

## TIM – wyniki na historycznych szczytach

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu e-commerce, zarówno bezpośrednio (TIM SA), jak i pośrednio (poprzez spółkę logistyczną 3LP obsługującą klientów z sektora handlu internetowego). Spółka konsekwentnie buduje pozycję rynkową w obu obszarach wykorzystując przewagi konkurencyjne i poprawiając uzyskiwane marże. Dodatkowo TIM umiejętnie korzysta z nadarżających się okazji rynkowych dla zwiększenia rentowności segmentu handlowego. Mając to na uwadze podnieśliśmy nasze oczekiwania finansowe i w efekcie również wycenę spółki. Osobno wyceniliśmy segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość bieżąca spółki (62,3 zł/akcję) daje 46-proc. potencjał wzrostu kursu.

### Sprzyjające warunki rynkowe

Wysoka dynamika wzrostu w segmencie handlowym za 9M2021 i optymistyczne prognozy dotyczące rozwoju branży e-commerce skłoniły nas do podniesienia prognozy przychodów w horyzoncie średnioterminowym.

### Wykorzystanie okazji rynkowych w 2021 r. i stabilizacja marż w latach kolejnych

Dynamicznie rosnące ceny surowców i kłopoty z dostępnością wybranych grup towarowych na rynku sprzyjają podnoszeniu rentowności spółki, gdyż TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu zapasów magazynowych. Rentowność uzyskana w II kwartale powinna się utrzymać w kolejnych okresach, a całoroczna marża sięgnie 21% (+2,3 pp r/r). Uspokojenie na rynku surowców może przynieść spadek marży w 2022 r., a następnie jej stabilizację na poziomie 19-20%. Historycznie TIM był w stanie utrzymywać marże ok. 20% przez kilka lat przy dobrej koniunkturze na rynku.

### Rozwój segmentu logistycznego

W następnych kilku latach segment logistyczny będzie wykazywał wysoką dynamikę wzrostu zysków, skutecznie amortyzując ewentualne pogorszenie wyników w biznesie handlowym. Wzrosty wynikać będą z rosnącej bazy magazynowej jak i wejściu w nowe obszary działalności. W 2022 r. planowane jest IPO spółki 3LP.

### Wzrost zapotrzebowania na kapitał

Wyższe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy ma charakter przejściowy. Unormowanie sytuacji na rynku towarów (stabilizacja cen, większa dostępność) pozwolą w przyszłym roku uwolnić część gotówki zamrożonej w zapasach. Sytuacja finansowa GK TIM pomimo planów inwestycyjnych pozostanie bardzo bezpieczna.

### Polityka dywidendowa

Oczekujemy wypłaty z zysku 2021 r. na poziomie nie niższym niż w ub.r. (2,2 zł/akcję, DY=5%). Liczymy na wypłatę zaliczki na poczet dywidendy jeszcze w tym roku.

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 60,9 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 46,9 zł oraz logistycznego: 16,9 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło wyznaczyć wartość bieżącą na 62,3 zł.

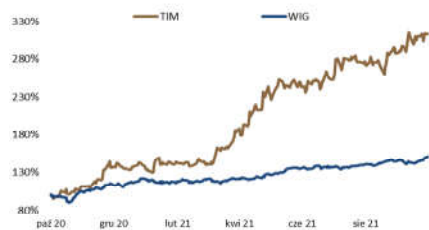
mln zł	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	830,3	890,0	1 064,9	1 287,9	1 438,7	1 586,3
EBITDA	31,1	53,0	80,5	141,8	144,5	152,6
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	11,9	19,6	31,7	87,8	83,5	86,4
EPS	0,54	0,88	1,43	3,96	3,76	3,89
DPS	1,00	0,80	2,20	2,18	2,04	2,01
P/E (x)	79,4	48,3	29,9	10,8	11,3	11,0
EV/EBITDA (x)	31,4	19,6	12,8	7,5	7,0	6,3

Źródło: TIM, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 14.10.2021 o godz. 8:35. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 14.10.2021 o godz. 8:45.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	42,6 zł
Wycena	62,3 zł
Potencjał wzrostu	46%
Kapitalizacja	946 mln zł
Free float	63%
Śr. wolumen 6M	31 822



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku hurtowej dystrybucji materiałów elektroinstalacyjnych w Polsce, z ekspozycją na rynek logistyki w branży e-commerce.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

K. Folta z żoną	23,45%
K. Wieczorkowski	13,51%
NN OFE	7,05%
Pozostali	55,99%

Źródło: TIM, Noble Securities

**Michał Sztabler**

**Analitik akcji**

**michal.sztabler@noblesecurities.pl**

**+48 22 244 13 03**

## WYCENA

Wartość jednej akcji TIM SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF, z wagą 50% każda. **Na tej podstawie wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 62,3 zł.** Przy podejściu porównawczym osobno wyceniliśmy biznes handlowy i osobno logistyczny (w obu przypadkach stosując analizę wskaźnikową), a suma uzyskanych wartości złożyła się na łączną wartość. Przy doborze grupy spółek do analizy porównawczej, w przypadku segmentu handlowego zdecydowaliśmy się na spółki krajowe (działające w segmencie handlu hurtowego lub/i e-commerce), jak i zagraniczne (dystrybucja produktów z segmentu elektrotechniki), z kolei w przypadku segmentu logistycznego, z uwagi na brak odpowiedników na GPW, wybraliśmy podmioty zagraniczne.

Wzrost wyceny względem naszego poprzedniego raportu wynika z podniesienia prognoz finansowych po bardzo dobrych wynikach 1H2021, przy nieco niższych wskaźnikach giełdowych spółek porównywalnych. Zmiany prognoz zostały opisane w dalszej części raportu.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	60,9	41,3	47%
Wycena porównawcza	50%	63,7	37,8	69%
- obszar handel		46,9	27,4	71%
- obszar logistyka		16,9	10,4	62%
<b>Wycena</b>		<b>62,3</b>	<b>39,6</b>	<b>57%</b>
Kurs akcji		42,6		
Potencjał wzrostu		46%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość amortyzacji skorygowana (pomniejszona) o amortyzację wynikającą z MSSF16,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Gotówka netto na dzień 31/12/2020 w wysokości 0,2 mln zł (po skorygowaniu o leasing wynikający z przeklasyfikowania zobowiązań długoterminowych wg MSSF16) + wypłacona w 2021 r. dywidenda 22 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Efektywna stopa podatkowa 20%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,68% (poprzednio 1,55%), premia za ryzyko w wysokości 5,1% (poprzednio 5,5%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	1 288	1 439	1 586	1 671	1 789	1 894	1 923	1 953	1 984	2 014
NOPAT	94	90	90	98	105	103	103	104	104	104
Amortyzacja	12	12	15	15	15	15	15	15	15	15
Zmiany KON	-89	20	-13	-8	-12	-12	-3	-3	-3	-3
CAPEX	-6	-68	-8	-7	-11	-12	-12	-12	-12	-12
<b>FCFF</b>	<b>11</b>	<b>54</b>	<b>85</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>95</b>	<b>103</b>	<b>104</b>	<b>104</b>	<b>103</b>
WACC	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>
Współczynnik dyskonta	0,99	0,92	0,86	0,81	0,75	0,70	0,66	0,62	0,58	0,54
DFCFF	10,9	50,1	73,1	78,5	73,1	67,1	68,0	64,0	59,9	55,6
SUMA DFCFF do 2030	600									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2030	1 439									
Zdyskontowana wartość rezydualna	774									
Wartość Firmy (EV)	1 374									
Dług netto 31.12.2020 + dywidenda	22									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	1 352									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	60,9									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	59,9	65,0	71,8	81,2	95,5
WACC - 0,5%	56,1	60,3	65,9	73,5	84,6
WACC	52,6	56,2	60,9	67,2	75,9
WACC + 0,5%	49,5	52,6	56,6	61,8	68,8
WACC + 1,0%	46,7	49,4	52,8	57,1	62,9

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%	2,68%
Premia za ryzyko	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%	5,09%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,8%</b>
Efektywna stopa podatkowa	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Koszt długu	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%	4,68%
Koszt długu po tarczy	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%	3,74%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,0%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
W.W.Grainger	86 631	22,1	18,7	16,7	14,3	12,5	11,4
Electrocomponents	27 571	35,6	25,3	22,4	22,3	16,1	14,5
Rexel	25 062	11,0	10,3	9,6	7,2	6,9	6,5
Eurocash	1 618	bd	19,5	15,5	6,5	5,7	5,7
Intercars	6 517	12,3	12,1	11,4	bd	bd	bd
Solar	2 908	10,8	11,3	9,8	6,2	6,1	5,6
Neuca	4 165	23,0	19,7	15,5	14,6	13,1	11,5
Oponeo	906	20,8	18,9	17,2	12,6	11,6	10,5
AB	923	7,6	6,8	6,2	6,3	5,8	5,6
<b>Mediana</b>		<b>16,6</b>	<b>18,7</b>	<b>15,5</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		55,6	57,6	47,0	43,2	40,1	36,0
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)				<b>46,9</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.10.2021 r. godz. 7:30

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
DSV	222 796				20,2	19,0	17,8
XPO Logistics	33 802				10,8	10,0	9,2
Kerry Logistics	16 851				7,2	7,4	7,2
ID Logistics Group	8 070				8,9	8,1	7,4
Wincanton	2 404				6,0	5,4	5,0
Self Storage	1 232				19,4	16,6	14,7
<b>Mediana</b>					<b>9,8</b>	<b>9,0</b>	<b>8,3</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					13,1	17,3	21,5
Waga					40%	30%	30%
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)				<b>16,9</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 14.10.2021 r. godz. 7:30

**WYNIKI 1H2021: dynamiczny wzrost przychodów i marż, rośnie kapitał obrotowy netto**

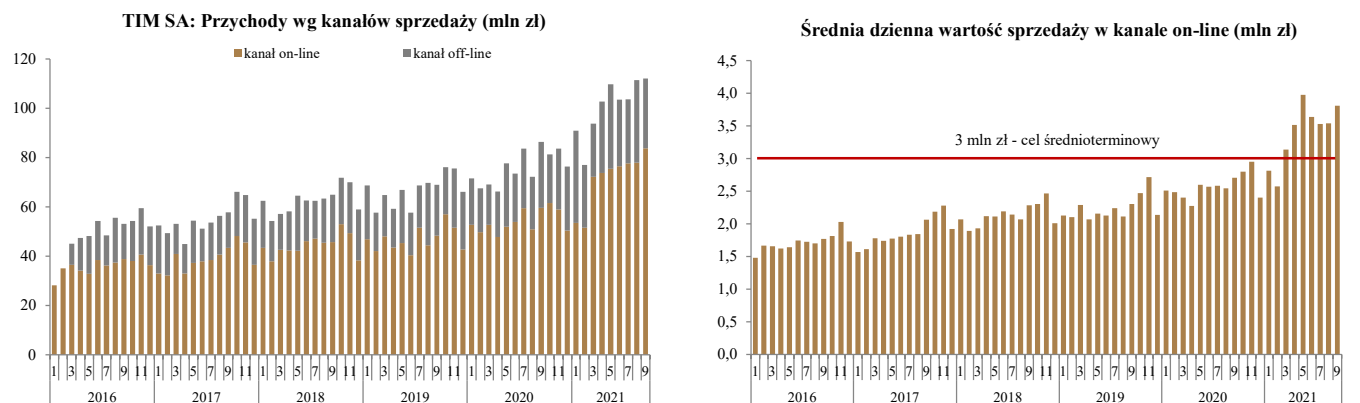
- Wyniki TIM-u za 2Q2021 r. wskazują na utrzymanie korzystnych trendów z poprzednich okresów. Spółka 2-krotnie poprawiła zyski z I kwartału br. (który pod względem zysku netto po wyłączeniu zdarzeń jednorazowych i tak był najlepszy w historii).
- Bardzo dynamicznie rośnie zarówno część handlowa (TIM SA, tempo wzrostu przychodów +43% r/r) jak i logistyczna (3LP, +140% r/r). Relatywnie niższe tempo wzrostu przychodów skonsolidowanych („zaledwie” +30%) wynika z wyłączenia z konsolidacji sprzedanej w grudniu’20 spółki Rotopino (przychody w 2Q2020 ok. 30 mln zł).
- Marża na towarach w segmencie handlowym była na bardzo wysokim poziomie (23%), notowanym w najlepszych dla spółki latach 2006-07. Tym samym doczekaliśmy się wyraźnej zwyżki marży z uwagi na dodatkowe dochody z rosnących cen towarów (szczególnie powiązanych z cenami surowców takich jak miedź czy aluminium, np. kable i przewody).
- Jednocześnie wzrost kosztów ogólnych postępuje w tempie niższym niż rosą przychody (w 2Q2021 w TIM SA wskaźnik koszty/przychody spadł do 13,2% vs 13,7% w Q1/21 i 15,2% w Q2/20). Rosnąca z kwartału na kwartał różnica między poziomem marży na towarach a wskaźnikiem kosztów to wyższa rentowność biznesu. W połączeniu z dynamicznym przyrostem sprzedaży generuje bardzo wysokie zyski.
- Na skonsolidowany zysk wpływ miał zaksięgowany wynik ze sprzedaży aktywów (1,3 mln zł).
- Pozytywnie na zyski wpłynęły tym razem różnice kursowe – łącznie 2,2 mln zł (1,5 mln zł widoczne w przychodach finansowych i 0,7 mln zł jako odwrócone ujemne różnice w kosztach finansowych), co z nawiązką pokryło koszty odsetkowe (1,5 mln zł) i pozwoliło wykazać zysk na „finansówce”.
- TIM w dalszym ciągu zwiększa poziom zapasów (+45 mln zł kw/kw), rosą też należności (+37 mln zł kw/kw). W II kwartale nie udało się już tego wzrostu skompensować przyrostem zobowiązań handlowych (+41 mln zł kw/kw), dlatego wzrosło zaangażowanie środków finansowych w kapitał obrotowy.
- CAPEX w 2Q2021 ponownie był na symbolicznym poziomie.
- CF operacyjny z uwagi na wyraźny przyrost kapitału obrotowego netto (KON) był ujemny. Wzrósł dług netto (+9 mln zł kw/kw).

Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	2020	2021P	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>253,7</b>	<b>267,7</b>	<b>303,5</b>	<b>274,4</b>	<b>328,0</b>	<b>29%</b>	<b>1 064,9</b>	<b>1 287,9</b>	<b>21%</b>	<b>47%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	58,3	61,0	70,9	66,2	88,0	51%	239,7	331,0	38%	47%
rentowność	23%	23%	23%	24%	27%		23%	26%		
Koszty działalności	46,2	46,0	53,1	47,2	52,6	14%	187,5	216,2	15%	46%
% sprzedaży	18%	17%	17%	17%	16%		18%	17%		
Saldo pozostałej działalności oper.	-0,3	0,0	6,4	0,1	1,3		6,1	3,0		
<b>EBIT</b>	<b>11,9</b>	<b>15,0</b>	<b>24,2</b>	<b>19,1</b>	<b>36,6</b>	<b>208%</b>	<b>58,3</b>	<b>117,8</b>	<b>102%</b>	<b>47%</b>
rentowność	5%	6%	8%	7%	11%		5%	9%		
<b>EBITDA</b>	<b>17,5</b>	<b>20,5</b>	<b>30,0</b>	<b>24,7</b>	<b>42,3</b>	<b>142%</b>	<b>80,5</b>	<b>141,8</b>	<b>76%</b>	<b>47%</b>
rentowność	7%	8%	10%	9%	13%		8%	11%		
amortyzacja	5,6	5,5	5,8	5,6	5,7	2%	22,1	24,0	8%	47%
Saldo działalności finansowej	-0,5	-2,8	-3,9	-2,3	0,8		-13,8	-6,3		
<b>Zysk netto</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>17,3</b>	<b>13,5</b>	<b>29,6</b>	<b>233%</b>	<b>37,1</b>	<b>90,3</b>	<b>143%</b>	<b>48%</b>
rentowność	3%	4%	6%	5%	9%		3%	7%		
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>12,0</b>	<b>13,5</b>	<b>28,5</b>	<b>221%</b>	<b>31,9</b>	<b>87,8</b>	<b>175%</b>	<b>48%</b>
rentowność	3%	4%	4%	5%	9%		3%	7%		
<b>Dług netto</b>	<b>99,9</b>	<b>83,4</b>	<b>81,0</b>	<b>69,4</b>	<b>78,1</b>	<b>-22%</b>	<b>81,0</b>	<b>123,5</b>	<b>53%</b>	<b>63%</b>
CF Oper.	1,7	23,3	6,7	14,5	-4,8	-377%	38,8	25,1	-35%	39%
CAPEX	2,4	2,2	5,5	0,7	-0,1	-102%	12,2	6,0	-51%	11%
P/E	46,1	37,5	29,6	23,9	17,5		29,6	10,8		
EV/EBITDA	18,0	16,2	13,9	12,8	10,6		13,9	7,7		
Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	r/r	2020	2021P	r/r	% progn. NS
Przychody	218,0	240,8	263,8	258,4	311,3	43%	935,7	1 216,4	30%	47%
<b>EBITDA</b>	<b>10,6</b>	<b>13,0</b>	<b>20,2</b>	<b>16,2</b>	<b>31,4</b>	<b>196%</b>	<b>51,5</b>	<b>98,8</b>	<b>92%</b>	<b>48%</b>
Zysk netto	7,3	11,5	12,7	11,9	24,1	231%	36,0	74,6	107%	48%

Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

**PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: SEGMENT HANDLOWY****Dynamiczny wzrost sprzedaży**

Dane sprzedażowe za 9 miesięcy wskazują na kontynuację dynamicznego wzrostu przychodów. Spółce z pewnością sprzyja przyjęty model handlu i postawienie na kanał on-line, co w obecnej sytuacji jest rozwiązaniem pożądanym przez klientów. Udział sprzedaży internetowej ustabilizował się na poziomie 70-75% całkowitych przychodów ze sprzedaży towarów. Średnia dzienna wartość obrotów trwale przekroczyła 3 mln zł będących średnioterminowym celem zarządu.

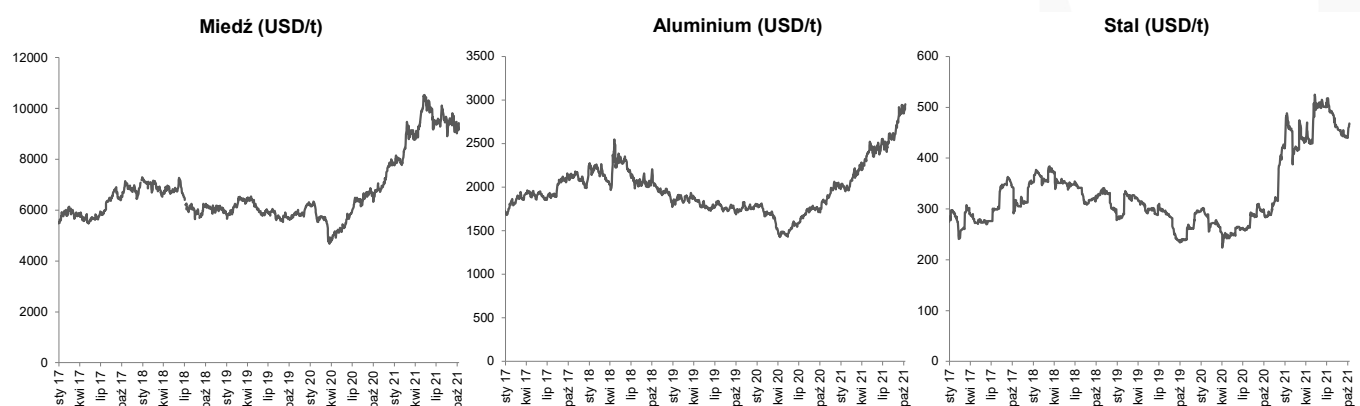
**Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line**

Źródło: TIM, Noble Securities

Narastająco po 3 kwartałach br. TIM SA wypracował 911 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 35% r/r.

**Rosnące ceny surowców i braki towarów na rynku generują ponadprzeciętne wzrosty marży**

Ceny surowców, z którymi powiązane są ceny podstawowych produktów elektrotechnicznych (miedź, aluminium – kable i przewody; stal, plastik - pozostałe wyroby) oraz ceny podzespołów elektronicznych weszły w silny trend wzrostowy jeszcze w 2020 r. Powodem jest odbudowanie popytu po pandemii przy jednoczesnym ograniczeniu podaży niektórych materiałów czy wyrobów. Dodatkowo klienci coraz częściej napotykają na braki towarów.

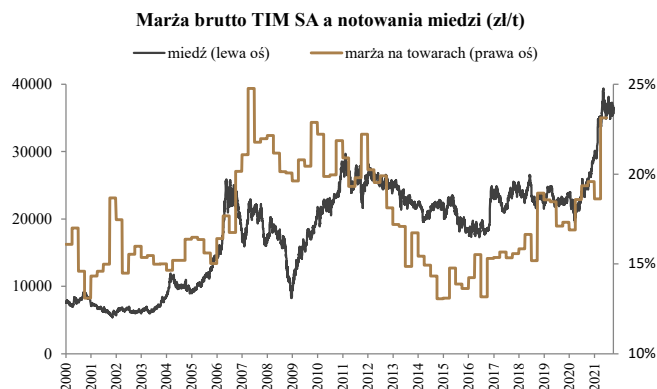
**Notowania wybranych surowców**

Źródło: Bloomberg, Noble Securities

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami spółka skutecznie wykorzystała nadarzające się okazje rynkowe i zdołała poprawić marże (patrz wyniki 2Q2021). TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu

zapasów magazynowych przygotowując się na możliwe zawirowania rynkowe. Analizując trendy cenowe kluczowych metali w ostatnich 20 latach widać, że TIM-owi udawało się zwiększać rentowność przy dynamicznych ruchach cen surowców bazowych (np. w połowie 2007 r.).

## Silna korelacja cen kluczowych metali i marży w biznesie handlowym



Źródło: Bloomberg, TIM, Noble Securities

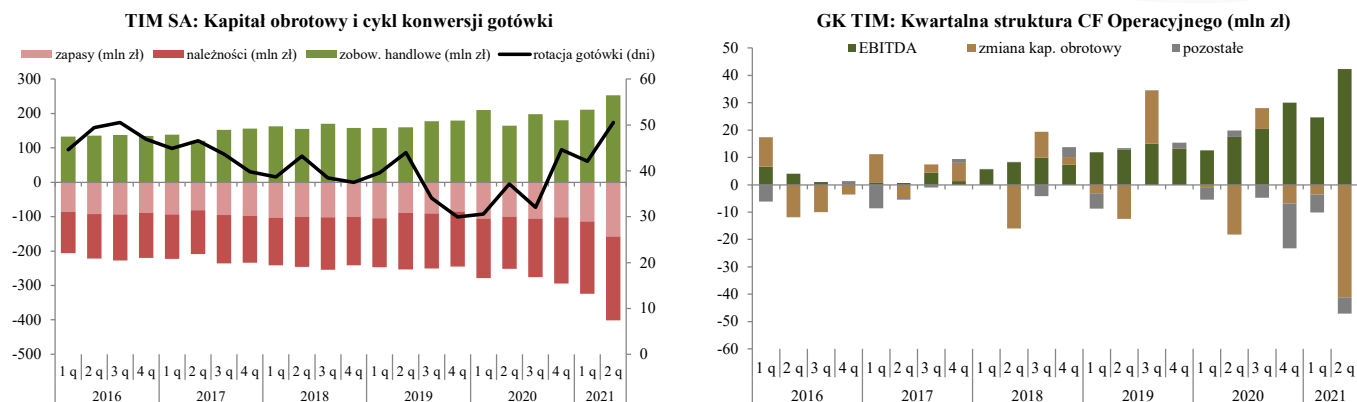
TIM systematycznie zwiększa marże na towarach, co jest efektem przede wszystkim poprawy miksu produktowego (nacisk na sprzedaż wyżej marżowych produktów) oraz rozbudowy oferty (coraz większej dostępności towarów). W 2021 r. dodatkowo pojawił się komponent inflacyjny, wynikający z wysokiej dynamiki wzrostu cen na rynku, na czym skorzystał TIM budując odpowiednio wcześniej zapasy towarów po niższych cenach (wpływ tego czynnika oraz posiadania najlepszej dostępności towarów na rynku szacujemy na co najmniej 3 pp w II kwartale 2021 r.). Ekstra zyski generowana przez TIM przy umiejętnym zarządzaniu magazynem utrzymają się co najmniej do końca br., co pozwoli zamknąć 2021 r. z marżą na poziomie ok. 21%.

Dane historyczne pokazują, że TIM zazwyczaj zarabiał więcej przy dobrej koniunkturze na rynku surowców (np. wysokich cenach miedzi, głównego komponentu kabli i przewodów). Oczywiście na poziom marż wpływały też inne czynniki (sytuacja w branży, procesy restrukturyzacyjne w samej firmie czy struktura sprzedaży), niemniej korelacja z rynkiem metali jest wysoka.

## Wzrost wartości zapasów zgodny z wcześniejszymi zapowiedziami

Bardzo dobra sytuacja płynnościowa spółki, brak istotnych wydatków inwestycyjnych zaplanowanych na 2021 r. oraz świadomość okazji cenowych wynikających z sytuacji na rynku (wspomnienie powyżej wzrosty cen towarów) stały za decyzją o wyraźnym zwiększeniu zapasów w TIM SA w roku bieżącym.

## Wzrost cyklu konwersji gotówki skutkiem zwiększenia wartości zapasów pod koniec 1H2021



Źródło: TIM, Noble Securities

Wartość zapasów wyniosła na koniec I półrocza 160 mln zł (+55 mln zł vs koniec 2020 r.). Wzrosły także należności (+60 mln zł), jednak ten wzrost wynikał częściowo ze zwiększenia skali biznesu i został skompensowany przyrostem zobowiązań krótkoterminowych (+70 mln zł). Można więc powiedzieć, że wyższe wydatki na kapitał obrotowy netto (KON) sprowadzają się do finansowania wyższej wartości magazynu.

Pomimo tak dużych nakładów na KON, CF operacyjny w 1H2021 r. był wyższy niż przed rokiem (9,7 mln zł vs 8,8 mln zł), choć już w samym II kwartale był ujemny (ok. -5 mln zł).

W kolejnych kwartałach nie spodziewamy się już znaczących zmian na KON, a w następnym roku prognozujemy nawet nieznaczny jego spadek, pomimo dalszego wzrostu sprzedaży (oczekujemy powrotu wskaźników rotacji do średnich z lat poprzednich).

### **PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: SEGMENT LOGISTYCZNY (3LP)**

Oczekujemy wzrostu przychodów z biznesu logistycznego ponad tempo wzrostu samego TIM SA, gdyż:

- a) 3LP kieruje swoją ofertę przede wszystkim do podmiotów z sektora e-commerce, aktywnie pozyskując nowych klientów i zwiększając zakres usług,
- b) planowane są inwestycje zwiększające potencjał przychodowy (nowe powierzchnie magazynowe),
- c) spółka zamierza wejść w segment usług zarządzania magazynami klienta na zlecenie.

Udział klientów zewnętrznych wzrósł w 2020 r. do 44% (vs 39% w 2019 r.), a w ostatnich miesiącach ub.r. przekroczył poziom 50%.

Obecnie spółka jest w trakcie realizacji inwestycji w Siechnicach polegającej na budowie nowego magazynu o powierzchni ok. 25 tys. mkw. (vs ok. 50 tys. mkw. w obecnych magazynach spółki, +30 tys. mkw. w magazynach zewnętrznych w krótkoterminowych umowach najmu). Inwestycja realizowana będzie w dotychczasowym modelu asset light, tj. przez wynajęcie gotowego już obiektu od wyspecjalizowanego dewelopera na zasadach długoterminowej umowy najmu. Podobnie jak było to w przypadku obecnie użytkowanych hal magazynowych, TIM zainwestuje w automatykę magazynową. Szacowany wydatek to 50 mln zł, do poniesienia przede wszystkim w 2022 r. (oddanie na początku 2023 r.). Inwestycje te zwiększą poziom amortyzacji o ok. 8 mln zł w 2022 r. i kolejne 8 mln zł w 2023 r.

Oddanie nowego magazynu wyczerpie możliwości jakie daje nieruchomości w Siechnicach. Dalszy rozwój 3LP będzie musiał być realizowany w innej lokalizacji. Pozyskanie powierzchni magazynowej w innej części kraju uatrakcyjni ofertę spółki, która teraz będzie mogła świadczyć usługi z różnych lokalizacji. Nie znamy szczegółów dotyczących potencjalnych nowych lokalizacji, dlatego nie uwzględniamy tego typu inwestycji w przyszłości.

Zarząd zapowiedział też rozpoczęcie świadczenia usług zarządzania magazynem na zlecenie. Na razie 3LP nie podpisało jeszcze tego typu umowy, choć negocjacje z potencjalnym partnerem już trwają. Wejście w ten segment rynku nie powinno wiązać się z dużymi inwestycjami (i w konsekwencji wzrostem amortyzacji), gdyż usługa będzie realizowana na majątku klienta.

### **POLITYKA DYWIDENDOWA**

TIM ma wdrożoną politykę dywidendową, zakładającą przeznaczenie do wypłaty akcjonariuszom minimum 22,2 mln zł (1 zł/akcję) przy założeniu, że zysk jednostkowy nie będzie niższy niż 15 mln zł. W sytuacji, kiedy zysk przekroczy poziom 15 mln zł (co znając wyniki I półrocza i wciąż wysokie tempo wzrostu sprzedaży w kolejnych miesiącach br. wydaje się nie zagrożone), minimalna dywidenda (tj. 1 zł/akcję) zostanie powiększona o 50% nadwyżki zysku ponad 22,2 mln zł. Dla naszych prognoz dla TIM-u oznaczałoby to wysokość wypłaty 2,2 zł/akcję za 2021 r. (na poziomie identycznym co z zysku roku poprzedniego).

Zarząd spółki zapowiedział, iż rozważy wypłatę zaliczki na poczet dywidendy z zysku za 2021 r., podobnie jak było to w roku ubiegłym. W modelu przyjęliśmy, że będzie to taka sama wartość jak przed rokiem, tj. 1,2 zł/akcję.

## ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Od 2019 r. spółka realizuje strategię odpowiedzialnego biznesu (tzw. „Strategia TIM pro”). W związku ze ścisłą współpracą TIM S.A. ze spółką 3LP S.A. i charakterem działalności tej spółki, w dokumencie tym uwzględniono również rekomendacje działań i cele dla 3LP S.A. dotyczące wpływu na środowisko naturalne.

Podstawą działań w zakresie ochrony środowiska są przepisy prawa oraz analiza wpływu na otoczenie. TIM nie ma wdrożonej jednolitej polityki środowiskowej na poziomie Grupy. Spółki odrębnie określają i realizują swoje cele z zakresu monitorowania wpływu na środowisko i minimalizowania negatywnego wpływu na stan środowiska naturalnego. Ze względu na charakter prowadzonej działalności, w szczególności na fakt, iż w TIM S.A. praca ma wyłącznie biurowy charakter, politykę w zakresie ochrony środowiska posiada tylko spółka 3LP S.A. Spółka logistyczna ma największy potencjał do podejmowania działań w zakresie zużycia energii i takie działania aktywnie realizuje.

W GK TIM wdrożone zostały założenia odnośnie do budżetowania działań społecznych i sponsoringowych, jak też zasady programu grantowego oraz działań wolontaryjnych pracowników. Celem zapewnienia dostępu do młodej kadry chcącej zdobywać doświadczenie Grupa realizuje programy stażowe oraz współpracuje aktywnie z uczelniami. Wspierając studentów w rozwoju i zdobywaniu kompetencji zawodowych, Grupa zyskuje możliwość pozyskania talentów wśród kandydatów na przyszłych pracowników oraz ambasadorów marki TIM wśród młodych osób. Stażyści mogą rozwijać się w obszarach: e-commerce, marketingu, analiz biznesowych, HR, zakupów, IT, sprzedaży, księgowości i finansów.

Fundamentem rozwoju TIM-u jest konsekwentna budowa spójnej kultury organizacyjnej w oparciu o określony zestaw zasad i wartości. Wdrożony został Kodeks Etyki Grupy Kapitałowej TIM, potwierdzający, że spółki wchodzące w skład GK TIM są firmami godnymi zaufania, a podstawą ich funkcjonowania jest poszanowanie prawa, obowiązujących procedur i najwyższych norm postępowania w relacjach ze współpracownikami, partnerami, klientami, beneficjentami i szeroko pojętym otoczeniem. Opisane w Kodeksie zasady dotyczą każdego pracownika i współpracownika Grupy, ale jego respektowania oczekuje się także od osób i podmiotów współpracujących ze spółkami Grupy. Dodatkowo w spółkach GK TIM funkcjonują ustalone procesy szkoleń i rozwoju.

## KOREKTA PROGNOZ

- Wysoka dynamika wzrostu w segmencie handlowym za I półrocze 2021 r. i optymistyczne prognozy dotyczące rynku e-commerce na najbliższe kilka lat (szacunki PMR na lata 2021-23) skłoniły nas do podniesienia prognozy przychodów TIM SA w horyzoncie średnioterminowym. Uważamy, że wzrost sprzedaży TIM SA w 2021 r. z nawiązką pokryje ubytek wynikający z wyłączenia Rotopino poza grupę. Z kolei dynamicznie rosnące ceny surowców i kłopoty z dostępnością wybranych grup towarowych na rynku sprzyjać będą podniesieniu rentowności spółki, gdyż TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu zapasów magazynowych przygotowując się na możliwe zawirowania rynkowe. W założeniach do prognoz przyjęliśmy wzrost marży na towarach do 21% w 2021 r. (+2,3 pp). W III kwartale dynamika sprzedaży TIM SA utrzymała wysokie wskazania z I półrocza (>30% r/r), dlatego nie widzimy ryzyka niewykonania naszych prognoz całorocznych, nawet pomimo wysokiej bazy IV kwartału. Również Zarząd spółki z dużym optymizmem patrzy na II półrocze, licząc na utrzymanie trendów (tak na poziomie sprzedaży jak i marż) z I połowy br. Konserwatywnie założyliśmy, że w przyszłym roku koniunktura na rynku surowców się pogorszy, więc marża w TIM-ie spadnie. W dłuższym horyzoncie czasu rentowność powinna mieścić się w przedziale 19-20%. Dane historyczne wskazują, że TIM był w stanie utrzymywać marże na towarach w okolicach 20% przez kilka lat, nawet przy pewnych fluktuacjach na rynku surowców.
- Podnieśliśmy także prognozy dla segmentu logistycznego, głównie z uwagi na wzrost potencjału sprzedażowego (wyższa powierzchnia wynajmu +30%) już od połowy 2020 r., oraz pełną automatykę (a więc wyższe stawki i dodatkowe usługi) dostępną od 2023 r. Trudno jest nam zdefiniować potencjał przychodowy, jaki niesie za sobą pozyskanie kolejnych powierzchni magazynowych w nowej lokalizacji oraz usługi zarządzania magazynami na zlecenie. Przyjęliśmy, że dołożą one po ok. 5-10 pp do tempa wzrostu sprzedaży 3LP.
- Prognozy wydatków inwestycyjnych nie uległy dużej zmianie, wciąż zakładamy, że roczne nakłady na odtworzenie wynosić będą 3-5 mln zł per spółka. Dodatkowo założyliśmy CAPEX w wysokości 60 mln zł na zakup automatyki do budowanego nowego magazynu w Siechnicach. Nie prognozujemy nowych inwestycji w magazyny (brak szczegółów).
- Nie uwzględniamy emisji 3LP, zarówno na poziomie wpływów do spółki, jak i rozwodnienia zysków w biznesie logistycznym (obecnie całość generowanych przez 3LP zysków jest uwzględniana w wynikach skonsolidowanych, w naszych prognozach to się nie zmienia). Nie wzięliśmy również pod uwagę ewentualnych zysków z urynkowienia wartości 3LP w bilansie TIM SA.
- Nakłady na kapitał obrotowy wzrosną ponadprzeciętnie w 2021 r. na skutek utrzymywania podwyższonych stanów magazynowych z uwagi na problemy z dostępnością niektórych towarów (ale z drugiej strony zakładamy ponadprzeciętną marżę na sprzedaży w TIM SA). Od 2022 r. spodziewamy się powrotu wskaźników rotacji do wcześniejszych poziomów i w konsekwencji krótszego cyklu konwersji gotówki.
- Wyższe prognozy zysków oznaczają też wyższą wypłatę dywidendy. Ponieważ jednak w spółce ma pozostać część zysku stanowiąca połowa nadwyżki ponad 22,2 mln zł, to TIM będzie dysponował wyższą kwotą na finansowanie dalszego rozwoju (np. zmiana architektury IT – projekt TIM 2.0. oraz kapitału obrotowego). W efekcie prognozowany dług netto spadł w porównaniu do założeń z maja'21 (poprzedni raport NS). Model prognostyczny wskazuje, iż na koniec 2023 r. spółka będzie dysponowała nadwyżką gotówki (ujemny dług netto).

<b>TIM SA (mln zł)</b>	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>751,5</b>	<b>798,4</b>	<b>935,7</b>	<b>1216,4</b>	<b>1331,2</b>	<b>1442,7</b>
Zysk brutto na sprzedaży	131,0	149,1	178,0	259,5	270,8	284,5
<i>marża na towarach</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>19,4%</i>
Koszty operacyjne	116,3	119,7	138,5	166,8	184,0	201,7
<i>% przychodów</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,0%</i>
Zysk na sprzedaży	14,8	29,4	39,5	92,8	86,8	82,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-1,9	0,2	5,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	12,9	29,6	45,4	92,8	86,8	82,8
<b>EBITDA</b>	<b>17,2</b>	<b>35,8</b>	<b>51,5</b>	<b>98,8</b>	<b>92,8</b>	<b>88,8</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7	-2,2	0,1
Zysk netto raportowany	10,2	22,7	36,0	74,6	68,5	67,2
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>12,6</b>	<b>22,7</b>	<b>30,8</b>	<b>74,6</b>	<b>68,5</b>	<b>67,2</b>
Amortyzacja	4,3	6,3	6,1	6,0	6,0	6,0
CAPEX	-1,6	-5,1	-8,0	-3,0	-5,0	-5,0
CF operacyjny	19,7	37,3	13,3	33,2	97,3	63,0
Dywidenda	22,2	17,8	26,6	48,8	32,8	45,3
<b>Dług netto</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,3</b>	<b>1,0</b>	<b>19,6</b>	<b>-33,2</b>	<b>-44,7</b>
<b>Rotopino (mln zł)</b>	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>60,8</b>	<b>64,1</b>	<b>86,7</b>	<b>wylączone z konsolidacji</b>		
<b>Zysk netto</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>wylączone z konsolidacji</b>		
<b>3LP (mln zł)</b>	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody razem	74,2	86,6	114,7	150,0	187,5	225,0
<b>Przychody zewnętrzne</b>	<b>14,4</b>	<b>26,1</b>	<b>40,7</b>	<b>71,5</b>	<b>107,5</b>	<b>143,7</b>
EBIT	1,1	2,4	6,1	22,0	25,8	29,8
<b>EBITDA</b>	<b>7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,7</b>	<b>40,0</b>	<b>51,8</b>	<b>63,8</b>

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>830,3</b>	<b>890,0</b>	<b>1 064,9</b>	<b>1 287,9</b>	<b>1 438,7</b>	<b>1 586,3</b>
Zysk brutto na sprzedaży	161,1	188,5	239,7	331,0	378,3	428,2
Koszty sprzedaży i zarządu	143,5	155,8	187,5	216,2	265,7	315,6
Zysk na sprzedaży	17,7	32,7	52,2	114,8	112,5	112,6
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	2,2	-0,2	6,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>19,9</b>	<b>32,5</b>	<b>58,3</b>	<b>114,8</b>	<b>112,5</b>	<b>112,6</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-1,1	-7,3	-13,8	-6,3	-9,4	-6,0
Zysk przed opodatkowaniem	18,7	25,2	44,6	111,4	103,1	106,6
Podatek dochodowy	3,6	5,7	7,4	21,2	19,6	20,3
Zysk netto raportowany	15,1	19,6	37,1	90,3	83,5	86,4
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>11,9</b>	<b>19,6</b>	<b>31,7</b>	<b>87,8</b>	<b>83,5</b>	<b>86,4</b>
Amortyzacja	11,2	20,5	22,1	24,0	32,0	40,0
<b>EBITDA</b>	<b>31,1</b>	<b>53,0</b>	<b>80,5</b>	<b>141,8</b>	<b>144,5</b>	<b>152,6</b>

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Skonsolidowany bilans	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>467,1</b>	<b>609,4</b>	<b>652,1</b>	<b>687,1</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>116,2</b>	<b>185,1</b>	<b>171,2</b>	<b>153,2</b>	<b>189,2</b>	<b>157,2</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	100,7	170,6	160,9	142,9	178,9	146,9
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,9	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	9,7	8,8	10,3	10,3	10,3	10,3
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>253,8</b>	<b>283,4</b>	<b>295,8</b>	<b>456,2</b>	<b>462,9</b>	<b>529,9</b>
Zapasy	102,0	96,8	103,3	166,6	145,9	158,1
Należności handlowe	142,1	168,0	180,1	274,9	300,9	326,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	2,2	17,4	11,1	13,3	14,8	44,4
Inne aktywa obrotowe	7,5	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Pasywa</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>467,1</b>	<b>609,4</b>	<b>652,1</b>	<b>687,1</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>155,4</b>	<b>152,7</b>	<b>163,1</b>	<b>191,8</b>	<b>258,0</b>	<b>299,0</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>36,1</b>	<b>102,7</b>	<b>87,9</b>	<b>75,1</b>	<b>67,0</b>	<b>58,8</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	25,3	91,6	77,8	65,0	56,9	48,8
Inne	10,8	11,2	10,1	10,1	10,1	10,1
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>178,5</b>	<b>213,1</b>	<b>216,0</b>	<b>342,5</b>	<b>327,2</b>	<b>329,3</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	8,1	17,7	14,3	71,7	30,8	8,1
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	157,2	181,8	182,2	250,0	273,5	296,4
Inne	13,2	13,6	19,5	20,8	22,8	24,7

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Zysk netto	15,1	19,6	37,1	90,3	83,5	86,4
Amortyzacja	11,2	20,5	22,1	24,0	32,0	40,0
Zmiana kapitału obrotowego	-1,2	4,3	-12,3	-89,1	20,4	-12,6
<b>CF operacyjny</b>	<b>27,2</b>	<b>54,1</b>	<b>38,8</b>	<b>25,1</b>	<b>135,9</b>	<b>113,7</b>
CAPEX	-29,3	-18,0	-22,9	-6,0	-68,0	-8,0
Inwestycje kapitałowe	6,8	0,0	-35,0	0,0	0,0	0,0
Dezinvestycje i inne	15,4	18,9	80,8	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-28,0
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-7,1</b>	<b>0,9</b>	<b>22,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-68,0</b>	<b>-36,0</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	-77,6	0,0	44,7	-49,0	-30,8
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-22,2	-17,8	-26,6	-48,8	-32,8	-45,3
<b>CF finansowy</b>	<b>-31,4</b>	<b>-117,4</b>	<b>-68,0</b>	<b>-4,2</b>	<b>-81,9</b>	<b>-76,2</b>
<b>CF</b>	<b>-11,3</b>	<b>-62,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>14,9</b>	<b>-14,0</b>	<b>1,5</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	13,5	2,2	17,4	11,1	26,1	12,1
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	2,2	17,4	11,1	26,1	12,1	13,6

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Wybrane wskaźniki	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
marża EBITDA	3,7%	6,0%	7,6%	11,0%	10,0%	9,6%
marża EBIT	2,4%	3,7%	5,5%	8,9%	7,8%	7,1%
marża netto	1,8%	2,2%	3,5%	7,0%	5,8%	5,4%
Dług netto	31,2	91,8	81,0	123,5	72,9	12,5
Dług netto/EBITDA	1,0	1,7	1,0	0,9	0,5	0,1
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	1,00	0,80	2,20	2,18	2,04	2,01
P/BV	6,1	6,2	5,8	4,9	3,7	3,2

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

Roczne stopy wzrostu	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	15%	7%	20%	21%	12%	10%
EBITDA	328%	71%	52%	76%	2%	6%
EBIT	nd	64%	79%	102%	-4%	0%
Zysk netto	nd	30%	90%	143%	-8%	3%
Zysk netto powtarzalny	nd	64%	62%	177%	-5%	3%

Źródło: TIM (2018-2020), Noble Securities (2021-2023)

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

**BV** – wartość księgową  
**EV** – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**CF (CFO)** – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej  
**NOPAT** – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku  
**EBITDA** – zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
**EBITDAA** – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli  
**EPS** – zysk netto przypadający na 1 akcję  
**DPS** – dywidenda przypadająca na 1 akcję  
**IFI** – dynamika sprzedaży porównywalnej w ujęciu r/r  
**P** – prognozy analityka lub analityków Noble Securities S.A. sporządzających rekomendację  
**P/E** – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję  
**P/EBIT** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję  
**P/EBITDA** – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję  
**P/BV** – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję  
**EV/EBIT** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego  
**EV/EBITDA** – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
**ROE** – stopa zwrotu z kapitału własnego  
**ROA** – stopa zwrotu z aktywów  
**WACC** – średni ważony koszt kapitału  
**FCFF** – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli  
**Beta** – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu  
**SG&A** – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**
**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

Niniejszy raport analityczny, zwany dalej „Raportem” został przygotowany przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

Podstawą do opracowania Raportu były publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Raportu, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Raport wyraża wyłączne wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jego sporządzenia.

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy ocenne, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

NS ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odwzorowuje bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

**INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

**Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.**

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należy do NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należy do NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

**ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIA**

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy zamykane na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub

Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty.

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na [www.noblesecurities.pl](http://www.noblesecurities.pl) w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

**Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.**

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

#### Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1792-tim-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 14.10.2021, godz. 8.35 . Data i godzina pierwszego rozpowszechniania Raportu: 14.10.2021, godz. 8.45.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

#### Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca TIM SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	16.06.2019	31.01.2020	26.06.2020	02.12.2020	05.05.2021
Kurs z dnia rekomendacji	9,8	11,4	10,9	16,2	28,35
Cena docelowa	14,1	17,3	17,1	27,3	39,55
WIG w dniu rekomendacji	52 344,83	56 923,36	49 725,89	53 983,67	59 960,14

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
MCI Capital	nd	41,2	22,5	24,80	66%	07.10.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Wielton	Trzymaj	13,4	12,4	13,08	2%	28.09.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Akumuluj	71,7	51,4	56,60	27%	23.09.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,7	5,0	4,75	62%	09.09.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	25,2	13,7	13,95	81%	02.09.2021	24M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,8	13,1	13,60	31%	31.08.2021	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Trzymaj	455,3	460,2	419,60	9%	27.08.2021	9M	Maciej Kietliński
Sonel	nd	15,2	11,8	11,10	37%	16.08.2021	24M	Michał Sztabler
Celon Pharma	Kupuj	59,4	39,3	37,40	59%	12.08.2021	9M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Akumuluj	29,3	24,9	46,40	-37%	05.08.2021	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	32,9	20,0	20,40	61%	13.07.2021	24M	Dariusz Dadej
Creepy Jar	Kupuj	977,0	836,0	700,00	40%	09.07.2021	9M	Maciej Kietliński
Selvita	Trzymaj	87,0	84,0	74,90	16%	30.06.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	253,7	269,0	370,30	-31%	22.06.2021	9M	Dariusz Dadej
Aplisens	nd	17,5	12,8	13,60	29%	08.06.2021	9M	Michał Sztabler
Boombit	Kupuj	32,1	26,4	20,00	60%	26.05.2021	9M	Maciej Kietliński
MCI Capital	nd	30,9	19,2			14.05.2021	24M	Krzysztof Radojewski
Krynicky Recykling	nd	25,1	19,8			10.05.2021	24M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	16,6	14,4	11,63	43%	06.05.2021	9M	Dariusz Dadej
OncoArendi	Trzymaj	50,0	49,1	38,70	29%	06.05.2021	9M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	39,6	28,4	42,60	-7%	05.05.2021	24M	Michał Sztabler
Artifex Mundi	Kupuj	23,1	17,0	12,30	87%	04.05.2021	9M	Maciej Kietliński
Bioton	nd	8,0	5,6	4,75	69%	20.04.2021	24M	Krzysztof Radojewski
LW Bogdanka	Trzymaj	23,2	23,9			19.04.2021	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Redukuj	172,2	183,0	208,85	-18%	08.04.2021	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	55,0	52,0	53,20	3%	31.03.2021	9M	Dariusz Dadej
Amica	Kupuj	219,3	144,2	138,60	58%	29.03.2021	9M	Michał Sztabler
Ryvu Therapeutics	Kupuj	66,2	53,0	56,60	17%	26.03.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Artifex Mundi	Trzymaj	12,8	12,5			01.03.2021	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	59,6	45,8			17.02.2021	9M	Krzysztof Radojewski
Ten Square Games	Kupuj	687,9	529,0	399,80	72%	11.02.2021	9M	Maciej Kietliński
Wielton	Kupuj	10,6	8,1	13,08	-19%	05.02.2021	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Redukuj	422,5	476,0			11.01.2021	9M	Maciej Kietliński
CD Projekt	Kupuj	388,5	296,0			16.12.2020	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Redukuj	16,4	18,8			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling	nd	15,2	8,1			11.12.2020	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	30,4	15,0			11.12.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	18,0	11,2			11.12.2020	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	Kupuj	2,9	2,1	3,75	-23%	03.12.2020	9M	Michał Sztabler
TIM	Kupuj	27,3	16,2			04.12.2020	24M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	18,0	13,8			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Dino Polska	Sprzedaj	211,1	253,6			02.12.2020	9M	Dariusz Dadej
Apator	Kupuj	28,9	22,3			27.11.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	Kupuj	7,3	4,4			06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5			05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0			03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	zawieszona		9,9			22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4			14.10.2020	9M	Michał Sztabler

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

(2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW  
[sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl](mailto:sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)  
tel: +48 22 660 24 83  
mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW  
[krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl)  
tel: +48 12 422 31 00  
Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPW  
[maciej.kietlinski@noblesecurities.pl](mailto:maciej.kietlinski@noblesecurities.pl)  
Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
Biotechnologia

