych, inwestycyjnych a także eksport netto. Na wykresie drugim przedstawiamy dotychczasowy poziom stopy bezrobocia (skala prawa) i wysokości średniego miesięcznego wynagrodzenia (skala lewa) a także ich prognozy na lata 2018-2019. Prognozy oparte są na rządowym planie finansowym na lata 2017-2020E a także na szacunkach wewnętrznych PDM.

Wykres 1: Zmiana PKB i jego kluczowych składników w latach 2013-2019E (PLN % r/r)



Wykres 2: Wzrost wynagrodzeń i stopa bezrobocia w latach 2013-2019E

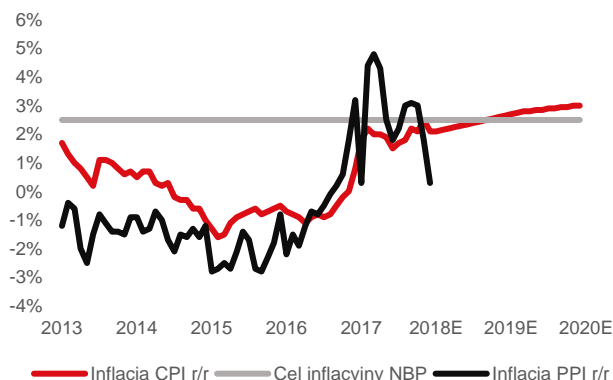


Źródło: Bank Światowy, NBP, GUS, Rządowy plan finansowy na lata 2017-2020. Szacunki PDM

Źródło: Bank Światowy, NBP, GUS, Rządowy plan finansowy na lata 2017-2020. Szacunki PDM

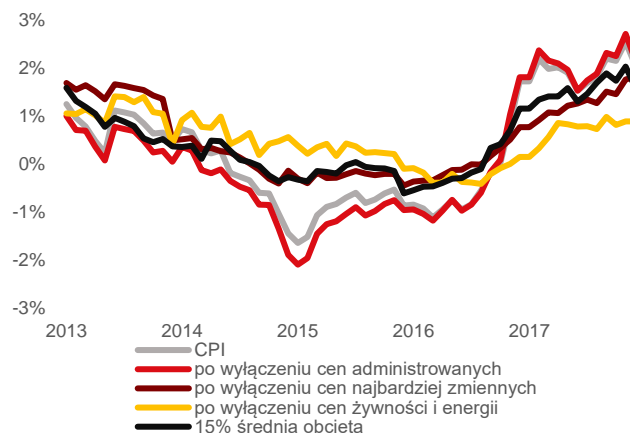
Wspieraniem dla konsumpcji w minionym roku był między innymi program 500+. Beneficjenci programu uwierzyli w trwałość rządowej reformy i konsekwentnie wspierali wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych. Prognozy na rok 2018 wskazują na utrzymanie się silnego wzrostu PKB (Bank Światowy oczekuje 4% wzrostu w roku 2018 i 3,5% w roku 2019 podkreślając jednocześnie lepszą niż zakładano sytuację gospodarczą w strefie euro, która pośrednio wspiera polski eksport). Oczekujemy wyższej, a niżeli w 2017 r. dynamiki inwestycji (spółki nie odczuwają bariery popytu co powinno doprowadzić do intensyfikacji wydatków inwestycyjnych przedsiębiorstw) a także stosunkowo wysokiej konsumpcji związanej z korzystną sytuacją gospodarczo-ekonomiczną w Polsce. W naszej opinii, występująca w ubiegłym roku presja na marże, spowodowana silnym wzrostem wynagrodzeń powinna w tym roku doprowadzić do podwyżek cen, w szczególności w branży budowlanej.

Wykres 7: Inflacja i cel inflacyjny NBP 2013-2019E



Źródło: NBP, GUS, Szacunki PDM

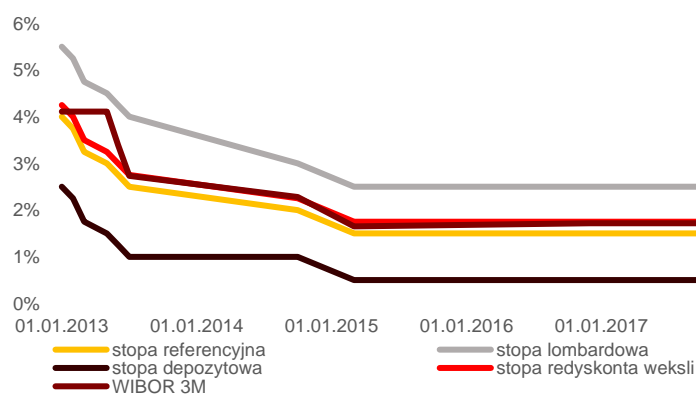
Wykres 8: Inflacja CPI i wyłączenia na lata 2013-2017



Źródło: NBP, GUS, Szacunki PDM

Nie bez znaczenia dla aktualnej sytuacji makroekonomicznej są rekordowo niskie poziomy stóp procentowych. Tani pieniąż stymuluje zarówno wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych, jak i inwestycyjne przedsiębiorstw. Rosnąca inflacja i podwyżki stóp za oceanem wydają się tworzyć sprzyjające otoczenie dla podwyżek stóp również w Polsce. Poprzednie kilka lat to inflacja poniżej celu inflacyjnego NBP, co z pewnością jest jednym z powodów konserwatywnego podejścia RPP jakie obserwowaliśmy w ostatnich kwartałach. Ostatnie wypowiedzi prezesa NBP, prof. Adama Glapińskiego wskazują, że pierwszej podwyżki możemy spodziewać się najwcześniej w roku 2019, a nawet w roku 2020. Należy jednak mieć na uwadze, że w przypadku nagłego przyspieszenia inflacji możemy spodziewać się reakcji Rady. Kluczowym impulsem koniecznym do zmiany gołębiego nastawienia RPP wydaje się być pierwsza podwyżka stóp EBC i wstrzymanie programu QE. Jak wynika z projekcji NBP na lata 2018-2020 inflacja przekroczy cel inflacyjny NBP i wyniesie 2.7% w 2019 r. i 3.0% w 2020r. co postrzegamy jako sygnał do prawdopodobnej podwyżki stóp w 2019 r. Na wykresie poniżej przedstawiamy stopy procentowe NBP na przestrzeni lat 2013-2017 a także WIBOR 3M w analogicznym okresie.

Wykres 9: Podstawowe stopy procentowe NBP

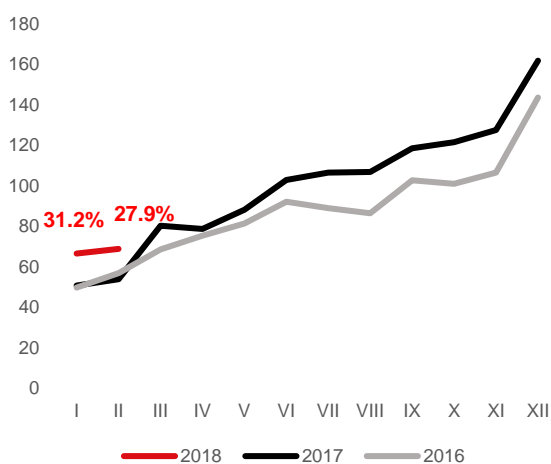


Źródło: NBP

Dystrybutorzy elektrotechniki

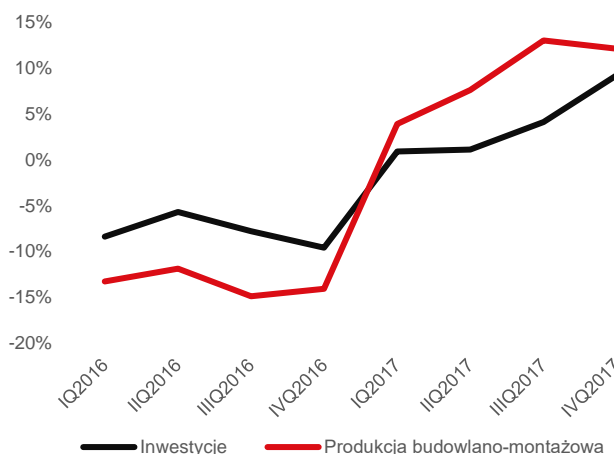
Rynek dystrybucji materiałów elektrotechnicznych w Polsce jest rynkiem mocno rozdrobnionym i podatnym na konsolidację. Bieżącą sytuację w branży można opisać jako ambiwalentną. Z jednej strony stabilny i solidny wzrost gospodarczy w kraju, i coraz lepsza sytuacja na rynkach zagranicznych będą wspierać wyniki dystrybutorów. Z drugiej widzimy istotne zagrożenia, w szczególności dotyczące wzrostu wynagrodzeń, które dotkną branżę w najbliższym czasie. Kluczowym aspektem dla branży jest poziom produkcji budowlano-montażowej, mającej duży wpływ na wyniki dystrybutorów. Na poniższym wykresie przedstawiamy zmiany produkcji budowlano-montażowej za lata 2016 i 2017 a także za styczeń i luty 2018 r. Na wykresie 11 prezentujemy korelacje pomiędzy produkcją budowlano-montażową a poziomem inwestycji w latach 2016-2017.

Wykres 10: Produkcja budowlano-montażowa.
(Przeciętna miesięczna 2010 = 100)



Źródło: GUS

Wykres 11: Korelacja pomiędzy produkcją budowlano-montażową a inwestycjami (r/r)

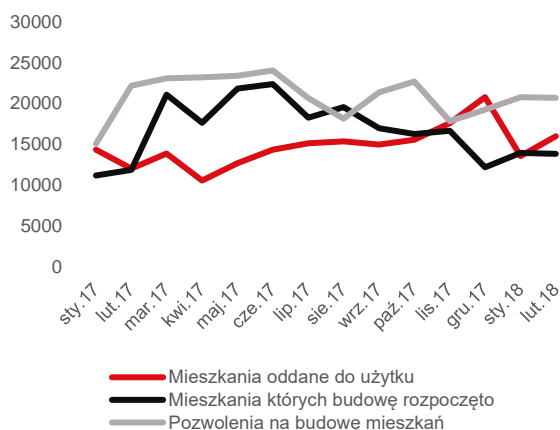


Źródło: GUS

Wpływ zmian dynamiki produkcji budowlano-montażowej jest widoczny w wynikach dystrybutorów dopiero po kilku miesiącach. Rok 2017 był zdecydowanie silniejszy (wzrost produkcji budowlano-montażowej o 12.1% r/r) a niżeli 2016 czego efekty będą widoczne już w obecnym roku. W roku 2018 spodziewamy się wzrostu produkcji budowlano-montażowej o 15%, co częściowo potwierdza bardzo mocny styczeń i luty, w których produkcja budowlano-montażowa wzrosła odpowiednio o 34.7% i 31.4%. Bardzo dobre wyniki za styczeń i luty odnotowano we wszystkich działach, a największy w podmiotach specjalizujących się wznoszeniem budynków gdzie wzrost wyniósł odpowiednio 38% i 12.1% r/r. co potwierdza korzystną koniunkturę w budownictwie mieszkaniowym. Za lepsze od oczekiwań odczyty odpowiadają zarówno czynniki pogodowe (wyjątkowo korzystna pogoda dla branży w styczniu i lutym) jak i długo oczekiwane, powolne odbicie w inwestycjach, szczególnie infrastrukturalnych.

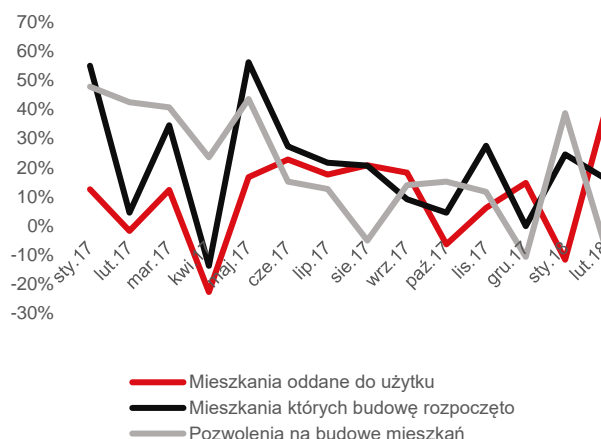
Pragniemy podkreślić wspomnianą wcześniej korzystną koniunkturę w branży deweloperskiej. W 2018 r. spodziewamy się zarówno utrzymania silnego popytu, jak i podwyżek cen mieszkań która ma zrekompensować deweloperom droższe grunty i rosnące koszty realizacji. Szacowana przez nas skala podwyżek powinna ukształtować się w zakresie 5%-7% w r/r. Rekordy ustanowione w 2017 r. mogą być trudne do pobicia, a co za tym idzie, spodziewamy się jedynie niewielkiego wzrostu sprzedaży r/r. W najlepszej sytuacji będą deweloperzy z dużym i zróżnicowanym bankiem ziemi. Na wykresach poniżej prezentujemy ilość mieszkań oddanych do użytku, mieszkania których budowę już rozpoczęto i mieszkania, na których budowę wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym, w ujęciu nominalnym i procentowym.

Wykres 12: Rynek mieszkaniowy, ujęcie nominalne



Źródło: GUS

Wykres 13: Rynek mieszkaniowy, ujęcie procentowe

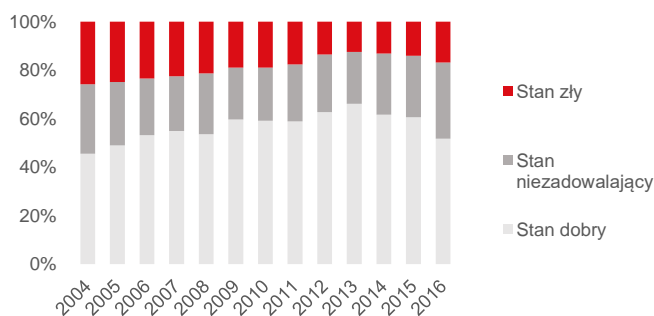


Źródło: GUS

W roku 2017, według danych udostępnianych przez GUS oddano do użytku 178 258 mieszkań co implikuje wzrost o 9.1% r/r. W tym samym czasie wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym na budowę 250 218 mieszkań tj. 18.3% więcej niż w roku 2016. Ponadto zanotowano wzrost liczby mieszkań których budowę rozpoczęto do 205 990 mieszkań, czyli o 18.4% więcej niż przed rokiem. W styczniu 2018 r. oddano do użytku 13 561 mieszkań czyli o 11.7% mniej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto wyniosła 13 949 (24.5% r/r.) a liczba wydanych pozwoleń lub dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym wyniosła 20 783 (wzrost o 38.7% r/r). W lutym 2018 r. oddano do użytku 16 015 mieszkań czyli o 38.7% mniej niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto wyniosła 13 851 (16.3% r/r.) a liczba wydanych pozwoleń lub dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym wyniosła 20 671 (spadek o 6.8% r/r).

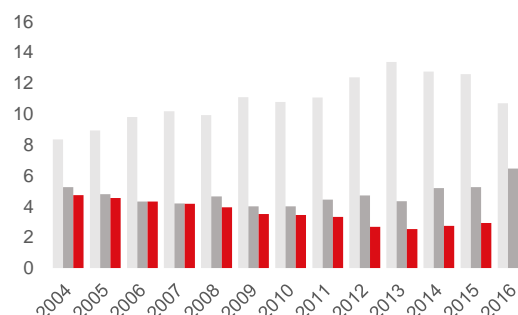
Oczekujemy, iż rekordowa liczba mieszkań oddawanych do użytku, sprzyjająca sytuacja makro, rosnące wynagrodzenia i silny popyt zagregowany będą konsekwentnie wspierać wyniki dystrybutorów. Na poniższych wykresach przedstawiamy stan polskiej infrastruktury drogowej w ujęciu procentowym i nominalnym.

Wykres 14: Procentowy podział polskich dróg ze względu na stan



Źródło: Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 (z perspektywą do 2025 r.)

Wykres 15: Podział polskich dróg ze względu na stan (w tysiącach kilometrów)

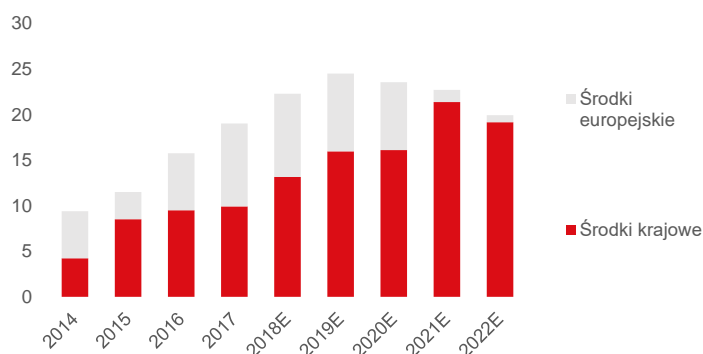


Źródło: Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 (z perspektywą do 2025 r.)

Jednym z priorytetów rządowych na najbliższe lata jest wzrost poziomu inwestycji publicznych, co w znacznym stopniu przełoży się na ilość zamówień i przetargów dla sektora budowlano-montażowego. Zahamowanie inwestycji w roku 2016, wynikało w dużej mierze z przejścia ze starej perspektywy UE na nową. W latach 2018-2020 oczekujemy zwiększonej aktywności państwa w zakresie inwestycji drogowych.

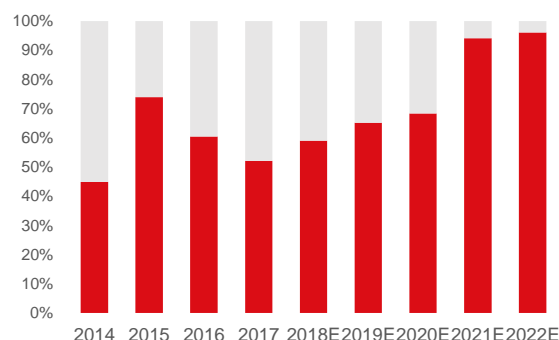
Z aktualnej wersji Programu Budowy Dróg Krajowych na lata 2013-2023 (z perspektywą do 2025 r.) wynika iż kumulacja wydatków na infrastrukturę drogową nastąpi w latach 2018-2021.

Wykres 16: Środki finansowe przeznaczone na infrastrukturę drogową (PLN mld)



Źródło: Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 (z perspektywą do 2025 r.)

Wykres 17: Procentowy podział wydatków infrastrukturalnych



Źródło: Program Budowy Dróg Krajowych na lata 2014-2023 (z perspektywą do 2025 r.)

Wydatki infrastrukturalne są silnie uwarunkowane dopływem środków unijnych. Aktualna perspektywa UE 2014-2020 zbliża się do końca co jest związane z widoczną na wykresie intensyfikacją w wydatkowaniu środków i dotacji europejskich.

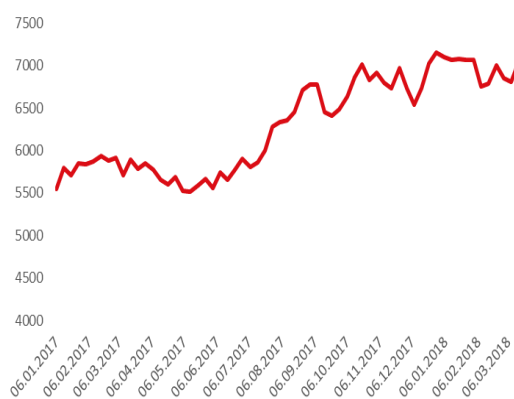
Dużym obciążeniem dla sektora będą koszty wynagrodzeń, które podobnie jak w 2017 r. będą dynamicznie rosły w najbliższych kwartałach. W 2018 r. spodziewamy się nominalnego wzrostu wynagrodzeń o 4.7% (zgodnie z uzasadnieniem ustawy budżetowej na rok 2018) co będzie istotnym obciążeniem szczególnie najmniejszych spółek. Dla przedsiębiorstw z sektora budowlanego i dystrybucji spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń w granicach 7-8% r/r. Kolejnym zagrożeniem jakie dostrzegamy, które pośrednio może zaszkodzić sektorowi to kontrakty zawierane przez spółki budowlane jeszcze 2 lata temu. W chwili obecnej, podpisane wcześniej umowy wchodzi w etap realizacji, a ze względu na wzrost kosztów materiałów i robocizny będą one realizowane przy niskiej bądź zerowej rentowności. Taka sytuacja może pośrednio wpłynąć na zatory płatnicze i wzrost udziału należności przeterminowanych w branży dystrybutorów elektrotechniki. Negatywny wpływ tego czynnika uwzględniamy w naszej prognozie, a co za tym idzie spodziewamy się niewielkiego wzrostu udziału należności przeterminowanych w bilansie dystrybutorów.

W ostatnich latach obserwujemy trend coraz większej aktywności dystrybutorów na rynku e-commerce (TIM całkowicie zmienił model biznesowy, z sukcesem stawiając na e-commerce już w lipcu 2013 r.). Sprzedaż internetowa przez większość spółek z branży traktowana jest jako dodatek do podstawowego modelu sprzedaży (Grodno zdecydowanie stawia na model bezpośredniej interakcji z klientem i w tym upatruje swojej przewagi konkurencyjnej), jednakże wraz z upływem czasu, ten kanał dystrybucji stał się obowiązkowym elementem złożonej struktury sprzedażowej każdej ze spółek. W internetowym kanale dystrybucji upatrujemy wielu zalet, takich jak redukcja kosztów (brak drogich w utrzymaniu punktów stacjonarnych), optymalizacja zatrudnienia czy nieograniczony dostęp do nowych klientów. Dodatkowo podkreślamy dynamiczny rozwój samego rynku, który w zależności od źródła rośnie w tempie 20-30 procent rocznie.

Rynek dystrybucji artykułów elektrotechnicznych, z racji swojej specyfikacji i wysokiego rozdrobnienia jest podatny na zjawisko konsolidacji. Atrakcyjne wyceny wielu mniejszych spółek z branży, spowodowane zazwyczaj niskim poziomem rentowności stwarzają okazje do przejęcia konkurencyjnych podmiotów. Małe podmioty, szczególnie wrażliwe na zmiany rynkowe mogą nie wytrzymać wojny cenowej, co tworzy okazje dla większych graczy na atrakcyjne cenowo przejęcia. W najbliższych latach widzimy ponadto możliwość wystąpienia fuzji, szczególnie wśród mniejszych graczy chcących osiągnąć efekt skali. Ze względu na niełatwą sytuację na rynku, w szczególności wśród najmniejszych podmiotów spodziewamy się, iż konsolidacja rynku będzie nadal postępować.

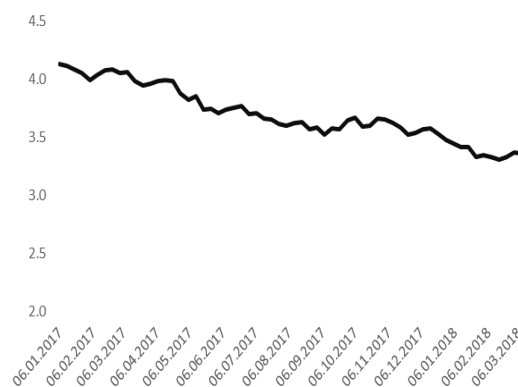
Jednym z kluczowych i zarazem obowiązkowych produktów w branży elektrotechniki są kable i przewody gdzie w niektórych przypadkach cena surowca stanowi nawet 90% wartości całego produktu. Kluczowym czynnikiem który determinuje cenę produktu jest zatem cena miedzi na rynku międzynarodowym a także kurs dolara amerykańskiego który jest główną walutą w procesie transakcji. Na wykresach poniżej przedstawiamy zmiany cen miedzi i dolara amerykańskiego w stosunku do złotówki w roku 2017.

Wykres 18: Notowania miedzi LME (USD)



Źródło: Stooq

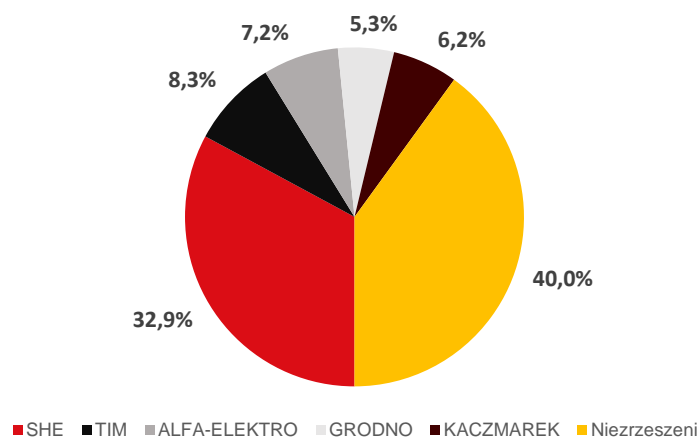
Wykres 19: Kurs USD/PLN



Źródło: Stooq

Największą organizacją zrzeszającą spółki z branży elektrotechniki jest SHE. Według naszych szacunków, i ostatnich dostępnych danych 40% branży pozostaje niezrzeszona. TIM odpowiedzialny jest za 8.3% udziału w rynku, którego wartość szacujemy w przedziale 7.5-8 mld PLN. Drugim pod względem wielkości podmiotem na rynku jest ALFA-ELEKTRO. Grodno konsekwentnie zwiększa swój udział w rynku, a w chwili obecnej odpowiada za 5.3% udziału. Pozostałe spółki zrzeszone w SHE stanowią 32.9% rynku. Na poniższym wykresie prezentujemy podział rynku z uwzględnieniem podmiotów niezrzeszonych i tych należących do SHE.

Wykres 20: Udział rynkowy dystrybutorów



TIM – Tanio i Mądrze. Tak postrzegamy inwestycje w papiery TIM-u, równocześnie nie zgadzając się z ich niską wyceną i dostrzegając mądre zmiany wewnątrz spółki w ostatnich latach. W naszej opinii zmiana modelu dystrybucji z tradycyjnego na e-commerce przyniosła spodziewane efekty, odpowiednio dostosowując działalność spółki do wymagającego rynku. Ostatnie kwartały to znaczna poprawa sytuacji finansowej spółki 3LP dla której prognozujemy zysk netto już w czwartym kwartale 2018 r. Druga połowa 2017 roku przyniosła poprawę marż i rekordowe przychody grupy. Październik i Listopad były odpowiednio najlepszym i drugim z najlepszych miesięcy w historii TIM-u. W 2018 r. oczekujemy dalszego wzrostu wyników sprzedażowych i poprawy rentowności. Pragniemy podkreślić rekordowe odczyty produkcji budowlano-montażowej, która w roku 2017 wzrosła o 12.1%, po czym w styczniu i lutym 2018 r. wzrosła odpowiednio o 34.7% i 31.4%, co dla branży zwiastuje bardzo dobry rok. Przechodząc do wyceny, uważamy, że pomimo ostatniego umocnienia kursu spółka jest nadal niedowartościowana. TIM handlowany jest po 1.06 wartości księgowej i 0.25 EV/S'18 co w naszej opinii nie oddaje jego wartości godziwej. Przesłanki do wzrostu wyceny są dodatkowo wspierane przez znikome zadłużenie i poprawę marż począwszy od 2 połowy 2017 r. Na rok 2018 spodziewamy się PLN 30.7m EBITDA i PLN 13.2m zysku netto Grupy Kapitałowej. Prognozujemy 20% wzrost przychodów w roku 2018 i marżę brutto 17.5%. Nasze optymistyczne podejście potwierdzają wyniki sprzedaży za styczeń i luty kiedy to przychody wyniosły odpowiednio PLN 58.1m (wzrost o 28.6% r/r) i PLN 53.7m (wzrost o 21.9% r/r).

Raport powstał na bazie szacunków Polskiego Domu Maklerskiego, opracowanych na podstawie:

- prognoz dotyczących kształtowania się sytuacji rynkowych na szeroko rozumianym rynku dystrybucji i produkcji budowlano-montażowej
- historycznych sprawozdań finansowych Spółki
- przewidywań Zarządu spółki dotyczących kształtowania przyszłej sytuacji finansowej

Na podstawie modelu DCF i metody porównawczej wyceniliśmy wartość godziwą przedsiębiorstwa TIM na odpowiednio PLN 322m i PLN 349.3m, co implikuje cenę akcji spółki na poziomie PLN 14.86. Oznacza to 72.39-procentową premię w stosunku do wyceny rynkowej akcji na 19.03.2018 r.

Tabela 2: Podsumowanie finansowe

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Przychody (PLN m)	528.1	575.9	666.2	715.5	860.1	991.0
EBITDA (PLN m)	-19.2	13.8	10.5	10.5	30.7	40.8
EBIT (PLN m)	-25.5	6.9	3.6	0.2	17.4	28.7
Zysk netto (PLN m)	-21.8	4.9	1.7	-0.8	13.2	22.4
Marża gotówkowa brutto	14.6%	14.4%	15.4%	16.9%	17.5%	17.6%
Marża EBITDA (%)	-3.6%	2.4%	1.6%	1.5%	3.6%	4.1%
Marża operacyjna (%)	-4.8%	1.2%	0.5%	0.0%	2.1%	2.9%
EV/S	0.26	0.37	0.48	0.30	0.25	0.21
EV/EBITDA	-7.19	15.39	30.36	20.10	6.90	5.20

Źródło: TIM, szacunki PDM

20/03/2018

TIM

Dystrybucja

Kupuj

TP: PLN 14.86

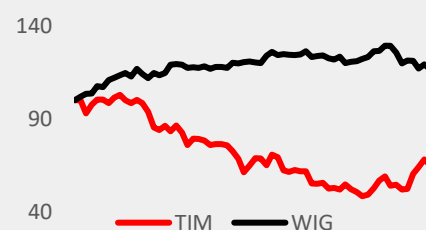
Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	14.86
Cena bieżąca (PLN)	8.62
Potencjał wzrostu/spadku	72.39%
Min (52T)	6.38
Max (52T)	13.30
Liczba akcji (m)	22.2
Kapitalizacja (PLNm)	191
Dług netto (2017, PLNm)	15.4
EV (PLNm)	211
Śr. Dzienny wolumen (3M, PLNm)	14.295

Akcjonariat

Krzysztof Folta i Ewa Folta	22.05%
Krzysztof Wieczorkowski	13.51%
TFI Altus S.A.	13.39%
OFE Nationale-Nederlanden	7.11%
Pozostali	43.94%

TIM vs. WIG 06.01.2017 – 16.03.2018



TIM

Charakterystyka spółki

TIM został założony 25 listopada 1987 r. we Wrocławiu. Początkowo, przedmiotem działalności spółki były usługi pomiarowo – kontrolne i instalacyjne. Z początkiem lat 90. XX wieku TIM rozpoczyna tworzenie sieci hurtowni elektrycznych. Pierwsza hurtownia zlokalizowana poza Wrocławiem powstaje w 1991 r. w Ostrowie Wielkopolskim. W 1994 r. powstaje TIM Sp. z o.o. z siedzibą w Świdnicy przejmując zadania dotychczasowego pionu innowacyjno-wdrożeniowego TIM Sp. z o.o.. Świdnicka firma początkowo zajmuje się handlem artykułami elektrotechnicznymi, jednak przedmiotem jej działalności jest także produkcja przyrządów pomiarowych oraz opraw oświetleniowych, a także usługi. W 1998 roku zmienia nazwę i formę prawną na Sonel S.A. W 1999 r. rosnący udział przychodów z usług jest powodem wyodrębnienia z TIM SA kolejnego podmiotu gospodarczego Elektrotim S.A. z siedzibą we Wrocławiu przejmuje działalność produkcyjną oraz usługową prowadzoną dotychczas w ramach pionu technicznego TIM S.A. Podobnie jak Sonel S.A. również Elektrotim S.A. nadal prowadzi i prężnie rozwija swoją działalność, a także jest obecny na GPW.

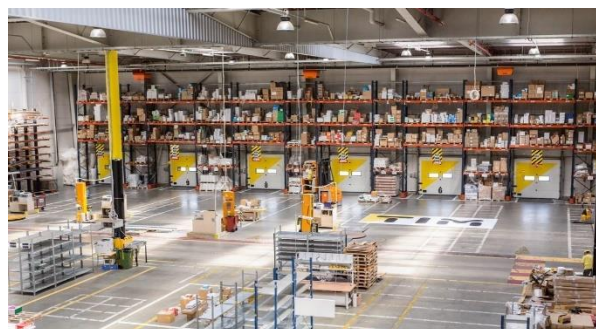
Rok 1998 jest bardzo ważny w historii Tim zarówno dla spółki jak i jej akcjonariuszy. 16 lutego 1998 r. ma miejsce pierwszy dzień notowań na Warszawskim parkiecie. Kurs akcji TIM SA osiąga wówczas poziom 9,80 PLN, by w kolejnych dniach wzrosnąć do niemal 12 PLN. TIM jest jedną z zaledwie 160 spółek obecnych wówczas na warszawskim parkiecie.

W maju 2008 r. TIM S.A. po raz pierwszy w historii przenosi swoją siedzibę poza Wrocław - do Siechnic. Budowa ruszyła w czerwcu 2007 r. co było możliwe m.in. dzięki przeprowadzonej wcześniej emisji akcji serii F.

W roku 2011 powstaje grupa kapitałowa TIM S.A. TIM kupuje od Oponeo.pl S.A. akcje bydgoskiej spółki MARKETEO.COM, stając się jej większościowym udziałowcem. MARKETEO.COM posiada 100% udziałów w Narzedzia.pl SA – operatorze internetowego sklepu z elektronarzędziami www.narzedzia.pl. Tym sposobem TIM SA rozpoczyna swoją przygodę z e-commerce. Wkrótce następuje połączenie Narzedzia.pl S.A. z MARKETEO.COM S.A. – spółka przyjmuje nazwę ROTOPINO.PL S.A.

W lipcu 2013 r. TIM SA uruchamia pierwszy w branży elektrotechnicznej sklep internetowy z ofertą skierowaną zarówno do przedsiębiorców jak i klientów indywidualnych. Wejście w e-commerce pozwoliło TIM-owi na dywersyfikację klientów, zmniejszenie udziału rynku inwestycji w obrotach i tym samym częściowe uniezależnienie się od koniunktury w sektorze budowlanym.

Rok 2014 jest przełomowy dla działalności spółki. Dotychczasowe oddziały TIM zostają przekształcone w biura handlowe a ponad połowa generowanych obrotów pochodzi z kanału e-commerce. Ponadto spółka dołącza do grona członków Izby Gospodarki Elektrycznej. W międzyczasie do Grupy Kapitałowej TIM dołączają dwie kolejne spółki: EL-IT S.A. i Sun Electro Sp. z o.o. W listopadzie centrala TIM SA przenosi się z podwrocławskich Siechnic do biurowca Arkady Wrocławskie w centrum stolicy Dolnego Śląska.



1 lipca 2016 r. 3LP S.A. – kolejna spółka w Grupie Kapitałowej TIM – zostaje operatorem centrum logistycznego w podwrocławskich Siechnicach. Firma powstaje z dotychczasowego Działu Logistyki TIM SA. Po rozbudowie trwającej od połowy grudnia 2016 r. do czerwca 2017 r. powierzchnia obiektu w Siechnicach wzrosła z 12.000 do ponad 40.000 mkw.

Struktura Grupy Kapitałowej

Grupa kapitałowa TIM S.A. powstała po nabyciu większościowego pakietu udziałów w MARKETEO.COM S.A. (obecnie Rotopino.pl S.A.) Poniżej przedstawiamy krótką charakterystykę i opis działalności spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej.

rotopino.pl

Udział TIM S.A. w kapitale
zakładowym – 74.11%

Konsolidacja pełna

Elit

Udział TIM S.A. w kapitale
zakładowym – 51%

Konsolidacja pełna



SUN ELECTRO

Udział TIM S.A. w kapitale
zakładowym – 100%

Konsolidacja pełna

3LP

Udział TIM S.A. w kapitale
zakładowym – 100%

Konsolidacja pełna

Źródło: TIM

3LP S.A. – operator centrum logistycznego w podwrocławskich Siechnicach. Spółka specjalizuje się w outsourcingu usług logistycznych dla podmiotów z sektora e-handlu. Obiekt obsługuje zamówienia zarówno firm zewnętrznych (podmioty zajmujące się sprzedażą online) jak i spółek z grupy kapitałowej (głównie TIM S.A. i Rotopino.pl S.A.). Magazyn o powierzchni 40 000 m², mogący aktualnie pomieścić 35 000 miejsc paletowych to jeden z największych i najbardziej wydajnych obiektów w Polsce. Nowoczesne systemy zarządzania pozwalają na efektywną obsługę klientów spółki. Poza podmiotami z Grupy Kapitałowej TIM S.A., 3LP obsługuje także PHILIPS Polska w zakresie stworzenia platformy zakupowej, organizacji procesów logistycznych a także obsługi procesu zwrotów i reklamacji.

Elit S.A. – spółka specjalizująca się w dystrybucji włoskich marek sektora oświetleniowego na rynek polski. Podmiot, we współpracy z włoskimi partnerami skupia się na projektowaniu i dostarczeniu oświetlenia dla obiektów sportowych, obiektów komercyjnych, przemysłowych i prywatnych. Oferta produktowa zawiera również oświetlenie przeznaczone dla parków i ulic.

Rotopino.pl S.A. – sklep internetowy zajmujący się sprzedażą narzędzi w Polsce i na rynkach zagranicznych. Aktualnie oferta dostępna jest w krajach Unii Europejskiej takich jak: Francja, Niemcy, Włochy, Hiszpania i Holandia.

Sun Electro Sp. z o. o. S.A. – spółka zajmująca się projektowaniem i dystrybucją inteligentnych rozwiązań oświetleniowych LED. Produkty przeznaczone są dla hal produkcyjnych, magazynów, obiektów użyteczności publicznej, obiektów sportowych i urbanistycznych.

Przesłanki do inwestycji

Papiery TIM-u są w naszej opinii ciekawą propozycją inwestycyjną oferującą ekspozycję na szeroki rynek dystrybucji w Polsce (segment artykułów elektrotechnicznych). Sam rynek dystrybucji artykułów elektrotechnicznych jest wyceniany na około PLN 8 mld, a udział rynkowy TIM-u szacujemy na około 8.3% co stawia go na pozycji lidera. Kluczowym aspektem dla branży jest produkcja budowlano-montażowa, która znacznie przyspieszyła w roku 2017 co zaowocowało wzrostem o 12.1% r/r. W roku 2018 oczekujemy utrzymania pozytywnej tendencji i spodziewamy się wzrostu o 15%, co budzi w nas optymizm co do wyników branży. Nasze pozytywne nastawienie potwierdza raport GUS wskazujący na wzrost produkcji budowlano-montażowej w styczniu i w lutym odpowiednio o 34.7% i 31.4% r/r. Główny problem w latach poprzednich – zbyt niskie marże będące efektem zmiany modelu biznesowego, ponownie wracają do odpowiednich poziomów i spodziewamy się ich dalszej poprawy. Od roku 2018 oczekujemy dodatniego wyniku netto i istotnej poprawy marży EBITDA. Poniżej prezentujemy kluczowe naszym zdaniem przesłanki inwestycyjne:

Pozycja lidera na rynku polskim. TIM jest niekwestionowanym liderem rynku dystrybucji w Polsce (udział w rynku szacujemy na 8%). Od momentu zmiany modelu biznesowego z tradycyjnego na e-commerce spółka konsekwentnie zwiększa swoje przychody, które według naszych szacunków, w minionym roku wyniosły PLN 715.5m. Raportowane przez TIM, miesięczne przychody ze sprzedaży za styczeń i luty wyniosły PLN 111.85m co implikuje wzrost o 25.3% r/r. Wzrost przychodów jest wynikiem wyłącznie organicznego rozwoju Grupy, która nie bierze udziału w procesie konsolidacji rynku poprzez akwizycje.

Sytuacja rynkowa. Wyniki finansowe TIM-u są ściśle skorelowane z sytuacją polskiej gospodarki. Zapotrzebowanie na produkty spółki rośnie w efekcie dobrej koniunktury i spada gdy wydatki w kraju są ograniczane. Istotną miarą pozwalającą zaprognozować przyszłą sytuację spółki jest produkcja budowlano-montażowa, jednakże należy podkreślić, że jej wpływ na wyniki spółki jest opóźniony o około 6 miesięcy. Rok 2017 przyniósł wzrost produkcji budowlano-montażowej o 12.1%, a w roku 2018, spodziewamy się wzrostu o 15% co kreśli pozytywną perspektywę dla całej branży. Sam styczeń zaowocował wzrostem produkcji budowlano-montażowej o 34.7% czym pozytywnie zaskoczył cały rynek. W lutym. Dodatkowo, wyniki TIM-u będą wspierane przez silny wzrost PKB i planowane zwiększenie wydatków publicznych w roku 2018.

Poprawa rentowności i optymalizacja kosztowa. W naszej opinii kluczowym czynnikiem determinującym atrakcyjność inwestycji w papiery TIM-u jest postępująca od roku 2016 poprawa rentowności. Znaczna erozja marży była wynikiem zmiany modelu biznesowego z tradycyjnego na e-commerce, skutkującej obniżeniem rentowności (najgorszy pod tym względem był rok 2015 z marżą brutto 14.4%). Negatywne piętno odcisnęła także duża konkurencja cenowa pomiędzy dystrybutorami, szczególnie w okresie swoistego zastoju w obszarze inwestycji. Spodziewamy się, że presja ta odpuści szczególnie w średnim terminie na skutek dobrej koniunktury makro. W okresie 2018-2020 prognozujemy 17.5%-17.6% marży brutto i znaczną poprawę marży EBITDA (4.5% w roku 2020). Nasze optymistyczne podejście związane jest z prowadzoną przez Zarząd konserwatywną polityką kosztową prowadzącą do obniżenia ich udziału w całkowitej sprzedaży Grupy Kapitałowej. W roku 2018 nie spodziewamy się zatrudniania nowych pracowników.

Skuteczny model biznesowy. Rok 2014 był przełomowy dla działalności spółki. Dotychczasowe oddziały TIM zostają przekształcone w biura handlowe a ponad połowa generowanych obrotów pochodzi z kanału e-commerce. Biorąc pod uwagę nasze oczekiwania i estymacje dotyczące przyszłości w branży, pozytywnie oceniamy zmianę modelu biznesowego. Dzięki charakterystyce modelu e-commerce, TIM częściowo uniezależnia się od zmian rynkowych i produkcji budowlano-montażowej. Dużą zaletą internetowej sieci dystrybucji jest jej ogólnokrajowy zasięg i brak wysokich kosztów stałych niezbędnych do utrzymania placówek handlowych. W perspektywie kilku najbliższych lat, w przypadku zmiany koniunktury na rynku dystrybucji elektrotechniki, w modelu e-commerce upatrujemy szansy, że to TIM najlepiej poradzi sobie w niesprzyjających warunkach.

Perspektywiczna sytuacja spółki 3LP. Wyniki 3LP do chwili obecnej stanowiły istotne obciążenie dla Grupy Kapitałowej co jest wynikiem istotnych kosztów stałych. Zgodnie z przewidywaniami Zarządu, rok 2018 zakończy się dla 3LP, po raz pierwszy w historii, niewielkim zyskiem netto (próg rentowności dla 3LP to PLN 12m przychodów zewnętrznych). Spodziewamy się, że udział przychodów zewnętrznych w strukturze 3LP, w 2018 r. wyniesie 25%, a do roku 2020 wzrośnie do 35%.

Czynniki ryzyka

Inwestycja w akcje spółki TIM niesie za sobą ryzyko. Kluczowe czynniki i aspekty ryzyka z punktu widzenia inwestora opisujemy poniżej.

Ryzyko konkurencji. Rynek dystrybucji jest silnie rozdrobniony, występuje wiele podmiotów szukających swojej niszy. Należy podkreślić, że większość spółek działa jedynie lokalnie, nie posiadających zasięgu krajowego bądź międzynarodowego. Poziom konkurencyjności należy określić jako wysoki. Jest to po części przyczyna niskich marż na rynku i widzianej od dłuższego czasu konkurencji czysto cenowej pomiędzy spółkami. W długim okresie widać presję na poprawę oferty, zarówno pod kątem cenowym, pod kątem szybkości wysyłki jak i presję na zwiększenie poziomu zatowarowania. W naszej opinii powyższe czynniki mocno wpływają na marże i nie spodziewamy się żeby te zostały istotnie poprawione w branży w najbliższych latach. Ponadto nie można wykluczyć ryzyka umocnienia pozycji rynkowej konkurencji np. poprzez konsolidację w sektorze co również może mieć negatywny wpływ na zyskowność.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną. Działalność Grupy Kapitałowej jest ściśle skorelowana z sytuacją gospodarczą zarówno w Polsce jak i na rynku globalnym. Istotny wpływ na wyniki finansowe TIM-u wywierają: poziom inwestycji w przedsiębiorstwach, tempo wzrostu PKB, wielkość zamówień publicznych na dostawy materiałów elektrotechnicznych, koniunktura w sektorze budownictwa, ceny surowców, dynamika konsumpcji i sprzedaży detalicznej. Niektóre zmiany powyższych czynników mogą mieć trwały wpływ na sytuację ekonomiczno-finansową spółki.

Ryzyko zmian cen surowców. Ryzyko zmiany cen surowców wykorzystywanych do produkcji towarów wchodzących w skład oferty handlowej TIM S.A. których szczególnym przykładem jest miedź. Podkreślamy istotne znaczenie tego surowca z uwagi na fakt, iż niemal 35% przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży asortymentu kabli i przewodów. W tych dwóch grupach produktowych, udział surowca w cenie produktu stanowi nawet do 90% jego wartości. Bardzo duża zmienność cen surowców i walut dodatkowo utrudnia korzystne zatowarowanie magazynu.

Ryzyko kursu walutowego. Ryzyko kursu walutowego w spółkach z Grupy Kapitałowej TIM występuje w związku z zakupem towarów. Aktualnie ryzyko walutowe jest niewielkie ponieważ udział wartości zakupów w walutach obcych wynosi 0.59%.

Ryzyko związane z Centrum Logistycznym w Siechnicach. Kluczowe procesy związane z działalnością prowadzoną przez spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej TIM, takie jak m.in. jak: dystrybucja towarów klientów, łączność z klientami i oddziałami, całość operacji logistycznych są realizowane przez spółkę 3LP S.A. w Centrum Logistycznym w Siechnicach. Sytuacja w której Centrum Logistyczne nie mogło by należycie prowadzić swojej działalności postrzegamy jako duże zagrożenie dla całej Grupy Kapitałowej. Kluczowymi czynnikami ryzyka dla działalności Centrum Logistycznego są: pożar, powódź, długotrwała przerwa w dostawie energii elektrycznej, utrata bądź uszkodzenie składników majątku, zniszczenia czy kradzież.

Limitowane możliwości rozwoju na rynku Polskim. Możliwości rozwoju i zwiększania sprzedaży na rynku Polskim są naszym zdaniem ograniczone. Rynek jest ułożony i silnie podzielony pomiędzy wielu odbiorców, co może implikować trudności w dalszym, zwiększaniu wysokości przychodów ze sprzedaży. Na chwilę obecną nie dostrzegamy jednak takiego zagrożenie w perspektywie najbliższych lat. Podkreślamy ponadto fakt, iż ze względu na model sprzedaży e-commerce spółka jest w stanie dotrzeć do każdego mobilnego klienta.

Spadek bezrobocia i presja płacowa. Rok 2017 stał pod znakiem malejącego bezrobocia i silnej presji płacowej wywieranej na pracodawcach. Na koniec 2018 r. rząd

spodziewa się stopy bezrobocia 5% i nominalnego wzrostu wynagrodzeń na poziomie 4.7%. Pomimo, iż nieuniknione podwyżki wynagrodzeń z pewnością będą obciążeniem zarówno dla TIM-u jak i dla spółek z branży, to pragniemy podkreślić, iż wysoki stopień automatyzacji Centrum Logistycznego i internetowy model sprzedaży pozwolą spółce zoptymalizować koszty. Oczekujemy, że pod kątem presji płacowej spółka będzie zachowywać się lepiej niż rynek i poniesie niższe koszty wzrostu wynagrodzeń.

Struktura Akcjonariatu i polityka dywidendowa

Kapitał zakładowy TIM S.A. dzieli się na 22.19 mln akcji o wartości nominalnej PLN 1 za akcje. Struktura akcjonariatu nie przewiduje akcji uprzywilejowanych co do głosu. Aktualny stan akcjonariatu przedstawia tabela poniżej:

Tabela 3: Struktura akcjonariatu

Akcjonariusz	Ilość akcji	Udział w kapitale	Udział w liczbie głosów
Krzysztof Folta z żoną Ewą	4 900 000	22.07%	22.07%
ALTUS TFI	3 386 475	15.25%	15.25%
Krzysztof Wieczorkowski	3 000 000	13.50%	13.50%
Nationale Nederlanden OFE	1 565 649	7.05%	7.05%
Pozostali	9 347 076	42.13%	42.13%
RAZEM	22 199 200	100%	100%

Źródło: TIM

Na dzień sporządzenia raportu Grupa Kapitałowa TIM nie wypłaca ani nie deklaruje wypłaty dywidendy.

Metodologia wyceny

Ostatnie lata upłynęły dla TIM pod znakiem inwestycji i gruntownej zmiany modelu biznesowego. Wprowadzenie modelu sprzedaży e-commerce a także warta PLN 22m inwestycja w centrum logistyczne w Siechnicach wywarły istotny wpływ na działalność spółki i jej sytuację finansową. Działalność magazynu logistycznego związana jest z koniecznością ponoszenia wysokich kosztów stałych co negatywnie wpłynęło na wyniki Grupy Kapitałowej. Na chwilę obecną, 15% przychodów 3LP (operatora magazynu w Siechnicach) pochodzi od klientów nie związanych z GK TIM (docelowo spółka planuje, że uzyska 50% przychodów od klientów zewnętrznych). Zwiększenie przychodów 3LP pozwoli na zneutralizowanie wysokich kosztów stałych i pozytywnie wpłynie na wyniki Grupy Kapitałowej. Spółka prognozuje wypracowanie zysku netto 3LP w 2018r. Biorąc pod uwagę coraz lepszą sytuację na rynku budowlano-montażowym i poprawiającą się sytuację 3LP oczekujemy istotnego polepszenia wyników TIM-u w najbliższych latach.

Uwzględnivszy powyższe czynniki, w toku procesu przeprowadzania wyceny wartości przedsiębiorstwa TIM S.A., zdecydowaliśmy o wyborze metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, (*Discounted Cash Flows*, DCF) a także metody porównawczej, jako naszym zdaniem najbardziej adekwatnych w bieżącej sytuacji, a zarazem najlepiej oddających potencjał poprawy wyniku w latach przyszłych, co powinno mieć kluczowe znaczenie dla akcjonariuszy spółki. Cena docelowa składa się z 70% udziału wyceny DCF i 30% udziału wyceny porównawczej.

Opis metodologii DCF

Celem metody jest ustalenie wewnętrznej wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Model ten powstał celem uniezależnienia wyceny od dochodu dla akcjonariuszy jaki generuje przedsiębiorstwo w postaci strumienia dywidend, oraz z zamysłem

zastosowania elementu prognozy środków, które wypłacone zostaną wszystkim osobom, które zdecydowały się zainwestować posiadany kapitał w analizowane przedsiębiorstwo. Wycena wynika przede wszystkim z możliwości generowania przez to przedsiębiorstwo przyszłych korzyści pieniężnych.

Wartość kapitału własnego spółki zależy od generowanych przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, czyli nadwyżek środków pieniężnych możliwych do wykreowania w przedsiębiorstwie, przynależnych odpowiednim podmiotom finansującym jego działalność oraz związanego z nimi ryzyka działalności i otoczenia. Rozumiemy je jako sumę zysku operacyjnego pomniejszonego o podatek (NOPAT – *net operating profit after tax*) i amortyzacji skorygowanej o wielkość poniesionych nakładów inwestycyjnych oraz zmiany w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa. Poziom ryzyka wyraża się z kolei poprzez wysokość przyjętej stopy dyskontowej.

Obok przepływów generowanych w okresie projekcji szczegółowej (zwyczajowo jest to okres około 5 lat), głównym czynnikiem decydującym o wartości przedsiębiorstwa jest suma przepływów możliwych do wygenerowania po tym okresie. Praktyczne względy (trudność w trafności szczegółowej estymacji strumienia przepływów w odległym okresie) nakazują zastosowanie wartości rezydualnej przedsiębiorstwa.

Ostateczny wynik wyceny powinien ponadto uwzględniać wartość bieżącą nieoperacyjnych aktywów przedsiębiorstwa.

Opis metodologii wyceny porównawczej

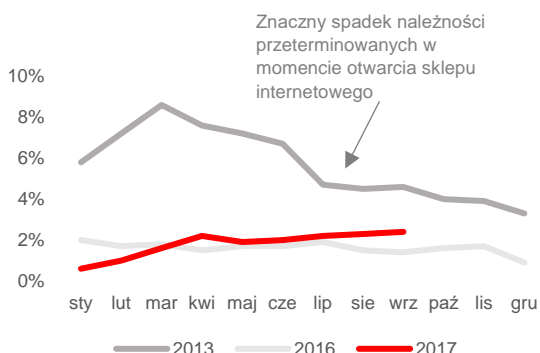
Metoda porównawcza, zwana również metodą wskaźnikową polega na określeniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa poprzez porównanie go z innymi spółkami operującymi w tej samej, lub zbliżonej branży. Wyceny odbywa się na podstawie porównania wskaźników EV/S, EV/EBITDA, C/Z, C/WK. Celem przeprowadzenia wyceny porównawczej jest określenie poziomu przewartościowania lub niedowartościowania analizowanego waloru na tle grupy porównawczej. Największą zaletą opisywanej metody jest fakt, iż bazuje ona na aktualnych wycenach rynkowych podmiotów o zbliżonym charakterze działalności.

Wyniki finansowe

Przychody ze sprzedaży

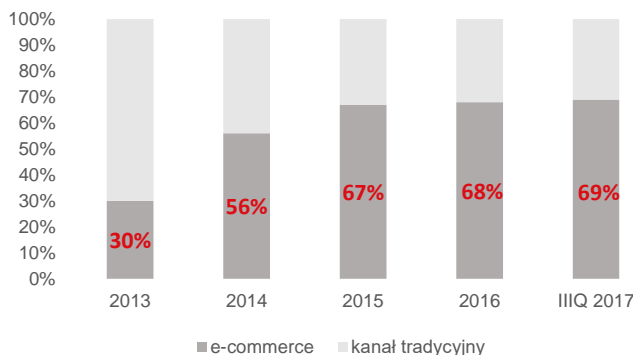
Grupa kapitałowa TIM w roku 2013 przeszła całkowitą zmianę modelu biznesowego. Zarząd zdecydował się postawić na e-commerce czego efektem jest nowy model kanału dystrybucji oparty zarówno na sprzedaży on-line i na kanale tradycyjnym. Kanał tradycyjny zbudowany jest w oparciu o doradców i przedstawicieli handlowych działających w terenie. Kanał e-commerce, który spółka określa jako silnik elektryczny (kanał tradycyjny określany jest jako silnik spalinowy) oparty jest na sprzedaży asortymentu na stronie internetowej TIM. Powyższe zmiany pozwoliły na redukcję kosztów stałych, zwiększyły możliwości dotarcia do większego grona klientów, przyczyniły się do silniejszej dywersyfikacji odbiorców a także nie powodują konieczności zatrudnienia tak dużej liczby pracowników w związku z obsługą hurtowni co w kontekście silnej presji płacowej upatrujemy jako istotny czynnik. Model sprzedaży internetowej doprowadził ponadto do istotnego zmniejszenia udziału należności przeterminowanych powyżej 30 dni. Na poniższych wykresach prezentujemy strukturę sprzedaży pomiędzy kanałami tradycyjnym i e-commerce a także udział należności przeterminowanych.

Wykres 21: Udział należności przeterminowanych >30 dni



Źródło: TIM

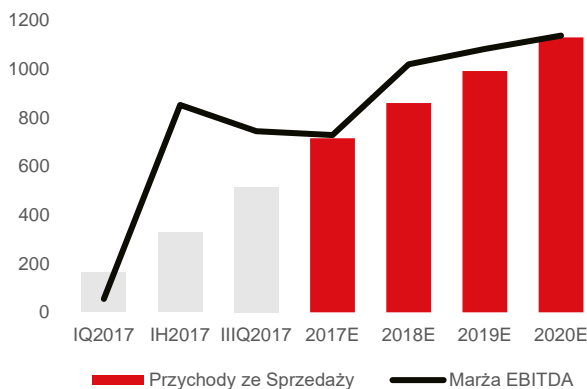
Wykres 22: Udział kanałów w całkowitej sprzedaży



Źródło: TIM

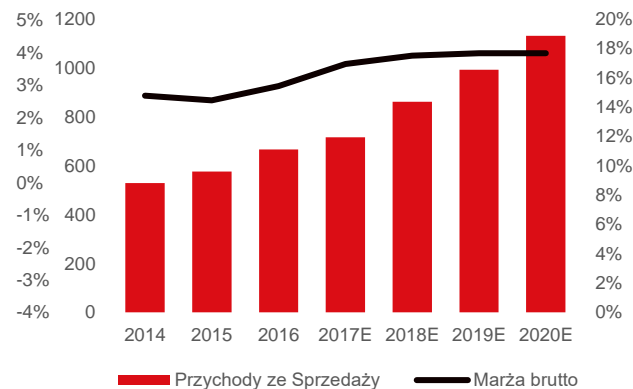
Miniony rok był rekordowy dla TIM-u pod względem wysokości przychodów. Po 3 kwartałach spółka wypracowała PLN 515.1m przychodów i PLN 5.9m EBITDA. W samym 3 kwartale udało się wypracować PLN 1m zysku (pierwsze 2 kwartały przyniosły PLN 3.3m straty). Październik i listopad były odpowiednio najlepszym i drugim z najlepszych miesięcy w historii TIM-u. Według Zarządu TIM-u już następny rok będzie zyskowy dla dystrybucyjnej spółki 3LP (rok 2018 będzie pierwszym w którym spółka powinna wypracować zysk netto). Szacujemy, że pozytywne wyniki 3LP będą miały znaczący wpływ na wyniki całej grupy kapitałowej dla której, do tej pory, były istotnym obciążeniem. Spodziewamy się, iż rok 2017 TIM zakończy generując PLN 715.5m przychodów co stanowi wzrost o 7.4% r/r.

Wykres 23: Przychody za IIIQ 2017 i prognoza na lata 2017-20E



Źródło: TIM, szacunki PDM

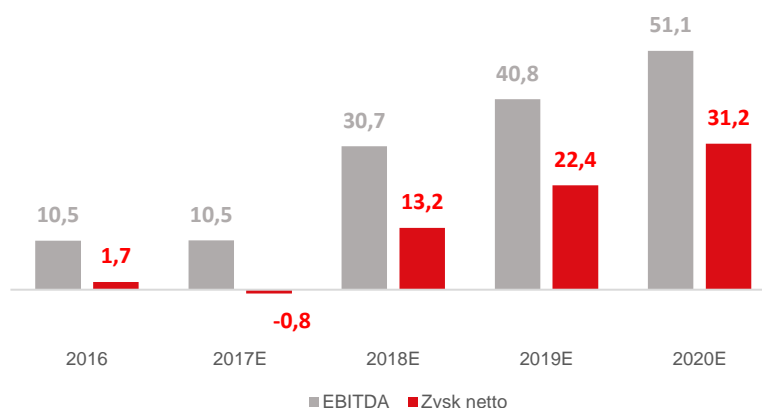
Wykres 24: Przychody i prognoza na lata 2017-20E



Źródło: TIM, szacunki PDM

Szacunkowa prognoza przychodów za rok 2017 jest oparta o miesięczne wyniki sprzedażowe publikowane przez TIM a także szacunki wewnętrzne PDM. Prognozy na lata 2018-2020 opieramy o historyczne wyniki sprzedaży Grupy Kapitałowej, bieżącą sytuację w branży a także szacunki co do koniunktury rynkowej na najbliższe lata. Dynamika wzrostu przychodów za lata 2017-2020E wynosi 11.8% CAGR. Spodziewamy się wzrostu przychodów odpowiednio o 20% w roku 2018, 15% w 2019 i 14% w roku 2020. Naszą prognozę na rok 2018 niejako potwierdzają wyniki sprzedażowe za styczeń i luty 2018 r. w których sprzedaż TIM-u wyniosła odpowiednio PLN 58.1m (wzrost o 28.6% r/r) i PLN 53.75m (wzrost o 21.9% r/r). Na poniższym wykresie przedstawiamy zysk netto, EBITDA i nasze prognozy na lata 2014-2020E.

Wykres 25: Zysk netto, EBITDA i prognozy na lata 2017-20E (PLN m)

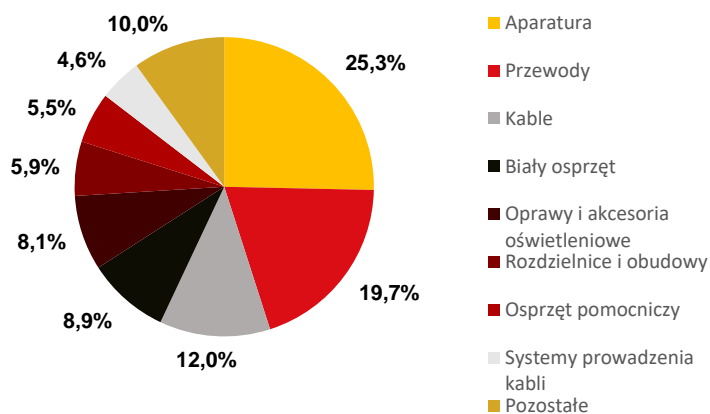


Źródło: TIM, szacunki PDM

Perspektywiczna sytuacja w branży budowlanej, zwiększone inwestycje infrastrukturalne i silna konsumpcja budzi w nas optymizm dotyczący lat 2018-2020. Pierwsze półrocze 2017 r. nie było dla TIM-u udane i zakończyło się stratą netto PLN 3.3m pomimo wyraźnego wzrostu przychodów ze sprzedaży o 6% r/r. Pozytywną zmianę przyniósł III kwartał w którym spółka wygenerowała PLN 1m zysku przy marży netto 0.5%. Na IV kwartał prognozujemy PLN 1.5m zysku netto i PLN 4.6m EBITDA co w efekcie doprowadzi do PLN 10.5m EBITDA za cały 2017 r. i PLN 0.8m straty z perspektywy zysku netto. Oczekujemy, iż kolejne lata zaowocują utrzymaniem tendencji rosnących przychodów a ponadto przyniosą poprawę rentowności. Prognozujemy, iż poprawa widoczna w spółce od drugiej połowy roku 2017 utrzyma się i pozytywnie wpłynie na wyniki kolejnych lat.

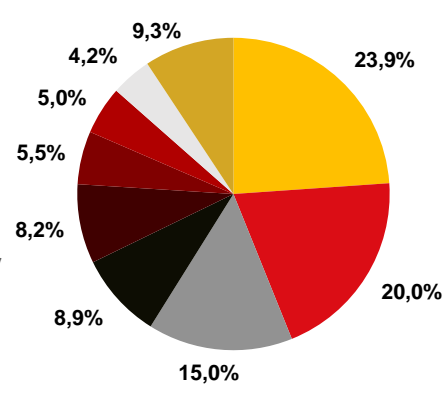
Aktualnie TIM posiada najszerszą ofertę produktową na rynku dystrybucji artykułów elektrotechnicznych w Polsce. Głównym źródłem przychodów dla grupy są aparatura, przewody, kable i osprzęt biały. Po 3 kwartałach roku 2017 możemy zauważyć trzy procentowy spadek udziału nisko marżowych kabli w strukturze sprzedaży w porównaniu do analogicznego okresu 2016 r. Malejący udział kabli w całkowitej sprzedaży wynika przede wszystkim z wdrożonego procesu intensyfikacji sprzedaży produktów wysoko marżowych w grupie przy utrzymaniu, bądź niewielkim zmniejszeniu udziału produktów nisko marżowych. Na poniższych wykresach przedstawiamy procentowy udział segmentów w całkowitej sprzedaży po III kwartałach roku 2016 i 2017.

Wykres 26: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017



Źródło: TIM

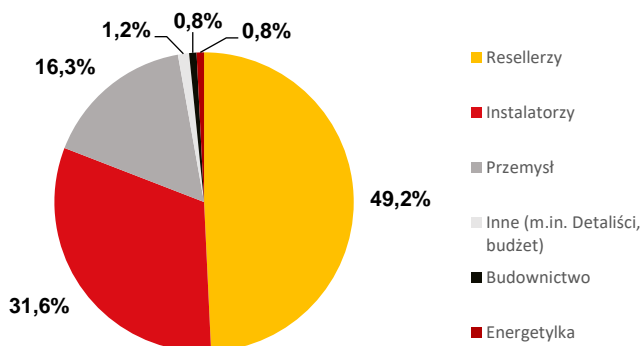
Wykres 27: Struktura sprzedaży po IIIQ 2016



Źródło: TIM

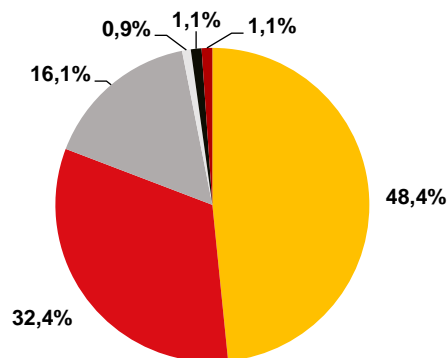
Zmiana modelu biznesowego (porzucenie tradycyjnego systemu dystrybucji na rzecz e-commerce) przyczyniło się do znacznej dywersyfikacji odbiorców. Obecna struktura sprzedażowa w pewnym stopniu uodparnia TIM na zmiany koniunktury rynkowej, co postrzegamy jako istotny czynnik w przypadku pogorszenia kondycji rynkowej. Ponadto model sprzedaży e-commerce ułatwia dotarcie do szerszego grona odbiorców co implikuje jego istotną przewagę nad tradycyjnym modelem dystrybucji. Głównym odbiorcom TIM-u są resellerzy, którzy odpowiadają za 49.2% całej sprzedaży spółki. Drugą w kolejności istotną grupą są instalatorzy pokrywający 31.6% obrotu i przemysł, który jest odpowiedzialny za 16.3% całkowitej sprzedaży grupy. Poniższe wykresy przedstawiają strukturę sprzedaży ze względu na odbiorców po III kwartałach roku 2016 i 2017.

Wykres 28: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017



Źródło: TIM

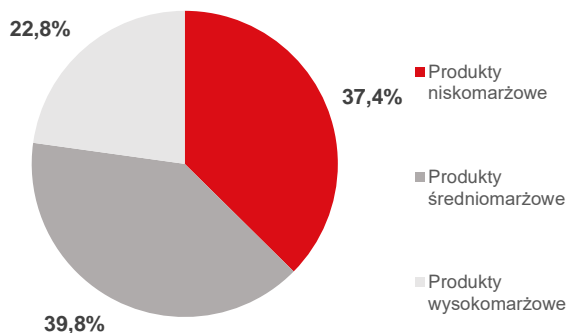
Wykres 29: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017



Źródło: TIM

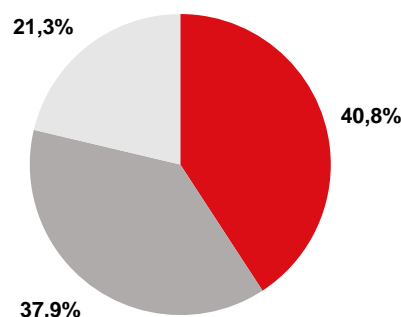
Jednym z wyzwań na najbliższe lata dla Grupy Kapitałowej jest intensyfikacja sprzedaży produktów wysokomarżowych. Analizując IIIQ roku 2017 w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku, większa część przychodów pochodzi ze sprzedaży produktów wysoko i średnio marżowych a niżeli w roku poprzednim. Utrzymanie tego trendu postrzegamy jako niezwykle istotne w kontekście dalszej poprawy wyników w spółce.

Wykres 29: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017 ze względu na wysokość marży



Źródło: TIM

Wykres 30: Struktura sprzedaży po IIIQ 2016 ze względu na wysokość marży



Źródło: TIM

Przychody spółki nie są silnie uzależnione od sezonowości lub cykliczności. Jednakże możemy zaobserwować, iż pierwszy kwartał jest najsłabszym pod względem wielkości sprzedaży dla TIM-u, co jest wynikiem najniższej aktywności robót i procesów budowlano-montażowych w tym okresie. Druga połowa roku statystycznie prezentuje się lepiej a niżeli pierwsza gdyż odpowiada ona średnio za 55.8% rocznych przychodów. Sam czwarty kwartał jest zazwyczaj najlepszy z całego roku i odpowiada średnio za 28.6% całkowitej sprzedaży Grupy Kapitałowej. W najbliższym czasie Zarząd spółki nie spodziewa się istotnej zmiany sezonowości.

Tabela 4: Sezonowość kwartalna sprzedaży netto w latach

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Średnia
Q1	18.8%	19.7%	22.8%	18.8%	19.5%	21.7%	22.3%	20.7%
Q2	23.4%	24.2%	24.1%	21.0%	23.5%	23.3%	24.5%	23.5%
Q3	27.2%	28.4%	23.3%	28.1%	29.9%	26.8%	26.3%	27.2%
Q4	30.6%	27.7%	29.9%	32.1%	27.1%	28.2%	27.0%	28.6%

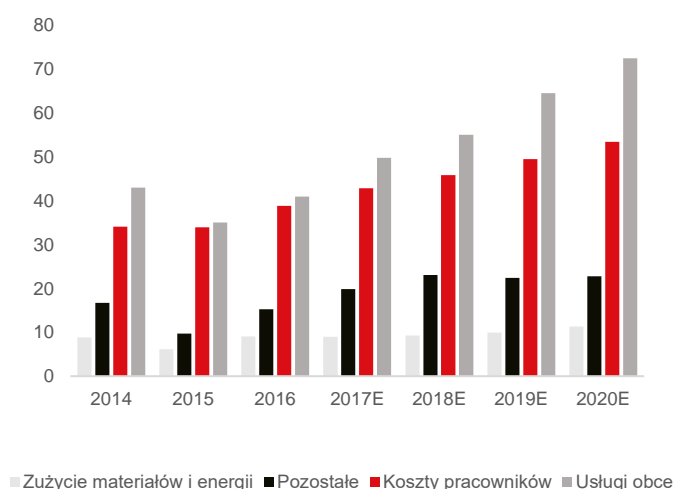
Źródło: TIM

Koszty & marże

Główne koszty operacyjne TIM-u to usługi obce i wydatki na wynagrodzenia pracowników. Na usługi obce w głównej mierze składają się koszty transportu i dostawy zamówień realizowanych dla klientów za pośrednictwem 3LP, koszty księgowości czy HR. W najbliższym roku oczekujemy, iż koszty usług obcych będą rosły wraz ze wzrostem sprzedaży. Jeśli chodzi o wynagrodzenia to biorąc pod uwagę niekorzystną z punktu widzenia przedsiębiorców sytuację na rynku pracy spodziewamy się postępującego wzrostu wynagrodzeń. Wyniki spółki, podobnie jak innych spółek z branży, są silnie uwarunkowane cenami po jakich zakupuje ona towary od producentów. W przypadku TIM-u większość zakupów realizowana jest w walucie polskiej co eliminuje ryzyko walutowe z transakcji.

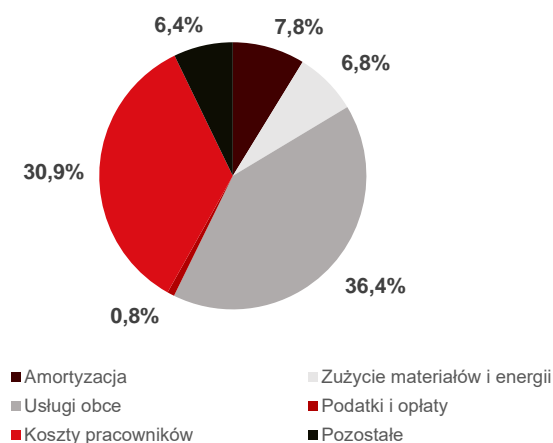
W latach 2012-2016 marża brutto fluktuowała w granicach od 14.4% do 19.3%. Istotny spadek rentowności miał miejsce po roku 2013 kiedy to marża wynosiła 16.8% i spadła w roku 2014 do 14.8%. Erozja marży była częściowo spowodowana zmianą modelu dystrybucji z tradycyjnego na e-commerce. Od roku 2015 obserwujemy konsekwentną poprawę rentowności która w roku 2016 wróciła do poziomu 16.9%. W naszej opinii rok 2017 zostanie zakończony z marżą brutto 16.9%. W kolejnych latach oczekujemy dalszej poprawy rentowności do poziomu 17.5% w roku 2018 i 17.5% w latach 2019-2020.

Wykres 30: Struktura kosztów w latach 2017-2020 (PLN m)



Źródło: TIM, szacunki PDM

Wykres 31: Struktura kosztów operacyjnych po IIIQ 2017

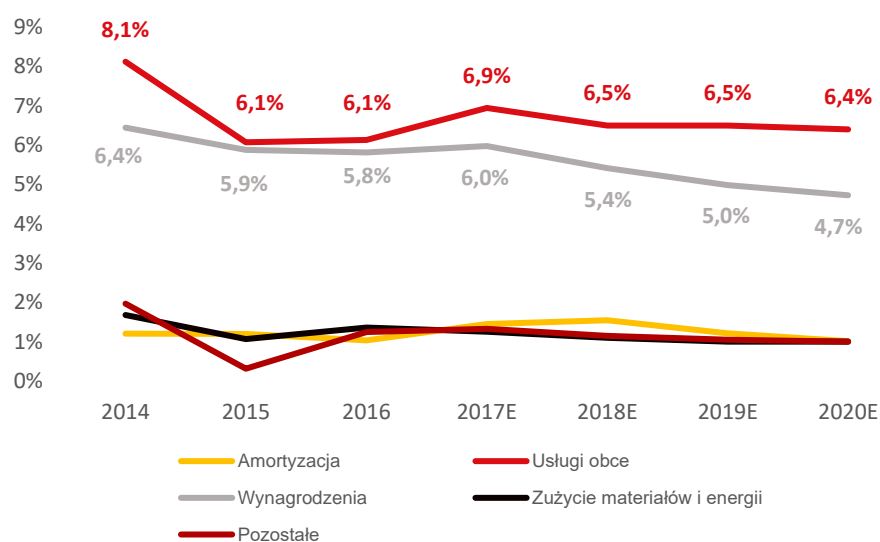


Źródło: TIM, szacunki PDM

Usługi obce stanowiły największą pozycję kosztową spółki (PLN 36.4m po IIIQ 2017). Zgodnie z naszymi szacunkami koszty usług obcych będą rosły wraz z wielkością sprzedaży z którą są silnie skorelowane.

Drugą w kolejności największą pozycją po stronie kosztów TIM-u są wydatki na wynagrodzenia pracowników (PLN 30.9m po IIIQ 2017). Oczekujemy, że wzrost wynagrodzeń w TIM będzie postępował szybciej niż w przypadku szerokiego rynku, tzn. spodziewamy się wzrostu wynagrodzeń o 7% w 2018 r. W najbliższych latach spodziewamy się utrzymania obecnego poziomu zatrudnienia co jest wynikiem przyjętego modelu dystrybucji e-commerce. W tym momencie zwracamy uwagę na wartość PLN 22m inwestycję poczynioną przez TIM w celu automatyzacji magazynu logistycznego w Siechnicach, polegającą na instalacji systemu shuttle (pojemność: 50 tysięcy pojemników). Przed uruchomieniem systemu średnia liczba picków na godzinę przez pracownika wynosiła około 50, a po uruchomieniu systemu wzrosła do 500 picków na godzinę. W naszej opinii poczyniona inwestycja pozwoli na utrzymanie niewielkiego wzrostu zatrudnienia (spodziewamy się wzrostu zatrudnienia jedynie w momencie pozyskania nowych klientów przez 3LP) i z tego powodu głównych czynników determinujących wzrost wydatków na wynagrodzenia upatrujemy w sytuacji na rynku pracy. Na poniższym wykresie przedstawiamy udział kosztów operacyjnych w przychodach TIM-u

Wykres 32: Stosunek kosztów operacyjnych do przychodów Grupy Kapitałowej



Źródło: TIM, szacunki PDM

Oczekujemy, że w roku 2017 amortyzacja wyniesie PLN 10.3m i wzrośnie do poziomu PLN 13.3m w roku 2018. Z racji poczynionych niedawno inwestycji w rozbudowę centrum logistycznego nie spodziewamy się kolejnych, istotnych wydatków inwestycyjnych w najbliższych latach

Bilans

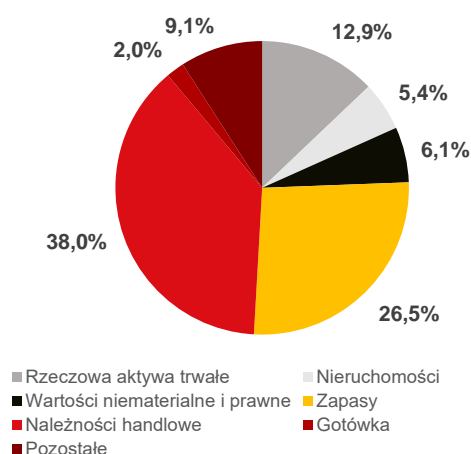
Po III kwartałach 2017 suma bilansowa Grupy Kapitałowej TIM wzrosła o 4% r/r do wysokości PLN 361.1m na dzień 30 września 2017 r.

Struktura bilansu obejmuje głównie aktywa obrotowe (69.7% całkowitej wartości sumy bilansowej) co jest specyficzne dla podmiotów działających w branży dystrybucji. Rzeczowe aktywa trwałe (nieruchomości, magazyny, maszyny, samochody) wyceniane są na PLN 66.2m i stanowią 18.3% całkowitej sumy bilansowej. Wartości niematerialne i prawne są wyceniane przez bilans na PLN 22m i obejmują w głównej mierze wartość nabytych koncesji, licencji i programów komputerowych.

Aktywa obrotowe to w większości należności od odbiorców (PLN 137m po IIIQ 2017, 38% całkowitej sumy bilansowej). Z powyższej kwoty PLN 121m stanowią należności bieżące, PLN 10.7m należności przeterminowane do 1 miesiąca, PLN 2.8m należności przeterminowane od 1 do 3 miesięcy, i PLN 2.7m należności przeterminowane powyżej 3 miesięcy.

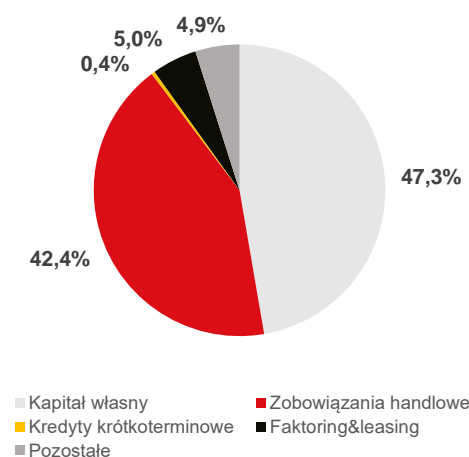
Drugą istotną pozycją w strukturze aktywów bieżących są zapasy, wyceniane w bilansie na PLN 95.6m co stanowi 26.5% całkowitej sumy bilansowej. W najbliższych latach spodziewamy się utrzymania obecnej tendencji i dalszego wzrostu zapasów w wyniku poszerzania oferty asortymentowej.

Wykres 33: Struktura aktywów – IIIQ 2017



Źródło: TIM

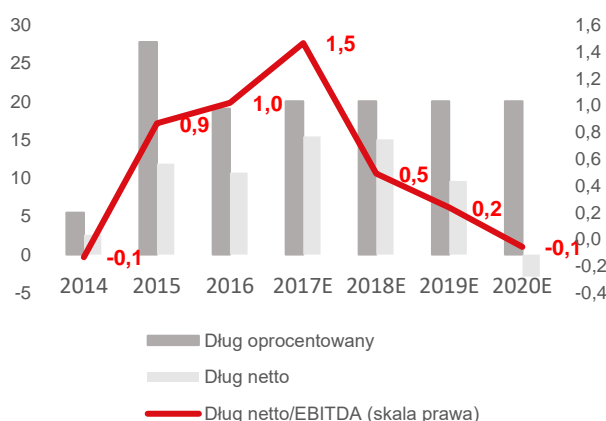
Wykres 34: Struktura pasywów IIIQ 2017



Źródło: TIM

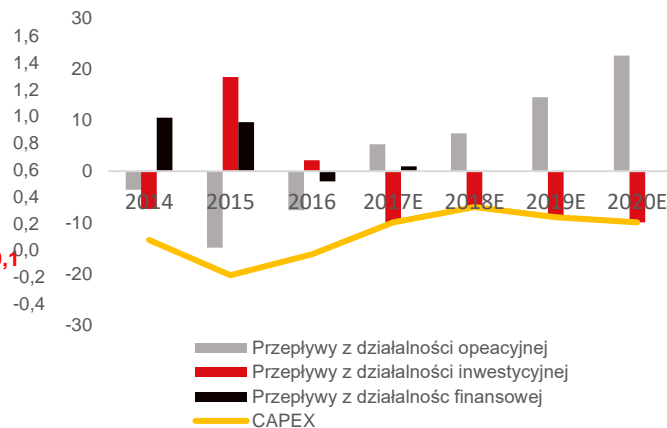
Pasywa spółki składają się głównie z kapitału własnego (47.3% całkowitej wartości sumy bilansowej) i zobowiązań handlowych (42.4% całkowitej sumy bilansowej). Zwracamy uwagę na niską wysokość zobowiązań kredytowych w przedsiębiorstwie, która jest odzwierciedleniem bezpiecznej polityki promowanej przez Zarząd spółki. Nasze prognozy na lata 2017-20E zakładają, że spółka nie będzie zaciągać nowych zobowiązań wynikających z kredytów bankowych lub obligacji.

Wykres 35: Poziom zadłużenia 2014-2020E (PLN m)



Źródło: TIM, Szacunki PDM

Wykres 36: Poziom zadłużenia 2014-2020E (PLN m)



Źródło: TIM, Szacunki PDM

Nagły wzrost wskaźnika dług netto/EBITDA z 1.0 w roku 2016 do 1.5 w roku 2017 jest wynikiem niższego poziomu gotówki na koniec roku 2017. Obecne zobowiązania spółki to w przeważającej większości leasingi. W następnych latach zakładamy, że zadłużenie zostanie utrzymane na obecnym poziomie, a przyszłe warunki finansowe będą dla spółki podobne bądź nieznacznie korzystniejsze od aktualnych. W naszej opinii zadłużenie

oprocenowane utrzyma się na poziomie PLN 20m w latach 2018-2020E. Prognozowany spadek wysokości wskaźnika dług netto/EBITDA jest wynikiem rosnącego poziomu gotówki i wzrostu EBITDA w kolejnych latach. Biorąc pod uwagę niskie zadłużenie i sytuację finansową spółki nie dostrzegamy zagrożenia związanego z utratą płynności. Na chwilę obecną TIM nie posiada zadłużenia wynikającego z emisji obligacji.

Prognozy finansowe

Prognoza na lata 2017-2020

Na bazie informacji udostępnianych przez spółkę, danych z rynku dystrybucji artykułów elektrotechnicznych, ogólnej kondycji branży budowlano-montażowej i danych makroekonomicznych zarówno z gospodarki Polskiej jak i światowej, publikujemy naszą prognozę sytuacji finansowej Grupy Kapitałowej TIM. Poniższa tabela przedstawia nasze oczekiwania co do wyników za lata 2017-2020E.

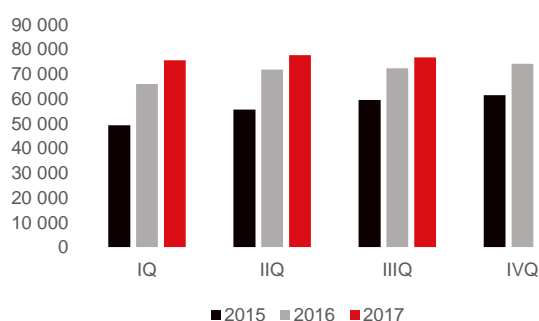
Tabela 5: TIM 2017-2020E (mln PLN)

	2017E	2018E	2019E	2020E
Przychody (PLN m)	715.5	860.1	991.0	1129.8
EBITDA (PLN m)	10.5	30.7	40.8	51.1
EBIT (PLN m)	0.2	17.4	28.7	39.7
Zysk netto (PLN m)	-0.8	13.2	22.4	31.2
EPS	-0.04	0.60	1.01	1.41

Źródło: Szacunki PDM

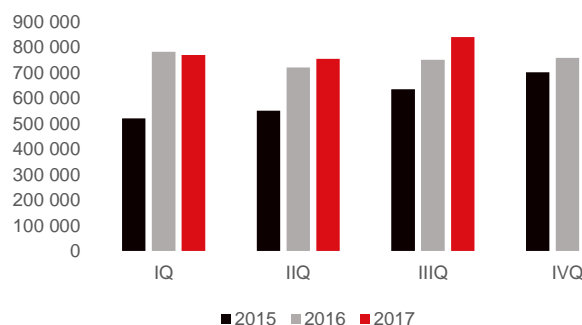
- Spodziewamy się, że w średnim terminie rynek dystrybucji elektrotechniki będzie rozwijał się w zrównoważonym tempie 8% rocznie.
- W segmencie budowlano-montażowym, spodziewamy się intensyfikacji wydatków publicznych i inwestycyjnych. Zakładamy, że średnioroczne tempo wzrostu w tym segmencie wyniesie w naszej ocenie około 15%.
- Zakładamy, że liczba indeksów w magazynie będzie rosnąć, średniorocznie o 6% w okresie prognozy, przy czym zaznaczamy, iż dynamika wzrostu będzie maleć w następujących latach. Spodziewamy się, że TIM utrzyma najszerszą ofertę produktową na rynku Polskim.

Wykres 37: Liczba indeksów na magazynie



Źródło: TIM, Szacunki PDM

Wykres 38: Liczba linii w sklepie TIM.pl

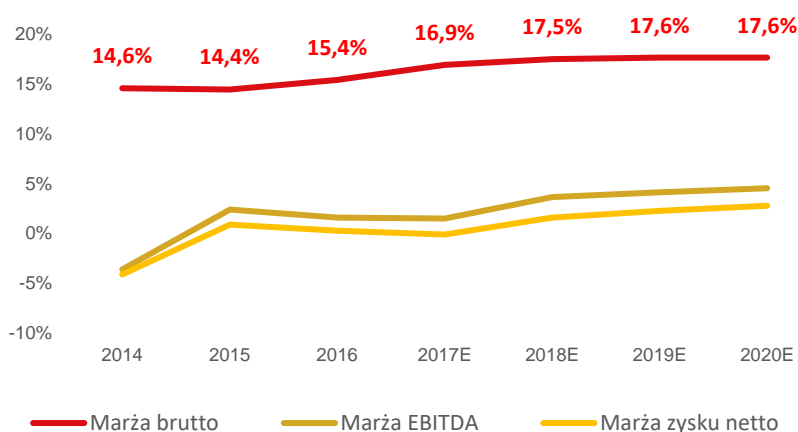


Źródło: TIM, Szacunki PDM

- Prognozujemy stratę PLN 0.8m w roku 2017 i PLN 13.2m zysku w roku 2018. Oczekujemy PLN 22.4m zysku w roku 2019 i PLN 31.2m w 2020.
- Zakładamy rosnący udział klientów zewnętrznych w przychodach 3LP. Prognozujemy, że przychody spoza Grupy Kapitałowej wzrosną z aktualnych 15% do 25% w 2018 r. i do 35% w 2020 r. Celem stawianym przez Zarząd jest poziom 50% przychodów spoza Grupy Kapitałowej, który w naszej opinii jest możliwy do zrealizowania dopiero w dłuższym okresie.

- Zakładamy, że rentowność brutto na sprzedaży będzie w prognozowanym okresie utrzymywać się na poziomie 17.5%-17.6%.
- Zakładamy, że koszty operacyjne będą nieznacznie maleć do poziomu 14.1% w 2020 r. Naszą prognozę opieramy na rosnącej liczbie klientów zewnętrznych w 3LP, efekcie skali związanym z rosnącą sprzedażą a także częściowo odpornym na zawirowania rynkowe modelu sprzedaży e-commerce.
- Uważamy, że spółka 3LP osiągnie próg rentowności już w czwartym kwartale roku 2018. Centrum Logistyczne charakteryzują wysokie koszty stałe. Planowane zwiększenie udziału klientów zewnętrznych w przychodach pomoże zmniejszyć jednostkowe koszty stałe przez co istotnie wpłynie na wyniki Grupy Kapitałowej.
- Zapotrzebowanie na kapitał pracujący w okresie przeprowadzanej analizy będzie nieznacznie rosło. Jest to związane z polityką ciągłego zwiększania szerokości oferty dla klientów
- Oczekujemy wzrostu wynagrodzeń o 7% r/r co przy silnym wzroście przychodów implikuje niewielki wpływ rosnących wynagrodzeń na wyniki TIM-u, głównie ze względu na wysoką automatyzację Centrum Logistycznego i model dystrybucji e-commerce. Prognozujemy, że liczba pracowników pozostanie na niezmiennym poziomie.
- Zakładamy, że aktualny, bezpieczny poziom zadłużenia utrzyma się na niezmiennym poziomie w badanym okresie.
- Prognozujemy stały CAPEX na poziomie PLN 10m w roku 2017 i odpowiednio PLN 7m, 9m, i 10m w latach 2018-2020. W związku z ostatnimi inwestycjami w magazyn logistyczny nie spodziewamy się dalszych, istotnych wydatków kapitałowych, raczej optymalizacji kosztowej i poprawy marż.
- Oczekujemy wzrostu marży EBITDA do 3.6% w 2018 r., 4.1% w 2019 r. i 4.5% w roku 2020.
- Zakładamy nieznacznie rosnący udział kanału dystrybucji e-commerce w całkowitej sprzedaży grupy.

Wykres 39: Rentowność



Źródło: TIM, Szacunki PDM

Prognoza na 4Q17

Poniżej prezentujemy nasze oczekiwania co do wyników za czwarty kwartał roku 2017.

Tabela 6: TIM 4Q17 (mln PLN)

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q'17E	2016	2017
Przychody (PLN m)	147.7	162.1	174.2	182.2	163.2	165.4	186.5	200.4	666.2	715.5
EBITDA (PLN m)	6.6	3.7	0.5	-0.4	0.9	0.6	4.4	4.6	10.5	10.5
EBIT (PLN m)	5.0	2.4	-1.4	-2.4	-1.6	-2.0	1.8	2.0	3.6	0.2
Zysk netto (PLN m)	4.5	1.0	-1.6	-2.2	-1.4	-1.9	1.0	1.5	1.7	-0.8
Marża gotów kow a brutto (%)	15.0%	16.5%	14.1%	16.0%	16.8%	16.7%	17.1%	17.0%	16.9%	17.5%
Marża EBITDA (%)	4.5%	2.3%	0.3%	-0.2%	0.6%	0.4%	2.3%	2.3%	1.6%	1.5%

Źródło: TIM, Szacunki PDM

- Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży w 4 kwartale 2017 wzrosną o 10% r/r i wyniosą PLN 200.4m. Swoją prognozę opieramy o miesięczne wyniki sprzedażowe opublikowane przez spółkę (przychody ze sprzedaży towarów za okres X-XII 2017 wyniosły PLN 184.4m) i wyniki poprzednich kwartałów.
- Spodziewamy się polepszenia sytuacji na rynku, głównie ze względu na wzrost produkcji budowlano-montażowej, który przełoży się na wyniki dystrybutorów. Podkreślamy bardzo wysoki wzrost produkcji budowlano-montażowej o 34.7% r/r w styczniu i 31.4% r/r w lutym.
- Oczekujemy 17% marży brutto w 4 kwartale 2017 wobec 17.1% w trzecim kwartale i 16% rok wcześniej.
- Spodziewamy się 2.3% marży EBITDA w 4 kwartale 2017 wobec 2.3% w trzecim kwartale i -0.2% rok wcześniej.
- Prognozujemy utrzymanie poziomu zadłużenia z poprzedniego kwartału (PLN 20m).
- Oczekujemy PLN 1.5m zysku netto w 4 kwartale 2017, wobec -2.1 mln PLN straty w roku 2016. Wygenerowany zysk przełoży się na marżę netto 0.7% wobec -1.2% rok wcześniej.

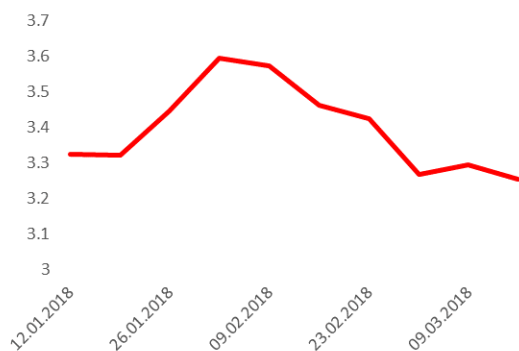
Wycena przedsiębiorstwa

Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)

W procesie kalkulacji stopy dyskontowej posłużyliśmy się następującymi założeniami:

- **Stopa wolna od ryzyka.** Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy średnią rentowność polskich obligacji 10-letnich i nasze prognozy co do kształtowania się stopy wolnej od ryzyka w roku 2018. Na potrzeby wyceny ustaliśmy wysokość stopy wolnej od ryzyka na 3.50%.
- **Premia za ryzyko.** Przyjęliśmy premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6.06% (szacunek na podstawie A.Damodaran – aktualizacja na miesiąc styczeń 2018).
- W naszych kalkulacjach założyliśmy współczynnik zmienności **Beta** na neutralnym poziomie 1.0.
- Powyższe założenia implikują **koszt kapitału własnego** na poziomie 10.07%.
- Premia za ryzyko dla finansowania dłużnego w przypadku przedsiębiorstw o podobnej skali działalności jest przez nas szacowana na poziomie około 100bps. Przy założeniu 19% stopy podatkowej implikuje to **koszt finansowania długiem** na poziomie 8.97%.
- Powyższe założenia implikują średni ważony koszt kapitału w spółce TIM na poziomie 9.97%.

Wykres 40: Rentowność polskich obligacji 10Y (%)



Źródło: stooq

Tabela 7: Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	
RF - stopa wolna od ryzyka	3.50%
ERP - premia za ryzyko	6.06%
Beta	1.00
CoE - koszt kapitału własnego	10.07%
DRP - premia za ryzyko (dług)	2.00%
Stopa podatkowa	19.00%
CoD - koszt finansowania długiem	8.97%
Udział długu w strukturze finansowania	9.00%
WACC - średni ważony koszt kapitału	9.97%

Źródło: TIM, szacunki PDM

Wynik wyceny metodą DCF

Poniższa tabela przedstawia konkluzje płynące z naszej waluacji przedsiębiorstwa TIM metodą DCF:

- Nasza wycena bazuje na założeniu, że Spółka będzie w stanie uzyskać w najbliższym roku tempo wzrostu przychodów na poziomie 20%, co jest w dużej mierze zgodne z założeniami Zarządu przedsiębiorstwa oraz koniunkturą na rynku dystrybucji i produkcji budowlano-montażowej
- Zakładamy, że średnie tempo wzrostu biznesu w latach 2022-25E wyniesie około 3%. Nasza prognoza dla tego okresu bazuje na utrzymaniu wzrostowych tendencji ogólnorynkowych a także stabilnej sytuacji makroekonomicznej. Zakładamy ponadto zrównoważony wzrost produkcji budowlano-montażowej w najbliższych latach.
- W okresie rezydualnym (po okresie prognozy szczegółowej) liczymy, że tempo wzrostu sektora będzie przewyższać długoterminowy poziom inflacji o około 0.5pp (tzn. w ujęciu nominalnym wyniesie około 3.0%).
- W naszej ocenie rentowność operacyjna spółki TIM będzie się kształtować w przedziale 2.1-3.5% w latach 2017-25E. W okresie rezydualnym zakładamy rentowność operacyjną na poziomie 3%.
- Zakładamy, że nakłady inwestycyjne wyniosą średniorocznie około PLN 9m w prognozowanym okresie.

Tabela 8: Wycena TIM metodą DCF

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	TV
<i>Wzrost przychodów</i>	43.1%	17.3%	14.0%	6.0%	4.5%	3.0%
Przychody	844.9	991.0	1129.8	1197.6	1251.5	
<i>marża EBIT</i>	2.1%	2.9%	3.5%	3.1%	3.0%	3.0%
EBIT	17.4	28.7	39.7	36.5	37.5	37.5
<i>efektywna stopa podatkowa</i>	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPAT	14.1	23.3	32.2	29.6	30.4	30.4
+ Amortyzacja	13.3	12.0	11.4	12.0	12.0	12.0
- CAPEX	7.0	9.0	10.0	11.0	11.5	12.0
- Zmiana kap. obrotowego	19.1	20.0	20.2	5.9	4.6	2.0
FCF	1.3	6.3	13.4	24.7	26.3	419.9
Wartość rezydualna						287.1
WACC	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%	9.97%	
Wartość bieżąca FCF	1.3	5.8	11.1	18.6	18.0	
WBN FCF		55				
+ WB wartości rezydualnej		287				
Wycena aktywów operacyjnych Spół	342					
+ Wartość aktywów nieoperacyjnych		0				
Wartość Spółki	342					
- Dług netto		15				
- Udziały mniejszości		0				
Wycena kapitałów własnych	322					
Wartość na akcję	14.5					
Założenia						
CAGR przychodów 2018-22E						10.3%
Średnia rentowność operacyjna 2018-22E						2.9%
Rynkowa premia za ryzyko						6.06%
Beta						1.0
Średni WACC w okresie 2018-22E						9.97%

Źródło: Szacunki PDM

Analiza wrażliwości

W poniższych tabelach prezentujemy wrażliwość wyniku wycena na najistotniejsze, w naszym odczuciu, założenia poczynione w toku waluacji. Zawierają one długoterminowe tempo wzrostu biznesu, poziom kształtowania się docelowej, długoterminowej rentowności operacyjnej oraz koszt kapitału w okresie rezydualnym:

Tabela 9: Waluacja TIM – analiza wrażliwości

DCF - analiza wrażliwości (PLN)						
Realny wzrost rezydualny	Wzrost nominalny	Marża operacyjna				
		5%	4%	3%	2%	1%
-0.5%	1.0%	17.9	14.5	11.1	7.7	4.3
0.5%	2.0%	20.4	16.5	12.6	8.7	4.7
1.5%	3.0%	23.7	19.1	14.5	9.9	5.3
2.5%	4.0%	28.2	22.6	17.1	11.5	6.0
3.5%	5.0%	34.4	27.6	20.7	13.9	7.0

Realny wzrost rezydualny	Wzrost nominalny	WACC				
		12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%
-0.5%	1.0%	8.7	9.8	11.1	12.8	14.9
0.5%	2.0%	9.6	10.9	12.6	14.7	17.5
1.5%	3.0%	10.8	12.4	14.5	17.3	21.2
2.5%	4.0%	12.2	14.3	17.1	21.0	26.8
3.5%	5.0%	14.1	16.9	20.7	26.5	36.3

Źródło: Szacunki PDM

Wynik wyceny metodą porównawczą

TIM został porównany z grupą spółek o podobnym profilu działalności z rynku polskiego w celu jak najdokładniejszego oddania aktualnej wyceny. Zdecydowaliśmy się porównać TIM ze spółkami z sektora dystrybucji i automotive co naszym zdaniem optymalnie obrazuje wycenę papierów przedsiębiorstwa.

Mediana wskaźnika EV/S dla grupy porównawczej znajduje się w przedziale 0.51-0.65 za lata 2017-19E. Spółki są aktualnie wyceniane na 8.8-17.5 C/Z 2018E-2019E przy medianie EV/EBITDA na rok 2017-19E w wysokości 7.71-13.35. Biorąc pod uwagę prognozy na lata 2018-2019 TIM jest wyceniany z istotnym dyskontem do grupy porównawczej w zakresie powyższych wskaźników. Rynek średnio wycenia spółki z grupy na 1.68-2.27 C/WK co również wskazuje na istotne niedowartościowanie TIM-u.

Zwracamy uwagę, iż z całej grupy porównywanych spółek TIM prezentuje się najgorzej w zakresie marży EBITDA (1.5% oczekiwanej marży EBITDA w TIM vs mediana 4.9% marży w grupie porównawczej w 2017 r.).

Na podstawie przeprowadzonej wyceny porównawczej ustalamy cenę akcji TIM-u na PLN 15.73

Tabela 10: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLN m)	EV/S			EV/EBITDA			C/Z			C/WK			Marża EBITDA za 2017	
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
AUTO PARTNER	APR	4.50	583	0.76	0.62	0.54	10.64	8.60	7.71	5.13	5.37	5.06	2.25	1.88	1.61	7.2%	
GRODNO	GRN	12.40	191	0.60	0.41	0.33	14.12	9.05	7.45	19.61	11.33	8.83	3.54	2.09	1.79	4.2%	
INTER CARS	CAR	266.00	3 769	0.71	0.61	0.54	12.59	10.55	9.43	17.45	12.76	11.19	2.28	1.95	1.68	5.6%	
KONSORCJUM STALI	KST	34.00	201	0.14	0.14	N/A	4.60	N/A	N/A	7.43	N/A	N/A	0.51	N/A	N/A	3.0%	
TIM	TIM	8.62	191	0.29	0.24	0.20	19.61	6.72	4.93	N/A	14.47	8.56	1.14	1.06	0.94	1.5%	
TOYA	TOA	12.50	979	2.88	2.58	2.38	18.37	17.02	16.07	24.33	23.04	21.29	5.58	4.46	3.79	15.7%	
Mediana				0.65	0.51	0.54	13.35	9.05	7.71	17.45	12.76	8.83	2.27	1.95	1.68	4.9%	
TIM	TIM	8.62		0.29	0.24	0.20	19.61	6.72	4.93	N/A	14.47	8.56	1.14	1.06	0.94		
				premia/dyskonto do grupy porównawczej			-55.7%	-53.0%	-62.6%	46.9%	-25.8%	-36.0%	13.4%	-3.1%	-49.6%	-45.7%	-43.9%
				Implikowana wartość na jedną akcję			21.01	19.76	24.18	6.34	12.52	14.15	7.60	8.90	17.10	15.87	15.36
				średnia wartość na akcje			21.65		11.01		8.25		16.11				
				waga wyceny (%)			40%		20%		20%		20%				
Wycena na 1 akcje							15.73										

Źródło: Szacunki PDM

Sprawozdanie finansowe

Tabela 11: TIM – wyniki finansowe 2014-2020E

TIM - RZS (PLN m)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Przychody	528.1	575.9	666.2	715.5	860.1	991.0	1129.8
zmiana rdr		9%	16%	7%	20%	15%	14%
Wynik brutto na sprzedaży	76.9	83.2	102.7	121.0	150.4	174.9	199.4
Amortyzacja	6.4	6.9	6.9	10.4	13.3	12.0	11.4
Zużycie materiałów i energii	8.9	6.1	9.1	9.0	9.3	9.9	11.3
Usługi obce	42.9	35.0	40.8	49.7	54.9	64.4	72.3
Wynagrodzenia	34.0	33.9	38.7	42.7	45.7	49.4	53.4
Pozostałe	10.4	1.8	8.3	9.5	9.7	10.4	11.3
EBIT	-25.5	6.9	3.6	0.2	17.4	28.7	39.7
zmiana rdr		-127%	-47%	-95%	9575%	65%	38%
EBITDA	-19.2	13.8	10.5	10.5	30.7	40.8	51.1
zmiana rdr		-172%	-24%	0%	191%	33%	25%
Przychody/(koszty) finansowe	-0.4	-1.0	-0.6	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
Zysk brutto	-25.9	5.9	3.0	-0.8	16.3	27.6	38.6
Podatek	7.4	7.2	6.7	7.8	8.4	9.0	9.4
Zysk netto	-21.8	4.9	1.7	-0.8	13.2	22.4	31.2
zmiana rdr		-123%	-66%	-149%	-1704%	69%	40%
Zysk na akcje	-1.0	0.2	0.1	0.0	0.6	1.0	1.4
Rentowność	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Rentowność na sprzedaży	14.6%	14.4%	15.4%	16.9%	17.5%	17.6%	17.6%
Marża EBITDA	-3.6%	2.4%	1.6%	1.5%	3.6%	4.1%	4.5%
Marża netto	-4.1%	0.9%	0.3%	-0.1%	1.6%	2.3%	2.8%
ROE	-12.7%	3.0%	1.0%	-0.5%	7.6%	11.7%	14.3%
TIM - Bilans (PLN m)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Aktywa trwałe	77.6	100.6	108.5	108.1	101.8	98.8	97.4
Rzeczowe aktywa trwałe	25.4	43.7	45.0	44.7	38.4	35.4	33.9
WNIP	18.5	19.2	21.7	21.7	21.7	21.7	21.7
Pozostałe aktywa trwałe	16.9	18.7	18.8	18.8	18.8	18.8	18.8
Aktywa obrotowe	160.1	219.1	234.6	246.7	290.8	346.2	407.1
Zapasy	52.7	75.4	89.7	98.0	118.1	141.2	164.1
Należności krótkoterminowe	100.2	113.3	123.8	131.3	155.1	181.9	207.4
Środki pieniężne	2.9	15.9	8.4	4.6	5.0	10.4	22.9
Pozostałe aktywa obrotowe	4.4	14.5	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
Aktywa dostępne do sprzedaży	45.2						
AKTYWA RAZEM	282.9	319.7	343.0	354.7	392.6	445.0	504.5
Kapitał własny	166.2	170.3	173.4	172.6	185.8	208.2	239.5
udziały mniejszości	4.1	4.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Zobowiązania	116.7	149.4	169.6	182.2	206.8	236.8	265.0
Zobowiązania długoterminowe	5.8	9.9	21.6	21.7	21.7	21.7	21.7
Zadłużenie długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Faktoring / Leasing		3.1	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
Inne zobowiązania długoterminowe	5.8	6.7	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Zobowiązania krótkoterminowe	110.9	139.5	148.0	160.5	185.1	215.1	243.3
Zobowiązania handlowe	88.7	107.8	135.0	146.6	171.2	201.2	229.4
Zadłużenie krótkoterminowe	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Faktoring / Leasing		11.7	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Inne zobowiązania krótkoterminowe	16.7	7.1	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
PASYWA I KAPITAŁ WŁASNY RAZEM	282.9	319.7	343.0	354.7	392.6	445.0	504.5
Wartość księgową na akcje	7.3	7.5	7.6	7.5	8.1	9.1	10.6
TIM - RPP (PLN m)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Zysk netto	-21.8	4.9	1.7	-0.8	13.2	22.4	31.2
Amortyzacja	6.4	6.9	6.9	10.4	13.3	12.0	11.4
Inne (w tym zmiany kapitału pracującego)	11.1	-28.1	-17.2	-4.3	-19.1	-20.0	-20.1
Przepływy z działalności operacyjnej	-3.6	-14.9	-7.6	5.3	7.4	14.4	22.5
Nakłady inwestycyjne	-13.5	-20.3	-16.2	-10.0	-7.0	-9.0	-10.0
Inne	6.1	38.7	18.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7.4	18.4	2.1	-10.0	-7.0	-9.0	-10.0
Zmiana zadłużenia	5.5	10.0	-14.7	0.9	0.0	0.0	0.0
Dywidenda wypłacona	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy z działalności finansowej	10.4	9.5	-2.0	0.9	0.0	0.0	0.0
Środki pieniężne netto na koniec okresu	2.9	15.9	8.4	4.6	5	10.4	22.9

Źródło: TIM, szacunki PDM

GRODNO

AKWIZYCJE NA HORYZONCIE



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

GRODNO – kompleksowa obsługa, nowe segmenty i rozwój sieci dystrybucji jako klucz do sukcesu. Tak w skrócie postrzegamy promowany przez spółkę model biznesowy. Dynamiczny rozwój Grupy Kapitałowej oparty jest na postępującej konsolidacji branży. Największa do chwili obecnej, warta PLN 12.9m transakcja przejęcia Bargo Sp. z o.o. pozwoliła powiększyć sieć dystrybucji do 80 oddziałów. Aktualnie spółka prowadzi rozmowy dotyczące kolejnej akwizycji spółki z branży elektro. Wartość transakcji szacujemy na PLN 27m i oczekujemy, iż przyniesie ona spółce dodatkowe PLN 112.5m przychodów i PLN 4.5m EBITDA. Koszty transakcji zostaną pokryte z emisji nowych akcji (oczekujemy emisji 3 mln akcji w okolicach 3Q18 dzięki którym Grodno pozyska ok. PLN 30m). 12 lutego WZA upoważniło Zarząd do emisji do 10 mln akcji w ramach kapitału docelowego, w celu finansowania najbliższych akwizycji. Prognozujemy, iż ze względu na bardzo dobrą sytuację w branży budowlano-montażowej i rozwój asortymentu, Grodno w najbliższych latach utrzyma silny, organiczny wzrost sprzedaży 20% r/r. Trzeci kwartał okazał się rekordowy i zakończył się wzrostem o 41.2% r/r, co pośrednio jest efektem objęcia pełną konsolidacją wyników spółek zależnych INEGRO i EL-CORTE, które do tej pory nie były uwzględniane w sprawozdaniu skonsolidowanym. Oczekujemy, że w najbliższych latach nastąpi poprawa rentowności, niewielki wzrost zadłużenia i emisja akcji o wartości PLN 30m. Zwracamy uwagę na wymagającą wycenę. Spółka pomimo wysokiego zadłużenia handlowana jest po 2.09 wartości księgowej i 0.48 EV/S'18, co po części implikuje wzrostowy charakter spółki. Prognoza na rok 2018 obejmuje PLN 27.6m EBITDA i PLN 16.8m zysku netto.

Raport powstał na bazie szacunków Polskiego Domu Maklerskiego, opracowanych na podstawie:

- prognoz dotyczących kształtowania się sytuacji rynkowych na szeroko rozumianym rynku dystrybucji i produkcji budowlano-montażowej
- historycznych sprawozdań finansowych Spółki
- przewidywań Zarządu spółki dotyczących kształtowania przyszłej sytuacji finansowej

Na podstawie modelu DCF i metody porównawczej wyceniliśmy bieżącą wartość godziwą przedsiębiorstwa Grodno na odpowiednio PLN 228m i PLN 263.4m, co implikuje cenę akcji spółki na PLN 13.19. Oznacza to 6.37-procentową premię w stosunku do wyceny rynkowej akcji na 19.03.2018 r.

Tabela 12: Podsumowanie finansowe

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Przychody (PLN m)	238.0	312.0	330.8	426.7	610.5	796.2
EBITDA (PLN m)	12.8	15.9	14.8	18.1	27.6	35.1
EBIT (PLN m)	8.8	12.3	11.5	14.0	23.1	29.2
Zysk netto (PLN m)	6.1	9.0	8.2	9.7	16.8	21.6
Marża gotówkowa brutto	21.5%	19.6%	19.5%	18.7%	18.7%	18.7%
Marża EBITDA (%)	5.4%	5.1%	4.5%	4.2%	4.5%	4.4%
Marża operacyjna (%)	3.7%	3.9%	3.5%	3.3%	3.8%	3.8%
EV/S	0.13	0.12	0.16	0.69	0.48	0.37
EV/EBITDA	2.4	2.3	3.5	16.2	10.6	8.3

Źródło: Grodno, szacunki PDM

20/03/2018

GRN

Dystrybucja

Trzymaj

TP: PLN 13.19

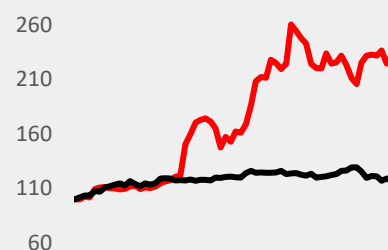
Podstawowe informacje

Cena docelowa (PLN)	13.19
Cena bieżąca (PLN)	12.40
Potencjał wzrostu/spadku	6.37%
Min (52T)	5.70
Max (52T)	12.40
Liczba akcji (m)	15.4
Prognozowana liczba akcji po emisji (m)	18.4
Kapitalizacja (PLNm)	191
Kapitalizacja po emisji (PLNm)	228
Dług netto (2017, PLNm)	64.5
EV (PLNm)	255
EV po emisji (PLNm)	292
Śr. Dzienny wolumen (3M, PLNm)	2.005

Akcjonariat

Jarosław Jurczak	32.92%
Andrzej Jurczak	32.79%
TFI Trigon S.A.	21.70%
Pozostali	12.59%

GRN vs. WIG 30.12.2016 – 16.03.2018



GRODNO

Charakterystyka spółki

Grodno należy do czołówki w branży dystrybutorów artykułów elektrotechnicznych na rynku polskim. Działalność spółki skupia się na 3 segmentach: dystrybucji materiałów elektrotechnicznych, usługach specjalistycznych (audyty energetyczne, audyty oświetleniowe, audyty zdarzeń niszczących a także inżynieria oświetleniowa opierająca się na tworzeniu i implementacji rozwiązań z zakresu sterowania systemami oświetleniowymi) a także fotowoltaice. Grodno dysponuje rozbudowaną siecią sprzedaży na którą składa się 80 punktów handlowych (w tym 10 franczyzowych, 9 spółki zależnej Bargo i 5 spółki El-Corte) zlokalizowanych na terenie całej Polski. Najważniejszym regionem działalności Grodno S.A. jest województwo mazowieckie, z którym spółka związana jest od początku swojej działalności. Wszystkie punkty sprzedaży zaopatrywane są przez nowoczesne centrum magazynowe mieszczące się w Małopolu. Spółka rozpoczęła swoją działalność w 1990 r. i od tamtej chwili konsekwentnie rozbudowuje swoją sieć sprzedaży.

Grodno zostało utworzone w 1990 r., koncentrując swoją działalność wokół sprzedaży artykułów elektrycznych. W latach 1993 - 1998 spółka uruchomiła w Warszawie trzy nowe oddziały oraz magazyn centralny w miejscowości Michałów-Grabina koło Warszawy. W latach 1998 – 2005 uruchamiano kolejne cztery placówki w Warszawie co spowodowało, iż Grodno stało się największym dystrybutorem elektrotechniki na Mazowszu. Kolejne lata to okres ekspansji poza Warszawą. Uruchamiano kolejno oddziały w Katowicach, Opolu, Bydgoszczy, Krakowie i Poznaniu. Oddział w Opolu został utworzony poprzez przejęcie niezorganizowanej działalności firmy Bomap. Podobnie oddział w Bydgoszczy uruchomiono poprzez przejęcie niezorganizowanej części przedsiębiorstwa Ajes-Pol. Równolegle w ramach porządkowania struktury doszło do połączenia dwóch spółek, prowadzących działalność poprzez wniesienie majątku F.H Grodno Sp. z o.o. do Grodno PHU Sp. z o.o. W wyniku połączenia w 2006 roku powstała Grodno Sp. z o.o.

W latach 2006 - 2011 spółka prowadziła dalszą rozbudowę swoich struktur handlowych i oddziałów w całym kraju, m.in. w Częstochowie i Wrocławiu. Dodatkowo dzięki przejęciu niezorganizowanej części rzeszowskiego przedsiębiorstwa ZPCHR „OSTEL” Michał Ostafiński, spółka pozyskała punkty sprzedaży na terenie m.in. Rzeszowa, Lublina czy Sandomierza. Ponadto spółka pozyskała środki z funduszy unijnych, które przeznaczyła na zakup oraz wdrożenie zintegrowanego systemu klasy ERP.

W kwietniu 2010 roku rozpoczęto realizację inwestycji, której celem była budowa nowego magazynu centralnego. Centrum dystrybucyjne powstało na należącym do spółki terenie o powierzchni 3.5 ha w miejscowości Małopole koło Warszawy. Jego otwarcie nastąpiło w czerwcu 2011 roku. W tym samym roku Grodno S.A. (powstała w wyniku przekształcenia Grodno Sp. z o.o. w 2009 roku) zadebiutowała na rynku NewConnect, pozyskując w ramach emisji 7.6 mln PLN.

9 października 2015 r. Grodno S.A. zadebiutowała na rynku głównym GPW w Warszawie. W momencie debiutu Grodno posiadało sieć złożoną z 47 punktów sprzedaży

W trzecim kwartale 2016 r. zakończono rozbudowę Centrum Dystrybucji Grodno S.A. w Małopolu, w wyniku której dwukrotnie zwiększono powierzchnię magazynową obiektu.

3 lutego 2017 r. spółka podpisała umowę nabycia 100% udziałów Bargo Sp. z o.o., dystrybutora artykułów elektrotechnicznych, posiadającego 9 punktów sprzedaży w woj. mazowieckim.

Struktura Grupy Kapitałowej

Grupa kapitałowa Grodno S.A. powstała w wyniku akwizycji spółek działających w branży elektrotechnicznej. Aktualny skład grupy kapitałowej i krótką charakterystykę spółek wchodzących w jej skład przedstawiamy poniżej.



Udział GRODNO S.A. w kapitale zakładowym – 51%

Konsolidacja pełna



Udział GRODNO S.A. w kapitale zakładowym – 100%

Konsolidacja pełna



Udział GRODNO S.A. w kapitale zakładowym – 100%

Konsolidacja pełna

Źródło: Grodno

El Corte Sp. z o.o. – podmiot zajmujący się handlem hurtowym i detalicznym artykułów elektrotechnicznych. Grodno nabyło 51% udziałów za kwotę 0.1 mln PLN w czerwcu 2017 r.

Inegro Sp. z o.o. – spółka działa w zakresie inżynierii i doradztwa. Grodno nabyło wszystkie udziały spółki za kwotę PLN 4.4mw lutym 2015 r.

Bargo Sp. z o.o. – spółka specjalizuje się w handlu hurtowym i detalicznych artykułów elektrotechnicznych. Do chwili obecnej, akwizycja Bargo to największa taka transakcja w historii Grodna. Całkowita zapłacona za 100% udziałów w spółce wyniosła PLN 12.9m. Transakcja została przeprowadzona w lutym 2017 r.

Przesłanki do inwestycji

W naszej opinii Grodno to ciekawa propozycja inwestycyjna, jednakże ze względu na stosunkowo wymagającą wycenę polecamy ją głównie inwestorom długoterminowym, szukającym ekspozycji na rynek dystrybucji elektrotechniki. Pozytywnie postrzegamy stabilną politykę dywidendową w spółce, która według zapowiedzi Zarządu ma być kontynuowana, nawet w obliczu planowanych akwizycji. Prognozujemy, iż 22% zysku będzie co roku przeznaczone dla akcjonariuszom i wypłacone w postaci dywidendy. Cały rynek dystrybucji elektrotechniki wyceniany jest na PLN 8 mld a Grodno konsekwentnie zbliża się do pierwszej trójki największych spółek z branży. Głównym motorem napędowym dla spółki są akwizycje podmiotów z branży. W roku 2018 spodziewamy się nowej emisji akcji w wysokości PLN 30m z przeznaczeniem pozyskanych środków na sfinansowanie przejęcia. Wzrost organiczny oparty jest w istotnym stopniu o wyniki produkcji budowlano-montażowej, która w samym 2017 r. wzrosła o 12.1% r/r (w roku 2018 spodziewamy się wzrostu o 15%). Pozytywna tendencja na rynku budzi w nas optymizm co do przyszłych wyników branży. Poniżej prezentujemy kluczowe naszym zdaniem przesłanki inwestycyjne:

Konsekwentnie umacniająca się pozycja rynkowa. Jednym z celów stawianych przez Zarząd jest wzmocnienie pozycji spółki, przy czym celem jest wejście do grona największych dystrybutorów w branży do końca 2020 r. Rosnąca skala działalności jest wynikiem zarówno wzrostu organicznego jak i akwizycji. Emisja akcji w roku 2018 ma na celu zapewnienie finansowania dla kolejnego przejęcia. W chwili obecnej Grodno prowadzi rozmowy dotyczące nabycia przedsiębiorstwa z branży elektro, które za rok 2017 wykazało PLN 4-4.5m EBITDA. Zakładając cenę przejęcia na poziomie mnożnika 6x EV/EBITDA transakcja będzie opiewać na kwotę około PLN 27m. Zawarcie umowy przedwstępnej dotyczącej zakupu planowane jest na drugi kwartał 2018 r.

Sytuacja rynkowa. Branża dystrybucji elektrotechniki jest wrażliwa na zmiany koniunktury w polskiej gospodarce. Zapotrzebowanie na produkty spółki rośnie w efekcie dobrej koniunktury i spada gdy wydatki w kraju są ograniczane. Istotną miarą pozwalającą zaprognozować przyszłą sytuację spółki jest produkcja budowlano-montażowa, jednakże należy podkreślić, że jej wpływ na wyniki spółki jest opóźniony o około 6 miesięcy. Rok 2017 przyniósł wzrost produkcji budowlano-montażowej o 12.1%, a w roku 2018 spodziewamy się wzrostu o 15% co kreśli pozytywną perspektywę dla całej branży. Sam styczeń i luty zaowocowały wzrostem produkcji budowlano-montażowej o odpowiednio 34.7% i 31.4% czym pozytywnie zaskoczył cały rynek. Dodatkowo, wyniki Grodna będą wspierane przez silny wzrost PKB i planowane zwiększenie wydatków publicznych w roku 2018.

Indywidualny model biznesowy. Rozwój Grodna zakłada stopniową ewolucję z tradycyjnego modelu handlowego w kierunku własnego – indywidualnego modelu usługowo-handlowo-inżynierskiego. Model oparty jest o kompetencje handlowców oraz kadry inżyniersko-projektowej, a także o kompleksową obsługę klienta. Spółka oferuje audyty energetyczne pozwalające na zdiagnozowanie problemu nadmiernej konsumpcji energii elektrycznej, tworzy projekt zmian dla klienta, dostarcza produkty, nadzoruje proces montażu i serwisu. Elementem przewagi konkurencyjnej jest także bezpośrednia interakcja i indywidualne podejście przedstawicieli Grodna do klientów. Dostęp do nowej grupy odbiorców będzie konsekwentnie poszerzany wraz ze zwiększaniem oferty asortymentowej.

Stabilna polityka dywidendowa. Grodno posiada stabilną politykę dywidendową, zgodnie z którą do 30% zysku netto jest przeznaczony do wypłaty dla akcjonariuszy. W najbliższych latach widzimy spore szanse na wzrost DY i spodziewamy się utrzymania wskaźnika wypłaty dywidendy na poziomie 22%.

Zdywersyfikowane portfolio. Szeroka oferta stanowi niewątpliwą atut spółki. Poza segmentem dystrybucji artykułów elektrotechnicznych, Grodno posiada również kompleksową ofertę dotyczącą rozwiązań oświetleniowych, fotowoltaiki, i segmentu HVAC. Wartość dodaną stanowią przeprowadzane audyty energetyczne niosące obustronne korzyści zarówno dla klienta (optymalizacja kosztowa) jak i dla spółki (pozyskanie nowych odbiorców i budową długofalowej relacji).

Solidne wyniki i wysokie ROE. Głównie za sprawą akwizycji i silnego wzrostu organicznego oczekujemy PLN 610.5m przychodów na rok 2018/19 co implikuje wzrost o 43.1% r/r. Spodziewamy się, że osiągnięty efekt skali pozwoli na obniżenie udziału kosztów operacyjnych w całkowitych przychodach pozwalając na poprawę rentowności. Zakładamy, że zwrot z kapitału własnego wyniesie wysokie 19.4%.

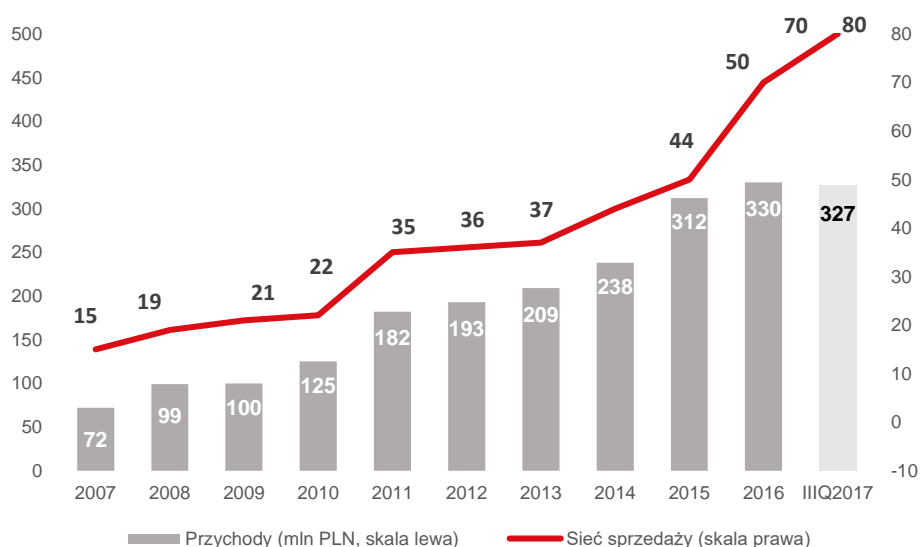
Segmentacja działalności

Podstawowym segmentem działalności spółki jest dystrybucja artykułów oświetleniowych i elektrotechnicznych. Ponadto Grodno świadczy usługi z zakresu audytów, rozwiązań dla przemysłu, klimatyzacji i fotowoltaiki. Spółka wykorzystuje rozległą sieć sprzedaży koncentrując się wyłącznie na rynku Polskim. W swojej ofercie Grodno posiada również około 300 produktów pod marką własną Luno. Szczegółowy opis segmentów działalności spółki przedstawiamy poniżej

Dystrybucja. Dystrybucja materiałów elektrotechnicznych stanowi główny obszar działalności spółki. Sprzedaż odbywa się poprzez sieć 80 punktów handlowych

zlokalizowanych na terenie całej polski. Kluczowym regionem działalności jest województwo mazowieckie m.in. dzięki wysoko rozwiniętej infrastrukturze technicznej w tym regionie. Punkty sprzedaży zaopatrywane są przez centrum magazynowe w Małopolu oraz w Poznaniu. Oferta asortymentowa obejmuje: kable i przewody, aparaturę łączeniową i rozdzielczą, oprawy oświetleniowe, źródła światła, narzędzie i osprzęt instalacyjny, taśmy LED, zasilacze i akcesoria. Na 80 punktów handlowych Grodno składa się 56 punktów własnych, 10 franczyzowych, 9 należących do spółki zależnej Bargo i 5 punktów El-Corte. Wzrost ilości oddziałów w latach 2016-2017 to głównie zasługa warteo PLN 12.9m przejęcia Bargo Sp. z o.o.

Wykres 41: Liczba placówek handlowych



Źródło: Grodno

Od roku 2007 spółka konsekwentnie zwiększa swoją sieć dystrybucji. Zwracamy uwagę na silną korelację pomiędzy wielkością sieci a obrotem generowanym przez Grodno.

Audyt i inżynieria oświetlenia. Wartość dodaną dla spółki stanowią usługi specjalistyczne. Usługa polega na przeprowadzeniu audytu poboru energii elektrycznej u klienta, opracowaniu rozwiązań umożliwiających optymalizację kosztową, dobór odpowiednich produktów a także wdrożenie opracowanych wcześniej rozwiązań. Grodno świadczy dwa rodzaje audytów – audyt energetyczny, którego celem jest wskazanie możliwości obniżenia konsumpcji energii, w szczególności w ramach klimatyzacji, wentylacji i ogrzewania, i audyt oświetleniowy mający na celu opracowanie optymalnych projektów oświetleniowych oraz wdrożenie rozwiązań z zakresu sterowania systemami oświetleniowymi. Ponadto spółka świadczy usługi w zakresie doradztwa technicznego a także konserwacji oświetlenia.

Fotowoltaika. Grodno oferuje kompleksowe rozwiązania związane z instalacjami fotowoltaicznymi poczynając od stworzenia indywidualnego projektu po wykonanie i serwis. W gronie odbiorców są zarówno małe i średnie przedsiębiorstwa, zakłady przemysłowe, jednostki samorządu terytorialnego i gospodarstwa domowe.

Klimatyzacja. Oferta spółki obejmuje systemy Split oraz VRF wraz z układami automatyki i sterowania. Podobnie jak w przypadku instalacji fotowoltaicznych, oferta obejmuje stworzenie projektu instalacji, dobór odpowiednich produktów, montaż i serwis. Grodno oferuje ponadto pełne doradztwo techniczne a także produkty z branży HVAC (Heating, Ventilating, Air Conditioning).

Zabezpieczenia i niskie prądy. W wyniku poszerzenia oferty, spółka oferuje swoim klientom produkty z zakresu systemów alarmowych, kontroli dostępu, osprzętu systemów zabezpieczeń oraz zabezpieczeń przeciwpożarowych. W skład oferty wchodzi centrale alarmowe, sygnalizatory, czujniki, stacje monitorujące, sterowniki radiowe, dzielniki ekranu oraz zasilacze buforowe.

Czynniki ryzyka

Inwestycja w akcje spółki Grodno niesie za sobą ryzyko. Kluczowe czynniki i aspekty ryzyka z punktu widzenia inwestora opisujemy poniżej.

Ryzyko konkurencji. Rynek dystrybucji jest silnie rozdrobniony, występuje wiele podmiotów szukających swojej niszy. Należy podkreślić, że większość spółek działa jedynie lokalnie, nie posiadających zasięgu krajowego bądź międzynarodowego. Poziom konkurencyjności należy określić jako wysoki. Jest to po części przyczyna niskich marż na rynku i widzianej od dłuższego czasu konkurencji czysto cenowej pomiędzy spółkami. W długim okresie widać presję na poprawę oferty, zarówno pod kątem cenowym, jak i presję na zwiększenie poziomu zatowarowania. W naszej opinii powyższe czynniki mocno wpływają na marże i nie spodziewamy się żeby te zostały poprawione w branży w najbliższych latach. Ponadto nie można wykluczyć ryzyka umocnienia pozycji rynkowej konkurencji np. poprzez konsolidację w sektorze co również może mieć negatywny wpływ na rentowność.

Ryzyko związane z sytuacją makroekonomiczną. Działalność Grupy Kapitałowej jest ściśle skorelowana z sytuacją gospodarczą zarówno w Polsce jak i na rynku globalnym. Istotny wpływ na wyniki finansowe Grodna wywierają: poziom inwestycji w przedsiębiorstwach, tempo wzrostu PKB, wielkość zamówień publicznych na dostawy materiałów elektrotechnicznych, koniunktura w sektorze budownictwa, ceny surowców, dynamika konsumpcji i sprzedaży detalicznej. Niektóre zmiany powyższych czynników mogą mieć trwały wpływ na sytuację ekonomiczno-finansową spółki.

Ryzyko utraty kluczowym pracowników. Grodno w swojej działalności wykorzystuje kompetencje, specjalistyczną wiedzę oraz wieloletnie doświadczenie kadry pracowniczej. Utrata kluczowych pracowników, w tym przede wszystkim kadry menedżerskiej oraz pracowników działu handlowego mogłaby w istotny, negatywny sposób wpłynąć na wyniki finansowe osiągnięte przez spółkę w przyszłości. Ryzyko to ograniczane jest przez rozwinięty system motywacyjno-lojalnościowy oraz szeroki pakiet szkoleń oferowanych przez Grodno.

Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych. Emitent opublikował strategię rozwoju Grupy na lata 2017-2020. Dostrzegamy istotne ryzyko kursowe w przypadku nieosiągnięcia założonych celów.

Ryzyko związane z wypowiedzeniem umów dzierżawy lub najmu nieruchomości w których spółka prowadzi działalność. Grodno prowadzi działalność operacyjną przy wykorzystaniu 80 punktów sprzedaży (własnych lub franczyzowych). W związku z powyższym istnieje ryzyko wypowiedzenia umowy najmu nieruchomości w której zlokalizowany jest punkt sprzedaży spółki, tym samym utrata lokalizacji może negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe. W celu ograniczenia ryzyka podpisywane umowy mają charakter długoterminowy a także zawierają długi termin wypowiedzenia.

Limitowane możliwości rozwoju na rynku Polskim. Możliwości rozwoju i zwiększania sprzedaży na rynku Polskim są naszym zdaniem ograniczone. Rynek jest ułożony i silnie podzielony pomiędzy wielu odbiorców, co może implikować trudności w dalszym, zwiększaniu wysokości przychodów ze sprzedaży. Na chwilę obecną nie dostrzegamy jednak takiego zagrożenie w perspektywie najbliższych lat. Podkreślamy ponadto fakt, iż ze względu na intensywnie postępujący proces akwizycji, Grodno szybko wchodzi do nowych rejonów zwiększając bazę potencjalnych klientów.

Spadek bezrobocia i presja płacowa. Rok 2017 stał pod znakiem malejącego bezrobocia i silnej presji płacowej wywieranej na pracodawcach. Na koniec 2018 r. rząd spodziewa się stopy bezrobocia 5% i nominalnego wzrostu wynagrodzeń na poziomie 4.7%. Ponadto oczekujemy, iż oparty na akwizycji model biznesowy doprowadzi do istotnego wzrostu liczby pracowników co wraz ze wzrostem wynagrodzeń o około 8% r/r będzie stanowiło istotne obciążenie dla Grupy Kapitałowej.

Struktura Akcjonariatu i polityka dywidendowa

Kapitał zakładowy Grodno S.A. jest dzielony na 15.381 861 akcji o wartości nominalnej PLN 0.1 za akcję. Struktura akcjonariatu nie przewiduje akcji uprzywilejowanych co do głosu. Aktualny stan akcjonariatu przedstawia tabela poniżej:

Tabela 13: Struktura akcjonariatu

Akcjonariusz	Ilość akcji	Udział w kapitale	Udział w liczbie głosów
Andrzej Jurczak	5 043 642	32.79%	39.57%
Jarosław Jurczak	5 064 197	32.92%	39.65%
Trigon TFI	3 337 471	21.70%	13.15%
Pozostali	1 936 551	12.59%	7.63%
RAZEM	15 381 861	100%	100%

Źródło: Grodno

Na dzień sporządzenia raportu Grupa Kapitałowa Grodno posiada politykę dywidendową zgodnie z którą Zarząd rekomenduje Walnemu Zgromadzeniu wypłatę do 30% zysku netto w ramach dywidendy. Wypłata dywidendy jest ponadto uzależniona od bieżących potrzeb kapitałowych i planowanych wydatków inwestycyjnych. Za rok obrotowy od 1 kwietnia 2016 r. do 31 marca 2017 r. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy zdecydowało o wypłacie dywidendy w wysokości PLN 1 845 823.32 co daje wartość PLN 0.12 na akcję. W najbliższym czasie spodziewamy się utrzymania polityki dywidendowej na niezmiennym poziomie.

Metodologia wyceny

Pierwsze 3 kwartały roku obrotowego 2017/2018 upłynęły dla Grodna pod znakiem dynamicznie rosnących przychodów ze sprzedaży, co jest efektem zarówno wzrostu organicznego spółki jak i dokonanych akwizycji. W tych ostatnich upatrujemy szansy dla Grodna na istotny wzrost obrotu w latach 2018-2020. Nowa emisja akcji, której spodziewamy się w okolicach wakacji bieżącego roku zostanie przeznaczona na kolejne akwizycje. Grodno ma podpisany list intencyjny w sprawie przejęcia 100% udziałów przedsiębiorstwa z branży elektro, które w roku 2017 wygenerowało PLN 4-4.5m EBITDA. Cenę przejęcia szacujemy na PLN 27m (EV/EBITDA = 6). Zawarcie umowy przedwstępnej dotyczącej zakupu planowane jest na drugi kwartał 2018 r. Należy podkreślić coraz lepszą poprawę na rynku produkcji budowlano-montażowej. Szacowany przez nas, dwunastoprocentowy wzrost w roku 2018 istotnie wpłynie na wyniki Grodna. Biorąc pod uwagę silne fundamenty i perspektywy rozwoju na najbliższe lata uważamy, iż dla prawidłowej wyceny spółki konieczna jest analiza przyszłej sytuacji finansowej, ściśle związanej z nową emisją akcji i procesem dalszych akwizycji.

Uwzględniając powyższe czynniki, w toku procesu przeprowadzania wyceny wartości przedsiębiorstwa Grodno S.A., zdecydowaliśmy o wyborze metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych, (*Discounted Cash Flows*, DCF) a także metody porównawczej, jako naszym zdaniem najbardziej adekwatnych w bieżącej sytuacji, a zarazem najlepiej oddających potencjał poprawy wyniku w latach przyszłych, co powinno mieć kluczowe znaczenie dla akcjonariuszy spółki. Cena docelowa stanowi 70% udziału wyceny DCF i 30% udziału wyceny porównawczej.

Opis metodologii DCF

Celem metody jest ustalenie wewnętrznej wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. Model ten powstał celem uniezależnienia wyceny od dochodu dla akcjonariuszy jaki generuje przedsiębiorstwo w postaci strumienia dywidend, oraz z zamysłem

zastosowania elementu prognozy środków, które wypłacone zostaną wszystkim osobom, które zdecydowały się zainwestować posiadany kapitał w analizowane przedsiębiorstwo. Wycena wynika przede wszystkim z możliwości generowania przez to przedsiębiorstwo przyszłych korzyści pieniężnych.

Wartość kapitału własnego spółki zależy od generowanych przyszłych wolnych przepływów pieniężnych, czyli nadwyżek środków pieniężnych możliwych do wykreowania w przedsiębiorstwie, przynależnych odpowiednim podmiotom finansującym jego działalność oraz związanego z nimi ryzyka działalności i otoczenia. Rozumiemy je jako sumę zysku operacyjnego pomniejszonego o podatek (NOPAT – *net operating profit after tax*) i amortyzacji skorygowanej o wielkość poniesionych nakładów inwestycyjnych oraz zmiany w kapitale obrotowym przedsiębiorstwa. Poziom ryzyka wyraża się z kolei poprzez wysokość przyjętej stopy dyskontowej.

Obok przepływów generowanych w okresie projekcji szczegółowej (zwyczajowo jest to okres około 5 lat), głównym czynnikiem decydującym o wartości przedsiębiorstwa jest suma przepływów możliwych do wygenerowania po tym okresie. Praktyczne względy (trudność w trafności szczegółowej estymacji strumienia przepływów w odległym okresie) nakazują zastosowanie wartości rezydualnej przedsiębiorstwa.

Ostateczny wynik wyceny powinien ponadto uwzględniać wartość bieżącą nieoperacyjnych aktywów przedsiębiorstwa.

Opis metodologii wyceny porównawczej

Metoda porównawcza, zwana również metodą wskaźnikową polega na określeniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa poprzez porównanie go z innymi spółkami operującymi w tej samej, lub zbliżonej branży. Wyceny odbywa się na podstawie porównania wskaźników EV/S, EV/EBITDA, C/Z, C/WK. Celem przeprowadzenia wyceny porównawczej jest określenie poziomu przewartościowania lub niedowartościowania analizowanego waloru na tle grupy porównawczej. Największą zaletą opisywanej metody jest fakt, iż bazuje ona na aktualnych wycenach rynkowych podmiotów o zbliżonym charakterze działalności.

Wyniki finansowe

Przychody ze sprzedaży

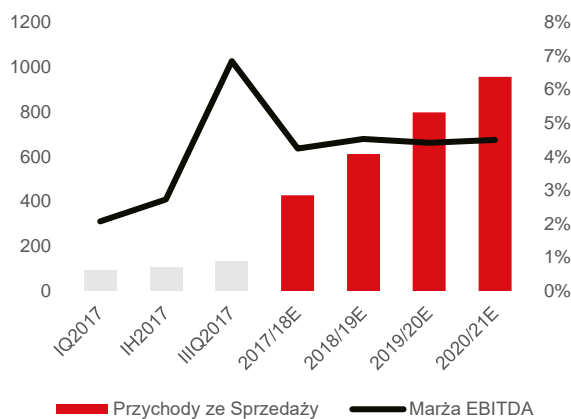
Grupa Kapitałowa Grodno sporządza skonsolidowane sprawozdania finansowe począwszy od IV kwartału roku obrotowego 2016/2017 (rok obrotowy spółki trwa od 1 kwietnia do 31 marca) a co za tym idzie, wcześniejsze wyniki finansowe spółki mają charakter jednostkowy. Model biznesowy zakłada zwiększanie sieci dystrybucji poprzez akwizycje podmiotów z branży, rozwój modelu franczyzowego i uruchamianie nowych oddziałów. Przychody ze sprzedaży są silnie skorelowane z ilością oddziałów i wielkością oferty dostępnej dla klientów na magazynie. Aktualnie Grodno posiada 35 tysięcy pozycji magazynowych a wraz z rozwojem sieci Zarząd planuje wzrost dostępności produktów o 10% rocznie.

Po III kwartałach roku obrotowego 2017/2018 skonsolidowane przychody Grupy Grodno wyniosły PLN 327.2m, co stanowi najlepszy wynik w historii spółki. Tylko w trzecim kwartale przychody wyniosły PLN 131.3m co implikuje wzrost o 41.2% r/r. Biorąc pod uwagę okres 9 miesięcy od 1.04 do 31.12.2017, przychody wzrosły o 30.2% r/r. (w tym jednostkowe przychody samego Grodna wzrosły o 25.1%). W ostatnim kwartale tego roku obrotowego spodziewamy się PLN 99.5m przychodów ze sprzedaży co oznacza wzrost o 25% r/r. W perspektywie całego roku 2017/2018 oczekujemy PLN 426.7m przychodów, PLN 18.1m EBITDA i PLN 9.7m zysku netto. Istotny wzrost sprzedaży jest wynikiem m.in. konsolidacji Bargo, Inegro oraz El-Corte i związanej z tym rosnącej liczby oddziałów. Nie bez znaczenia dla wyników Grupy Kapitałowej pozostaje produkcja budowlano-montażowa, która według danych GUS, w 2017 r. urosła o 12.1% r/r. a w

styczniu i lutym 2018 r. o odpowiednio 34.7% i 31.4 r/r. Biorąc pod uwagę zapowiedzi rządowe dotyczące inwestycji w sektorze publicznym i dobrą koniunkturę na rynku polskim, spodziewamy się utrzymania wzrostu produkcji w sektorze budowlano-montażowym w roku 2018 i prognozujemy wzrost o 15% r/r.

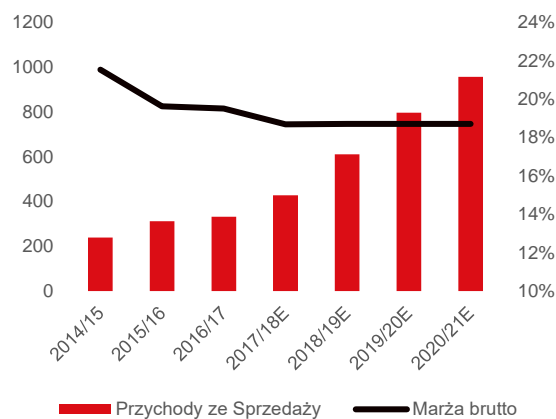
Na poniższych wykresach przedstawiamy przychody ze sprzedaży i nasze prognozy dotyczące przychodów w kolejnych latach.

Wykres 42: Przychody za IIIQ 2017 i prognoza na lata 2018-21E



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Wykres 43: Przychody i prognoza na lata 2018-21E

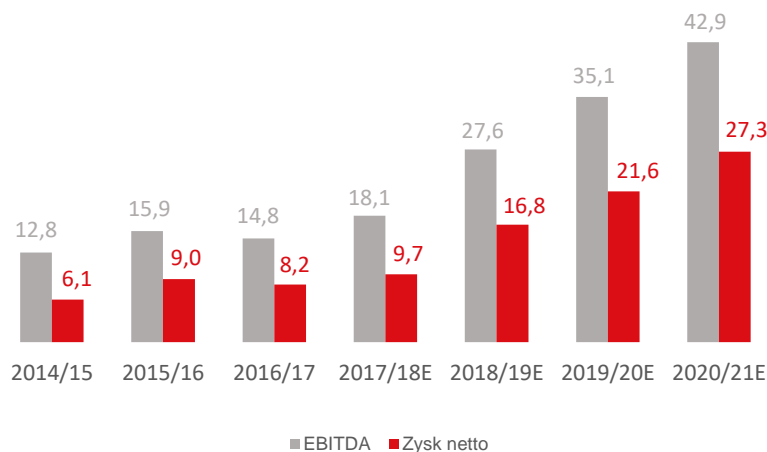


Źródło: Grodno, szacunki PDM

Szacunkowe prognozy przychodów na lata 2018-21 oparte są o historyczne wyniki spółki, ogólną sytuację w branży dystrybucji, szacunki dotyczące koniunktury gospodarczej i nasze prognozy. Zakładana dynamika wzrostu przychodów za lata 2017/18-2022/23 wynosi 21.6% CAGR. Spodziewamy się wzrostu przychodów odpowiednio o 43.1% w roku 2018/19, 30.4% w roku 2019/20 i 20.0% w roku 2020/21. Nasze prognozy dotyczące tak wysokiego wzrostu przychodów w kolejnych latach opieramy na przewidywaniach dotyczących przyszłych akwizycji. Ponadto spodziewamy się nowej emisji akcji w roku 2018 w celu sfinansowania transakcji nabycia przedsiębiorstwa z branży elektro.

Na poniższym wykresie przedstawiamy zysk netto i EBITDA w latach 2014-2020E.

Wykres 44: Zysk netto, EBITDA i prognozy na lata 2018-21E (PLN m)

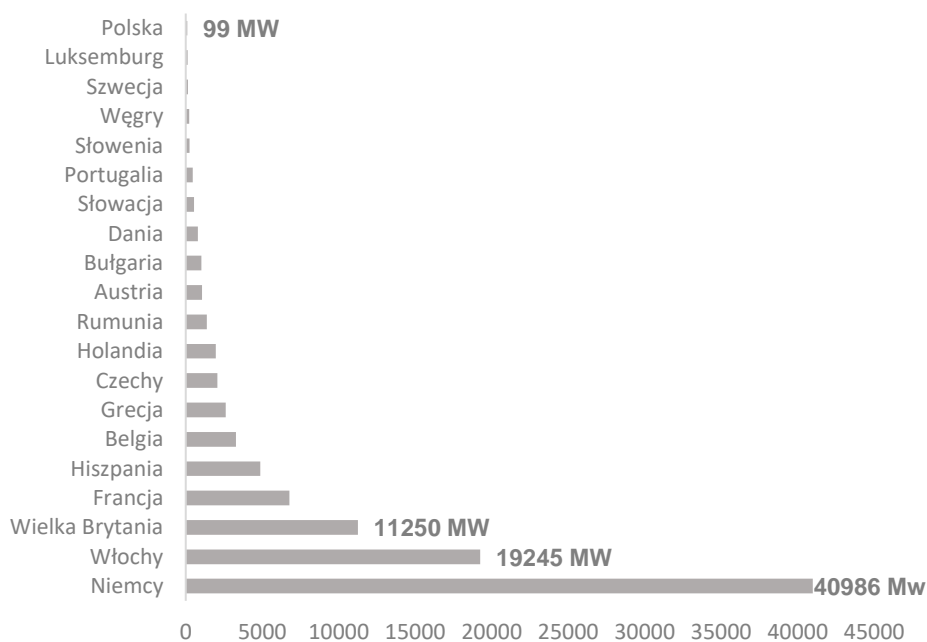


Źródło: Grodno, szacunki PDM

Perspektywiczna sytuacja w branży budowlanej, zwiększone inwestycje infrastrukturalne i silna konsumpcja budzi w nas optymizm dotyczący lat 2018-2021. Strategia Grupy Kapitałowej Grodno bazuje na dywersyfikacji oferty usługowej i asortymentowej co jest związane dodatkowymi segmentami takimi jak instalacje fotowoltaiczne i produkty z branży HVAC, będące uzupełnieniem dla kluczowego segmentu dystrybucji artykułów elektrotechnicznych. Ponadto w ofercie znajdują się produkty marki własnej Luno.

Fotowoltaika w Polsce to nadal segment niszowy, jednak ze względu na rosnącą popularność rozwiązań proekologicznych i prooszczędnościowych, dostrzegamy w nim szansę dla Grodna. Rozwój instalacji fotowoltaicznych w Polsce postępuje od roku 2013. Niepokojący jest jednak fakt, iż wzrost mocy instalacji w Polsce jest ciągle mniejszy niż na zachodzie Europy co prowadzi do ciągłego zwiększania dysproporcji w tym zakresie. Według raportu IRENA (International Renewable Energy Agency) we wszystkich krajach Unii Europejskiej na koniec 2016 r. było 102.5 GW mocy płynącej z instalacji fotowoltaicznych, z czego w Polsce było to 99 MW co stawia nas na 20 miejscu spośród 28 krajów wspólnoty (uwzględniając mikroinstalacje Polska znajduje się na 18 miejscu). Naszym zdaniem, ze względu na rosnącą świadomość polskich konsumentów, nienasycony rynek i kompleksowa ofertę dotyczącą instalacji fotowoltaicznych istnieje duża szansa na skuteczny rozwój tego segmentu w strukturze Grodna. Na poniższym wykresie przedstawiamy moc instalacji fotowoltaicznych krajach Unii Europejskiej (Na wykresie dla uproszczenia przedstawiamy 20 krajów, pomijając 8 mających najmniejsze, niższe od polski wyniki pod względem mocy instalacji fotowoltaicznych).

Wykres 45: Moc instalacji fotowoltaicznych w krajach Unii Europejskiej



Źródło: Opracowanie PDM na podstawie Renewable Capacity Statistics 2017 IRENA, Rynek Fotowoltaiki w Polsce Instytut Energetyki Odnawialnej, Szacunki PDM

Zgodnie z ankietą przeprowadzoną przez Instytut Energetyki Odnawialnej w raporcie Rynek Fotowoltaiki w Polsce, spośród firm dostarczających rozwiązania PV, fotowoltaika najszybciej rozwijać się będzie w sektorze przedsiębiorstw. Po segmencie biznesowym, największy popyt zgłoszą gospodarstwa domowe w ramach sektora domów jednorodzinnych. Trzecim z kolej segmentem rynku, w którym firmy upatrują rynku zbytu, będzie segment budynków użyteczności publicznej.

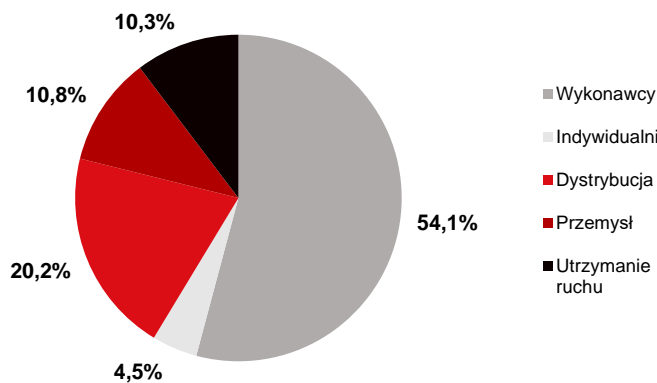
Dodatkowym elementem popularyzującym instalacje fotowoltaiczne są programy dofinansowania odnawialnych źródeł energii. Jeden z takich programów na rok 2018 przedstawiony został przez Wojewódzki Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej. Celem programu jest redukcja zanieczyszczeń i skierowany jest do osób

fizycznych. Maksymalna wysokość dotacji to 40% wartości instalacji, ale nie więcej niż 8 tysięcy PLN. Możliwe jest też zwiększenie dofinansowania do 100% wartości instalacji w formie preferencyjnej pożyczki. Ze względu na kompleksowość całej oferty, Grodno świadczy również pomoc w przygotowaniu wniosku o uzyskanie dotacji. Biorąc pod uwagę wszystkie wymienione powyżej czynniki spodziewamy się dalszego rozwoju segmentu PV na rynku polskim, a co za tym idzie zwiększenia przychodów Grupy Grodno pozyskiwanych z tego tytułu.

Segment HVAC dla Grodna to przede wszystkim klimatyzacja, wentylacja i pompy ciepła. Oferta obejmuje systemy typu Split oraz VFR wraz z układami automatyki i sterowania. Model działania w zakresie tej usługi obejmuje organizację audytu energetycznego, sporządzenie projektu rozwiązań umożliwiających wprowadzenie oszczędności, instalację i późniejszy serwis. Szczególnie istotny w ramach powyższej usługi jest audyt energetyczny, którego głównym celem jest wskazanie możliwości obniżenia konsumpcji energii elektrycznej u klienta.

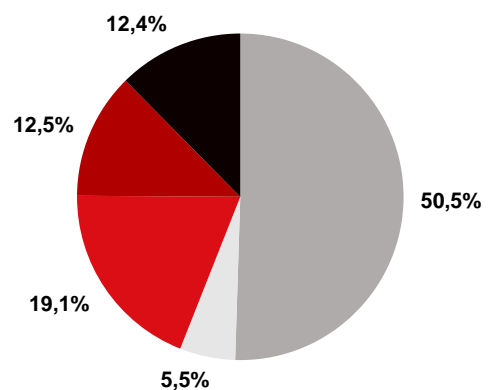
Sprzedaż prowadzona jest głównie kanałem tradycyjnym za pośrednictwem oddziałów i doradców handlowych. Niewielka część przychodów pochodzi z internetowego kanału dystrybucji B2B, który według planów Zarządu generować ma 35% skonsolidowanych przychodów Grupy do 2020 r. Biorąc pod uwagę pierwsze trzy kwartały 2017/18 największym odbiorcom Grodna są wykonawcy (zarówno drobni instalatorzy jak i duże firmy wykonujące instalacje elektryczne), którzy odpowiadają za 54.1% przychodów. Redystrybutorzy (mniejsze hurtownie oraz sklepy) odpowiadają za 20.1% obrotu. Na 3 i 4 miejscu pod względem udziału w sprzedaży uplasowały się odpowiednio przemysł (10.8%) i utrzymanie ruchu (10.3%). Najmniejszy udział w strukturze mają klienci indywidualni odpowiedzialni za 4.5% obrotu. Poniżej przedstawiamy udział segmentów w przychodach po IIIQ 2017/18 i analogiczną strukturę w roku poprzednim.

Wykres 46: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017



Źródło: Grodno

Wykres 47: Struktura sprzedaży po IIIQ 2017



Źródło: Grodno

Przychody spółki charakteryzują się sezonowością zbliżoną do tej, która występuje w branży budowlanej. Najlepszym kwartałem dla Grodna jest niewątpliwie okres od października do grudnia kiedy to notuje najlepsze wyniki. Jest to związane z faktem, że materiały i usługi elektrotechniczne, realizowane są w końcowych fazach inwestycji, których termin często przypada na koniec roku. Najslabiej prezentuje się za to kwartał pierwszy, czyli okres od kwietnia do czerwca, w którym przychody są najniższe w porównaniu do pozostałych kwartałów roku obrotowego.

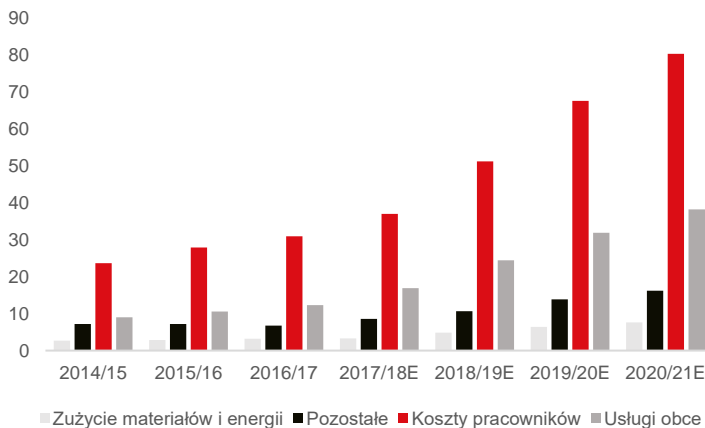
Koszty & marże

Główne koszty operacyjne dla Grodna to wydatki na wynagrodzenia pracowników i usługi obce. W związku z przyjętym modelem biznesowym (bezpośrednia, kompleksowa obsługa klienta i akwizycja) spodziewamy się istotnego wzrostu wydatków na wynagrodzenia w najbliższych latach. Z jednej strony oczekujemy podwyżki wynagrodzeń dla obecnych pracowników, z drugiej podkreślamy, iż z powodu akwizycji liczba pracowników wzrośnie. Naszym zdaniem na koniec roku obrotowego 2018/19 Grodno będzie zatrudniać przynajmniej 560 pracowników co jest efektem wzrostu organicznego i akwizycji przedsiębiorstwa z branży elektro (obecnie spółka zatrudnia 422 pracowników). Wyniki Grodna, podobnie jak innych spółek z branży, są silnie uwarunkowane cenami po jakich zakupuje ona towary od producentów. W przypadku Grodna większość zakupów realizowana jest w walucie polskiej co dodatkowo eliminuje ryzyko walutowe z transakcji.

W roku obrotowym 2014/15 marża brutto wynosiła 21.5% i od tego momentu z roku na rok nieznacznie się obniża. Na koniec bieżącego roku obrotowego spodziewamy się marży na poziomie 18.7% która naszym zdaniem utrzyma się na niezmiennym poziomie w kolejnych latach. Nieznaczna erozja rentowności jest wynikiem dużej konkurencji na rynku dystrybucji. Negatywnie na marże może wpływać otwieranie nowych punktów gdzie dla powiększenia bazy klientów spółka będzie zmuszona zastosować preferencyjną politykę cenową. Kolejne zagrożenie dla rentowności widzimy w procesie akwizycji. Istnieje prawdopodobieństwo, że nowo przejęte podmioty operują na niższej marży w porównaniu do Grodna a wyrównanie tego poziomu zajmie od kilku do kilkunastu miesięcy w zależności od istniejących dysproporcji.

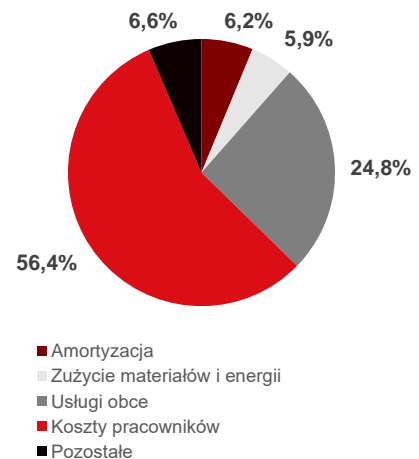
III kwartał roku obrotowego jest dla spółki najlepszy zarówno pod względem obrotu jak i osiąganych marż. Wysokie marże są wynikiem rozliczenia największej części bonusów od producentów a także efektu skali osiągniętego w związku z wyższą sprzedażą.

Wykres 48: Struktura kosztów w latach 2017-2021E



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Wykres 49: Struktura kosztów operacyjnych po IIIQ 2017

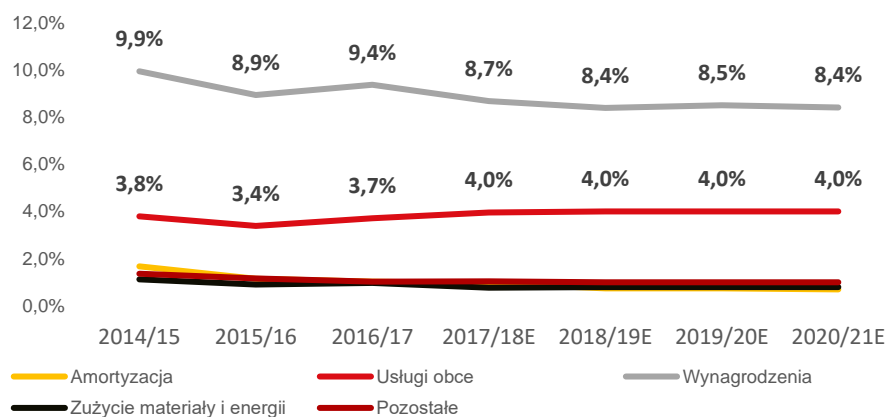


Źródło: Grodno

Wydatki związane z pracownikami stanowiły największą pozycję kosztową spółki (PLN 27.9m po IIIQ 2017). Szacujemy, że w roku 2018 w związku z nadchodzącym przejęciem koszty związane z pracownikami istotnie wzrosną (prognozujemy PLN 51.2 w roku 2018/19). Oczekujemy że wewnętrzny wzrost wynagrodzeń w Grodnie będzie postępował w tempie 8% r/r. Najbliższa akwizycja przyniesie znaczący wzrost zatrudnienia który szacujemy na 120 osób. Ponadto przewidujemy, że niezależnie od procesu konsolidacji, zatrudnienie w spółce wzrośnie o minimum 5% r/r. Wysokie wydatki na wynagrodzenia są po części efektem opartego na kompleksowej obsłudze modelu biznesowego Grodna. W tym momencie pragniemy podkreślić istotne naszym zdaniem ryzyko które dostrzegamy w strukturze spółki. Przewaga konkurencyjna budowana przez Grodno jest ściśle związana z ilością punktów stacjonarnych i wykwalifikowanych pracowników. W

przypadku odwrócenia koniunktury w branży budowlano-montażowej, co naszym zdaniem jest nieuniknione w średnim terminie, i silnych perturbacji na rynku dystrybucji obawiamy się, iż ciężka struktura kosztowa spowoduje istotną erozję marż. Drugą w kolejności największą pozycją po stronie kosztów Grodna są wydatki na usługi obce które po III kwartałach stanowią PLN 12.8m. Szacujemy, że w okresie analizy wydatki na usługi obce będą stanowiły około 50% wydatków przeznaczonych na wynagrodzenia. Na poniższym wykresie przedstawiamy udział kosztów operacyjnych w przychodach Grodna.

Wykres 50: Udział kosztów operacyjnych w przychodach Grupy Kapitałowej



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Na początku grudnia 2016 r. Grodno zakończyło wartość PLN 5.1m inwestycję w rozbudowę magazynu w Małopolu, która pozwoliła na zwiększenie powierzchni magazynowej do 5549 m². Na najbliższe lata oczekujemy wydatków inwestycyjnych pokrywających jedynie amortyzację, a także przeznaczenia środków z emisji akcji na finalizację procesu przejęcia przedsiębiorstwa z branży elektro.

Bilans

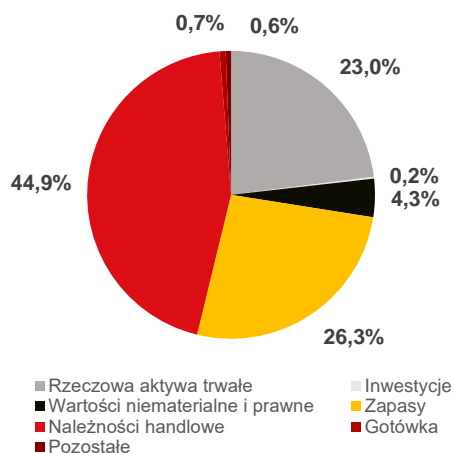
Po III kwartałach 2017/2018 suma bilansowa Grupy Kapitałowej Grodno wzrosła o 40% r/r do wysokości PLN 259m na dzień 31 grudnia 2017 r.

Struktura bilansu obejmuje głównie aktywa obrotowe (72.0% całkowitej wartości sumy bilansowej) co jest specyficzne dla podmiotów działających w branży dystrybucji. Rzeczowe aktywa trwałe (nieruchomości, magazyny, maszyny, samochody) wyceniane są na PLN 59.5m i stanowią 23.0% całkowitej sumy bilansowej. Wartości niematerialne i prawne są wyceniane przez bilans na PLN 11.1m i obejmują w głównej mierze wartość nabytych koncesji, licencji i programów komputerowych.

Aktywa obrotowe to w większości należności od odbiorców (PLN 116m po IIIQ 2017, 44.9% całkowitej sumy bilansowej).

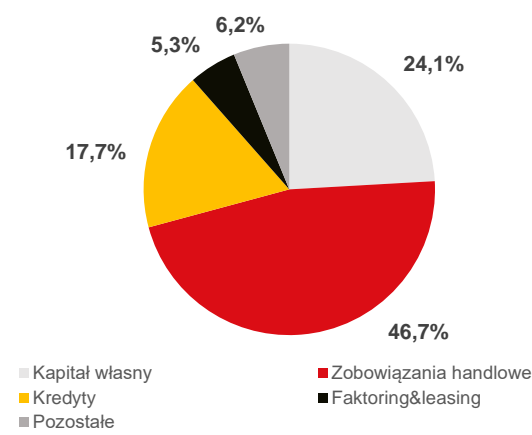
Drugą istotną pozycją w strukturze aktywów bieżących są zapasy, wyceniane przez bilans na PLN 68.2m co stanowi 26.3% całkowitej sumy bilansowej. W najbliższych latach spodziewamy się znacznego wzrostu poziomu zapasów związanego z poszerzaniem oferty i zatowarowaniem nowych punktów handlowych przejętych w procesie akwizycji.

Wykres 51: Struktura aktywów – IIIQ 2017



Źródło: Grodno

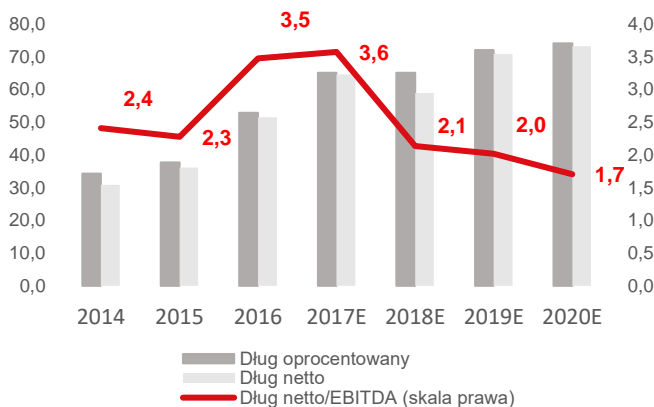
Wykres 52: Struktura pasywów IIIQ 2017



Źródło: Grodno

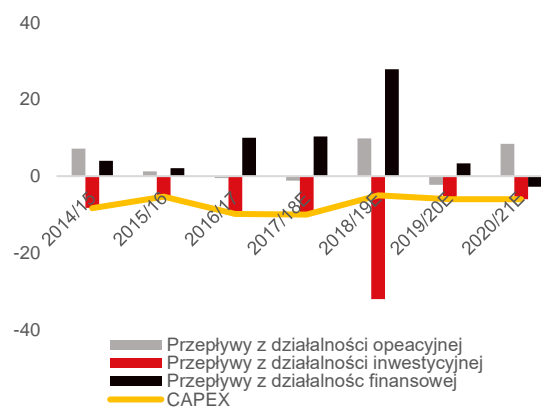
Pasywa spółki to głównie zobowiązania handlowe stanowiące 46.7% sumy bilansowej. Kapitał własny odpowiada za 24.1% udziału w sumie bilansowej a zobowiązania oprocentowane (kredyty bankowe, faktoringi, leasingi) za 23% udziału.

Wykres 53: Poziom zadłużenia 2014-2020E



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Wykres 54: Przepływy pieniężne i CAPEX



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Aktualne zadłużenie spółki wynosi PLN 59.5m (na koniec roku obrotowego czekujemy PLN 65m), co implikuje wysoki poziom wskaźnika dług netto/EBITDA (3.6x za rok 2017/18). W roku obrotowym 2018/2019 prognozujemy utrzymanie poziomu zadłużenia (dług netto przejmowanego przedsiębiorstwa z branży elektro oscyluje w granicach PLN 3-4m) i wzrost EBITDA, który w efekcie przyczyni się do obniżenia wysokości wskaźnika dług netto/EBITDA do poziomu 2.1x. W najbliższych latach nie spodziewamy się redukcji obecnego zadłużenia, raczej oczekujemy rolowania obecnego długu na zbliżonych warunkach finansowych. Pomimo istotnego poziomu zadłużenia nie dostrzegamy zagrożenia związanego z możliwą utratą płynności. Na chwilę obecną Grodno nie posiada zadłużenia wynikającego z emisji obligacji.

Prognozy finansowe

Strategia Grupy Kapitałowej na lata 2017-2020

W sierpniu 2017 r. Zarząd Grodno opublikował strategię Grupy Kapitałowej na lata 2017-2020.

Głównym założeniem strategii jest dalsza budowa pozycji Grupy Kapitałowej Grodno jako jednego z liderów polskiej branży rozwiązań elektrotechnicznych, oświetleniowych i fotowoltaicznych. Wraz z publikacją strategii spółka określiła cele strategiczne w procesie dalszego rozwoju:

- wejście do grona największych podmiotów z branży do 2020 r.
- kontynuacja tendencji rozwojowej, w oparciu o stały, dodatni wynik finansowy

W warunkach wzrostu produkcji budowlano-montażowej, na poziomie minimum **+5%** rocznie do roku 2020, Zarząd Grodno zakłada wzrost poziomu skonsolidowanych przychodów o minimum **20%** rocznie.

Strategia Grupy Grodno bazuje na dywersyfikacji oraz rozwoju oferty usługowej i asortymentowej, a także ekspansji geograficznej na terenie Polski. Plan rozwoju zakłada:

1. Rozwój sieci dystrybucji. W latach 2017-2020 Grupa będzie kontynuować dynamiczny rozwój ogólnopolskiej sieci dystrybucji, który zachodzić będzie na czterech płaszczyznach:

- konsolidacja rynku poprzez akwizycje dobrze prosperujących podmiotów z branży,
- udział w nowoutworzonych spółkach zależnych,
- rozwój modelu franczyzowego, rozpoczętego w 2015 r. Model oparty jest na autorskim rozwiązaniu informatycznym pozwalającym niezależnym przedsiębiorstwom na realizację celów biznesowych w ramach Grupy Grodno,
- uruchamianie nowych oddziałów własnych.

2. Rozwój oferty asortymentowej. Grupa Grodno posiada w magazynach 35 tys. pozycji magazynowych. Wraz z rozwojem sieci dystrybucji, Zarząd planuje wzrost dostępności produktów o **10%** rocznie. W obszarze rozwoju oferty asortymentowej, Zarząd zakłada poszukiwanie nowych obszarów związanych z kompleksowością systemów budynkowych i skupienie się na zapewnieniu jak najszerszej gamy produktowej. Grupa planuje szczególnie umocnienie pozycji w następujących obszarach:

Profesjonalne oświetlenie w technologii LED. Rynek oświetlenia znajduje się obecnie na ścieżce transformacji z tradycyjnych technologii oświetleniowych do nowoczesnych, opartych na technologii LED, a także inteligentnym zarządzaniu systemami oświetleniowymi. Grupa zakłada czynne uczestnictwo w tych zmianach, jako dostawca nowoczesnych rozwiązań i produktów oświetleniowych. Zarząd zakłada wzrost tego segmentu z **7.5%** do **12.5%** udziału w skonsolidowanych przychodach.

Fotowoltaika. Grodno aktywnie uczestniczy w przygotowaniu i rozwoju sprzedaży urządzeń do systemów fotowoltaiki w Polsce. Grupa świadczy usługi sprzedaży paneli fotowoltaicznych, inwerterów, systemów montażu oraz okablowania, a także kompleksową obsługę inwestycji fotowoltaicznej. Zarząd zakłada wzrost segmentu z **3%** do **7.5%** udziału w skonsolidowanych przychodach.

Marka własna. Od 2013 r. Grodno rozwija sprzedaż produktów pod marką własną LUNO. Obecnie udział tego segmentu w skonsolidowanych przychodach wynosi ok. **3%**. W okresie objętym strategią, planowany jest wzrost tego udziału do **5%**.

Elektronarzędzia. W ramach rozwoju oferty asortymentowej Grupa zamierza rozwijać współpracę z aktualnymi dostawcami elektronarzędzi, jak również podpisać nowe umowy handlowe z wiodącymi dostawcami w tej grupie produktowej. Zakładany jest wzrost segmentu z **1.5** do **3%** udziału w skonsolidowanych przychodach.

Automatyka budynkowa, nowe technologie, gromadzenie, przetwarzanie danych. Zarząd pragnie wykorzystać potencjał zachodzących zmian technologicznych, budując kompetencje Grupy Grodno w perspektywicznych kierunkach opartych na cyfryzacji i digitalizacji oferowanych produktów.

3. Rozwój usług w zakresie audytów, projektowania, wykonywania i serwisu. Zarząd zakłada wzrost obszaru kompleksowych rozwiązań z obecnych **24%** do **40%** udziału w skonsolidowanych przychodach do 2020 r.

4. Rozwój nowoczesnych kanałów dystrybucji. Strategia Grupy zakłada intensywny rozwój kanału B2B. Zgodnie z założeniami Zarządu, do 2020 r. sprzedaż za pośrednictwem kanału B2B powinna odpowiadać za **35%** skonsolidowanych przychodów.

5. Rozwój oraz optymalizacja procesów zarządzania w obszarach logistyki i kontrolingu. Zarząd zakłada intensyfikację prac związanych z wdrożeniem systemu CRM, a także z modernizacją i rozwojem zarządzania Magazynem Centralnym. Planowana jest gruntowna przebudowa i usprawnienie funkcjonującego systemu WMS, a także wyposażenie Magazynu w elementy automatyki.

6. Rozwój usług logistycznych dla podmiotów z sektora e-handlu.

7. Efektywniejsze wykorzystanie nieruchomości Grupy Kapitałowej Grodno.

Strategia Grupy Grodno przewiduje rozwój bazujący na stałym, bliskim i bezpośrednim kontakcie z klientem poprzez ogólnopolską sieć sprzedaży. Kontakt oparty będzie na wsparciu wykwalifikowanej kadry inżynieryjno-technicznej, a także na nowoczesnych narzędziach informatycznych, umożliwiających efektywną obsługę klientów.

Realizacja wytyczonych kierunków rozwoju ma umożliwić stopniową ewolucję Grupy Grodno z tradycyjnego modelu handlowego w kierunku własnego-indywidualnego modelu usługowo-handlowo-inżynieryjnego, skupionego na kompleksowości oferowanych rozwiązań. Grupa zamierza rozwijać własny, indywidualny model biznesu, łączący kompetencje handlowców oraz kadry inżynieryjno-projektowej. Dostęp do nowych grup klientów zapewnić ma jednocześnie poszerzenie oferty asortymentowej.

Prognoza na lata 2017-2020

Na bazie informacji udostępnianych przez spółkę, danych z rynku dystrybucji artykułów elektrotechnicznych, ogólnej kondycji branży budowlano-montażowej i danych makroekonomicznych zarówno z gospodarki Polskiej jak i światowej, publikujemy naszą prognozę sytuacji finansowej Grupy Kapitałowej Grodno. Poniższa tabela przedstawia nasze oczekiwania co do wyników za lata 2017-2020.

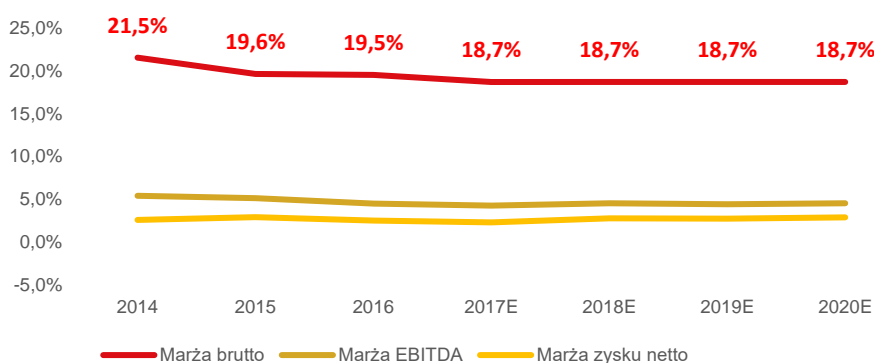
Tabela 14: Grodno 2017/18-2020/21E (PLN m)

	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Przychody (PLN m)	426.7	610.5	796.2	955.4
EBITDA (PLN m)	18.1	27.6	35.1	42.9
EBIT (PLN m)	14.0	23.1	29.2	36.3
Zysk netto (PLN m)	9.7	16.8	21.6	27.3
EPS	0.53	0.92	1.18	1.48

Źródło: Szacunki PDM

- Spodziewamy się, że rynek dystrybucji elektrotechniki będzie rozwijał się w zrównoważonym tempie 8% rocznie.
- W segmencie budowlano-montażowym, spodziewamy się intensyfikacji wydatków publicznych i inwestycyjnych. Zakładamy, że średnioroczne tempo wzrostu w tym segmencie wyniesie w naszej ocenie około 15%.
- Zakładamy, że liczba dostępnych produktów w magazynie będzie rosła, średniorocznie o 10%, zgodnie z oczekiwaniami Zarządu.
- Szacujemy koszty przejęcia przedsiębiorstwa z branży elektro na PLN 27m. Cenę przejęcia określamy na 6x EV/EBITDA. Oczekujemy, że konsolidacja doprowadzi do zwiększenia przychodów ze sprzedaży o PLN 112.5m i EBITDA o PLN 4.5m. Zakładamy, że planowana emisja akcji odbędzie się w drugiej połowie roku 2018 a jej wysokość szacujemy na PLN 30m. Koszty związane z emisją i wprowadzeniem do obrotu szacujemy na PLN 2m.
- Prognozujemy zysk PLN 9.7m w roku 2017/18 i PLN 16.8m zysku w roku 2018/19. Oczekujemy PLN 21.6m zysku w roku 2019/20 i PLN 27.3m w 2020.
- Zakładamy, że rentowność brutto na sprzedaży będzie w prognozowanym okresie utrzymywać się na poziomie 18.7%.
- Zakładamy, że koszty operacyjne będą nieznacznie maleć do poziomu 14.9% w roku 2020/21. Naszą prognozę opieramy na efekcie skali którego uzyskania spodziewamy się wraz z postępującą konsolidacją branży.
- Zapotrzebowanie na kapitał pracujący w okresie przeprowadzanej analizy będzie konsekwentnie rosło, co jest to związane z polityką ciągłego rozszerzania oferty dla klientów.
- Oczekujemy istotnego wpływu rosnących wynagrodzeń na wyniki Grodna. Model oparty na kompleksowej obsłudze klientów implikuje potrzebę zwiększenia liczby pracowników wraz ze wzrostem sprzedaży. Dodatkowo podwyżki wynagrodzeń dla aktualnych pracowników zostaną wymuszone przez rynek. Spodziewamy się organicznego wzrostu zatrudnienia o 5-10% r/r i 120-140 nowych pracowników w wyniku akwizycji.
- Zakładamy, że aktualny poziom zadłużenia nieznacznie wzrośnie w badanym okresie, przy czym wysokość wskaźnika dług netto/EBITDA ulegnie obniżeniu.
- Prognozujemy CAPEX na poziomie PLN 10m za rok 2017. Akwizycja w roku 2018 wywinduje CAPEX do poziomu PLN 32m (cena przejęcia PLN 27m). W roku 2019 i 2020 spodziewamy się wydatków inwestycyjnych na poziomie PLN 6m i stabilizacji CAPEX w następnych latach.
- Oczekujemy wzrostu marży EBITDA do 4.5% w 2018/19 r., 4.4% w roku 2019/20 i 4.5% w 2020/21.
- Zakładamy wzrost segmentów sprzedażowych w granicach prognozy przedstawionej przez Zarząd Grodna.

Wykres 55: Rentowność



Źródło: Grodno, szacunki PDM

Prognoza na 4Q17/18

Poniżej prezentujemy nasze oczekiwania co do wyników za czwarty kwartał roku 2017.

Tabela 15: Grodno 4Q17 (PLN m)

	1Q'16/17	2Q'16/17	3Q'16/17	4Q'16/17	1Q'17/18	2Q'17/18	3Q'17/18	4Q'17/18E	2016/17	2017/18E
Przychody (PLN m)	72.9	85.3	93.0	79.6	91.9	104.0	131.3	99.5	330.8	426.7
EBITDA (PLN m)	1.6	2.4	8.1	2.7	1.9	2.8	9.0	4.4	14.8	18.1
EBIT (PLN m)	0.8	1.6	7.3	1.8	1.0	1.8	7.8	3.4	11.5	14.0
Zysk netto (PLN m)	0.4	1.1	5.7	1.1	0.4	1.1	6.1	2.2	8.2	9.7
Marża gotówkowa brutto (%)	19.5%	16.2%	22.5%	19.6%	18.1%	16.7%	20.0%	19.5%	19.5%	18.7%
Marża EBITDA (%)	2.2%	2.8%	8.7%	3.4%	2.1%	2.7%	6.8%	4.4%	4.5%	4.2%

Źródło: Grodno, szacunki PDM

- Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży w 4 kwartale roku obrotowego 2017/2018 wzrosną o 25% r/r do PLN 99.5m.
- Spodziewamy się polepszenia sytuacji na rynku, głównie ze względu na wzrost produkcji budowlano-montażowej, który przełoży się na wyniki dystrybutorów.
- Oczekujemy 19.5% marży brutto w 4 kwartale 2017/2018 wobec 20.0% w trzecim kwartale i 19.6% rok wcześniej.
- Spodziewamy się 4.4% marży EBITDA w 4 kwartale 2017 wobec 6.8% w trzecim kwartale i 3.4% rok wcześniej.
- Prognozujemy nieznaczny wzrost zadłużenia do poziomu PLN 65m
- Oczekujemy PLN 2.2 zysku netto w 4 kwartale 2017/18, wobec PLN 1.1m straty w roku 2016. Wygenerowany zysk przełoży się na marżę netto 2.3% wobec 1.3% rok wcześniej.

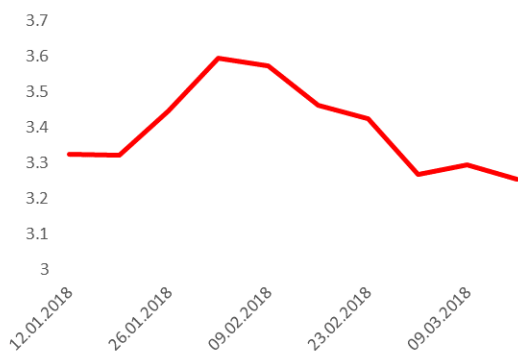
Wycena przedsiębiorstwa

Kalkulacja kosztu kapitału (WACC)

W procesie kalkulacji stopy dyskontowej posłużyliśmy się następującymi założeniami:

- **Stopa wolna od ryzyka.** Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy średnią rentowność polskich obligacji 10-letnich i nasze prognozy co do kształtowania się stopy wolnej od ryzyka w roku 2018. Na potrzeby wyceny ustaliśmy wysokość stopy wolnej od ryzyka na 3.50%.
- **Premia za ryzyko.** Przyjęliśmy premię za ryzyko rynkowe na poziomie 6.06% (szacunek na podstawie A.Damodaran – aktualizacja na miesiąc styczeń 2018).
- W naszych kalkulacjach założyliśmy współczynnik zmienności **Beta** na neutralnym poziomie 1.0.
- Powyższe założenia implikują **koszt kapitału własnego** na poziomie 11.23%.
- Premia za ryzyko dla finansowania dłużnego w przypadku przedsiębiorstw o podobnej skali działalności jest przez nas szacowana na poziomie około 100bps. Przy założeniu 19% stopy podatkowej implikuje to **koszt finansowania długiem** na poziomie 9.91%.
- Powyższe założenia implikują średni ważony koszt kapitału w spółce TIM na poziomie 10.9%.

Wykres 56: Rentowność polskich obligacji 10Y (%)



Źródło: stooq

Tabela 16: Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	
RF - stopa wolna od ryzyka	3.50%
ERP - premia za ryzyko	6.06%
Beta	1.00
CoE - koszt kapitału własnego	10.96%
DRP - premia za ryzyko (dług)	2.00%
Stopa podatkowa	19.00%
CoD - koszt finansowania długiem	9.69%
Udział długu w strukturze finansowania	22.00%
WACC - średni ważony koszt kapitału	10.68%

Źródło: Szacunki PDM

Wynik wyceny metodą DCF

Poniższa tabela przedstawia konkluzje płynące z naszej waluacji przedsiębiorstwa Grodno metodą DCF:

- Nasza wycena bazuje na założeniu, że Spółka będzie w stanie uzyskać w najbliższym roku tempo wzrostu przychodów na poziomie 25% (wzrost organiczny, oczyszczony o wpływ akwizycji), co jest w dużej mierze zgodne z założeniami Zarządu przedsiębiorstwa oraz koniunkturą na rynku dystrybucji i produkcji budowlano-montażowej
- Zakładamy, że średnie tempo wzrostu biznesu w latach 2022-25E wyniesie około 3%. Nasza prognoza dla tego okresu bazuje na utrzymaniu wzrostowych tendencji ogólnorynkowych a także stabilnej sytuacji makroekonomicznej. Zakładamy ponadto zrównoważony wzrost produkcji budowlano-montażowej w najbliższych latach.
- W okresie rezydualnym (po okresie prognozy szczegółowej) liczymy, że tempo wzrostu sektora będzie przewyższać długoterminowy poziom inflacji o około 0.5pp (tzn. w ujęciu nominalnym wyniesie około 3.0%).
- W naszej ocenie rentowność operacyjna spółki Grodna będzie się kształtować w przedziale 3.3-3.8% w latach 2017-25E. W okresie rezydualnym zakładamy rentowność operacyjną na poziomie 3.6%.
- Zakładamy, że nakłady inwestycyjne wyniosą średniorocznie około PLN 7m w prognozowanym okresie (bez uwzględnienia wydatków na akwizycje).

Tabela 17: Wycena Grodno metodą DCF

	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	TV
<i>Wzrost przychodów</i>	43.1%	30.4%	20.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Przychody	610.5	796.2	955.4	984.1	1013.6	
<i>marża EBIT</i>	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%
EBIT	23.1	29.2	36.3	37.4	38.5	37.5
<i>efektywna stopa podatkowa</i>	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPAT	18.7	23.6	29.4	30.3	31.2	30.4
+ Amortyzacja	4.5	5.9	6.7	7.4	7.6	8.0
- CAPEX	5.0	6.0	6.0	7.0	8.0	8.0
- Zmiana kap. obrotowego	11.5	29.8	25.5	2.5	2.6	2.0
FCF	6.7	-6.2	4.5	28.2	28.2	380.7
Wartość rezydualna						253.7
WACC	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	
Wartość bieżąca FCF	6.7	- 5.6	3.7	20.8	18.8	
WBN FCF	44					
+ WB wartości rezydualnej	254					
Wycena aktywów operacyjnych Spółki	298					
+ Wartość aktywów nieoperacyjnych	0					
Wartość Spółki	298					
- Dług netto	65					
- Udziały mniejszości	0					
Wycena kapitałów własnych	234					
Wartość na akcję	12.71					
Założenia						
CAGR przychodów 2018-22/23E						13.5%
Średnia rentowność operacyjna 2018-22/23E						3.8%
Rynkowa premia za ryzyko						6.06%
Beta						1.0
Średni WACC w okresie 2018-22E						10.68%

Źródło: Szacunki PDM

Analiza wrażliwości

W poniższych tabelach prezentujemy wrażliwość wyniku wycena na najistotniejsze, w naszym odczuciu, założenia poczynione w toku waluacji. Zawierają one długoterminowe tempo wzrostu biznesu, poziom kształtowania się docelowej, długoterminowej rentowności operacyjnej oraz koszt kapitału w okresie rezydualnym:

Tabela 18: Waluacja Grodno – analiza wrażliwości

DCF - analiza wrażliwości (PLN)						
Realny wzrost rezydualny	Wzrost nominalny	Marża operacyjna				
		5.6%	4.6%	3.6%	2.6%	1.6%
-0.5%	1.0%	15.2	12.2	9.3	6.3	3.3
0.5%	2.0%	17.6	14.2	10.8	7.3	3.9
1.5%	3.0%	20.7	16.7	12.7	8.7	4.7
2.5%	4.0%	24.7	20.0	15.2	10.5	5.8
3.5%	5.0%	30.1	24.4	18.7	12.9	7.2

Realny wzrost rezydualny	Wzrost nominalny	WACC				
		12.9%	11.9%	10.9%	9.9%	8.9%
-0.5%	1.0%	8.6	8.9	9.3	9.6	9.9
0.5%	2.0%	10.1	10.4	10.8	11.2	11.5
1.5%	3.0%	11.9	12.3	12.7	13.1	13.6
2.5%	4.0%	14.3	14.7	15.2	15.7	16.2
3.5%	5.0%	17.5	18.1	18.7	19.3	19.9

Źródło: Szacunki PDM

Wynik wyceny metodą porównawczą

Grodno zostało porównane z grupą spółek o podobnym profilu działalności z rynku polskiego w celu jak najdokładniejszego oddania aktualnej wyceny. Zdecydowaliśmy się porównać Grodno ze spółkami z sektora dystrybucji i automotive co naszym zdaniem optymalnie obrazuje wycenę papierów przedsiębiorstwa.

Mediana wskaźnika EV/S dla grupy porównawczej znajduje się w przedziale 0.51-0.65 za lata 2017-19E. Spółki są aktualnie wyceniane na 8.8-17.5 C/Z 2018E-2019E przy medianie EV/EBITDA na rok 2017-19E w wysokości 7.71-13.35. Biorąc pod uwagę prognozy na lata 2018-2019 Grodno jest wyceniane porównywalnie do grupy porównawczej w zakresie powyższych wskaźników.

Zwracamy uwagę, iż z całej grupy porównywanych spółek Grodno znajduje się po środku w zakresie marży EBITDA (4.2% oczekiwanej marży EBITDA w Grodnie vs mediana 4.9% marży w grupie porównawczej w 2017 r.).

Na podstawie przeprowadzonej wyceny porównawczej ustalamy cenę akcji Grodno na PLN 14.33.

Tabela 19: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Cena (PLN)	Kapitalizacja (PLN m)	EV/S			EV/EBITDA			C/Z			C/WK			Marża EBITDA za 2017
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
ALTO PARTNER	APR	4.50	583	0.76	0.62	0.54	10.64	8.60	7.71	5.13	5.37	5.06	2.25	1.88	1.61	7.2%
GRODNO	GRN	12.40	191	0.60	0.41	0.33	14.12	9.05	7.45	19.61	11.33	8.83	3.54	2.09	1.79	4.2%
INTER CARS	CAR	266.00	3 769	0.71	0.61	0.54	12.59	10.55	9.43	17.45	12.76	11.19	2.28	1.95	1.68	5.6%
KONSORCJUM STALI	KST	34.00	201	0.14	0.14	N/A	4.60	N/A	N/A	7.43	N/A	N/A	0.51	N/A	N/A	3.0%
TIM	TIM	8.62	191	0.29	0.24	0.20	19.61	6.72	4.93	N/A	14.47	8.56	1.14	1.06	0.94	1.5%
TOYA	TOA	12.50	979	2.88	2.58	2.38	18.37	17.02	16.07	24.33	23.04	21.29	5.58	4.46	3.79	15.7%
Mediana				0.65	0.51	0.54	13.35	9.05	7.71	17.45	12.76	8.83	2.27	1.95	1.68	4.9%
GRODNO	GRN	12.40		0.60	0.41	0.33	14.12	9.05	7.45	19.61	11.33	8.83	3.54	2.09	1.79	
				-0.2%	-19.9%	-39.4%	5.7%	0.0%	-3.4%	12.4%	-11.2%	0.0%	56.2%	7.2%	6.9%	
Implikowana wartość na jedną akcję				15.13	16.94	23.46	13.14	13.58	14.72	9.23	11.69	10.38	7.94	11.57	11.60	
średnia wartość na akcję				18.51			13.81			10.43			10.37			
waga wyceny (%)				40%			20%			20%			20%			
Wycena na 1 akcję				14.33												

Źródło: Szacunki PDM

Sprawozdanie finansowe

Tabela 20: Grodno – wyniki finansowe 2014-2021E

GRN - RZIS (PLN m)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Przychody	238.0	312.0	330.8	426.7	610.5	796.2	955.4
<i>zmiana rdr</i>		31%	6%	29%	43%	30%	20%
Wynik brutto na sprzedaż	51.2	61.2	64.5	79.7	114.2	148.9	178.7
Amortyzacja	4.0	3.6	3.4	4.1	4.5	5.9	6.7
Zużycie materiałów i energii	2.7	2.8	3.2	3.3	4.9	6.4	7.6
Usługi obce	9.0	10.6	12.3	16.9	24.4	31.8	38.2
Wynagrodzenia	23.6	27.9	31.0	37.0	51.2	67.6	80.3
Pozostałe	3.2	3.6	3.4	4.4	6.1	8.0	9.6
EBIT	8.8	12.3	11.5	14.0	23.1	29.2	36.3
<i>zmiana rdr</i>		39%	-7%	22%	65%	27%	24%
EBITDA	12.8	15.9	14.8	18.1	27.6	35.1	42.9
<i>zmiana rdr</i>		24%	-7%	22%	53%	27%	22%
Przychody/(koszty) finansowe	-1.2	-1.0	-1.1	-2.0	-2.3	-2.5	-2.6
Zysk brutto	7.7	11.3	10.4	12.0	20.8	26.7	33.7
Podatek	1.6	2.3	2.1	2.3	3.9	5.1	6.4
Zysk netto	6.1	9.0	8.2	9.7	16.8	21.6	27.3
<i>zmiana rdr</i>		48%	-9%	18%	73%	28%	26%
Zysk na akcje	0.3	0.5	0.4	0.5	0.9	1.2	1.5
Rentowność	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Rentowność na sprzedaż	21.5%	19.6%	19.5%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
Marża EBITDA	5.4%	5.1%	4.5%	4.2%	4.5%	4.4%	4.5%
Marża netto	2.6%	2.9%	2.5%	2.3%	2.8%	2.7%	2.9%
ROE	31.1%	20.0%	16.9%	16.1%	19.4%	18.3%	19.7%
GRN - Bilans (PLN m)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Aktywa trwałe	45.4	50.5	64.5	70.4	79.9	80.0	79.3
Rzeczowe aktywa trwałe	38.5	44.1	51.0	56.9	66.4	66.5	65.8
WNIP	1.5	1.2	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Pozostałe aktywa trwałe	5.3	5.2	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
Aktywa obrotowe	95.4	111.8	136.7	193.6	282.0	360.5	431.9
Zapasy	38.8	48.2	60.8	71.5	102.4	133.5	160.2
Należności krótkoterminowe	52.1	61.1	73.4	120.4	172.3	224.7	269.6
Środki pieniężne	3.4	1.5	1.3	0.5	6.2	1.2	0.9
Pozostałe aktywa obrotowe	1.1	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Aktywa dostępne do sprzedaży							
AKTYWA RAZEM	140.8	162.3	201.2	264.0	361.9	440.5	511.2
Kapitał własny	39.2	50.9	56.5	64.4	109.1	127.0	149.5
udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązania	101.6	111.4	144.7	199.6	252.8	313.5	361.6
Zobowiązania długoterminowe	15.1	14.8	23.9	34.1	34.1	41.1	43.1
Zadłużenie długoterminowe	13.4	12.7	21.2	29.3	29.3	36.3	38.3
Inne zobowiązania długoterminowe	1.7	2.1	2.7	4.8	4.8	4.8	4.8
Zobowiązania krótkoterminowe	86.6	96.6	120.8	165.4	218.6	272.4	318.5
Zobowiązania handlowe	61.7	66.5	80.9	123.6	176.8	230.5	276.7
Zadłużenie krótkoterminowe	15.0	17.8	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	9.8	12.2	17.9	19.8	19.8	19.8	19.8
PASYWA I KAPITAŁ WŁASNY RAZEM	140.8	162.3	201.2	264.0	361.9	440.5	511.2
Wartość księgowa na akcje	2.1	2.8	3.1	3.5	5.9	6.9	8.1
GRN - RPP (PLN m)	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E
Zysk netto	6.1	9.0	8.2	9.7	16.8	21.6	27.3
Amortyzacja	4.0	3.6	3.4	4.1	4.5	5.9	6.7
Inne (w tym zmiany kapitału pracującego)	-2.9	-11.3	-12.1	-15.0	-11.5	-29.8	-25.5
Przepływy z działalności operacyjnej	7.1	1.3	-0.5	-1.2	9.9	-2.3	8.4
Nakłady inwestycyjne	-8.3	-5.3	-9.9	-10.0	-5.0	-6.0	-6.0
Akwizycja					-27.0		
Inne	2.5	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	4.0	2.1	10.0	10.3	27.9	3.3	-2.8
Emisja nowych akcji					30.0		
Zmiana zadłużenia	-0.3	0.4	12.0	12.2	0.0	7.0	2.0
Dywidenda wypłacona	-1.0	-1.8	-0.9	-1.8	-2.1	-3.7	-4.8
Przepływy z działalności finansowej	4.0	2.1	10.0	10.3	27.9	3.3	-2.8
Środki pieniężne netto na koniec okresu	3.38	1.54	1.33	0.46	6.17	1.22	0.89

Źródło: Grodno, szacunki PDM

Informacje końcowe

Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej
EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja
ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły zysk netto/ kapitał własny
ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły zysk netto/ 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 zysk netto/ liczba akcji
DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły wypłacona dywidenda/ liczba akcji
C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto
C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto
EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa + dług netto
EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ zysk operacyjny + amortyzacja
EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ przychody ze sprzedaży
CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły aktywa obrotowe/ zobowiązania krótkoterminowe
QR – wskaźnik szybkiej płynności, liczony według formuły aktywa obrotowe - zapasy/ zobowiązania krótkoterminowe
Marża EBIT – marża, liczona według formuły zysk operacyjny/ przychody ze sprzedaży
Marża EBITDA – marża, liczona według formuły zysk operacyjny + amortyzacja/ przychody ze sprzedaży
Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły zysk brutto/ przychody ze sprzedaży
Marża gotówkowa brutto – marża liczona według formuły marża brutto + amortyzacja
Marża zysku netto – marża, liczona według formuły zysk netto/ przychody ze sprzedaży
Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły (średni stan zapasów/ 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 (średni stan należności/ przychody ze sprzedaży) *365
Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły (średni stan zobowiązań/ 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.

Zastrzeżenia

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

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 19 marca 2018 r. 18:00

Dystrybucja niniejszego raportu: 20 marca 2018 r., 8:00.

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 partycularnych 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 ujawnione 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.

Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie www.polskidm.com.pl.

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