

## TIM – zmiany przynoszą efekty

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). W dobie pandemii koronawirusa kanał on-line jest preferowanym przez klientów rozwiązaniem, co przekłada się na ponadprzeciętne dynamiki wzrostu sprzedaży TIM-u i pomaga zwiększać udziały w rynku. Po 3 kwartałach spółka wykonała już naszą prognozę zysków, a perspektywy na kolejne okresy przedstawiają się bardzo dobrze. Dlatego też podnieśliśmy znacząco nasze oczekiwania finansowe i w efekcie również wycenę spółki. Osobno wyceniliśmy segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość bieżąca spółki (27,3 zł/akcję) daje prawie 70-proc. potencjał wzrostu kursu.

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

Dane sprzedażowe za 10 miesięcy 2020 r. wskazują na dynamiczny wzrost przychodów, pomimo pogorszenia otoczenia makroekonomicznego (koronawirus). Spółce z pewnością sprzyja nowoczesny model handlu i postawienie na kanał on-line, co w obecnej sytuacji jest rozwiązaniem pożądanym przez klientów.

### Rok 2020 to nie one-off

Jesteśmy przekonani, iż bardzo dobre wyniki osiągnięte przez Grupę TIM (tak w części handlowej, jak i logistycznej) nie są zdarzeniem jednorazowym będącym efektem pandemii. Zmiana przyzwyczajzeń klientów (szczególnie w tak konserwatywnym sektorze jak budownictwo) ma charakter trwały i będzie wspierać wyniki TIM-u również w kolejnych latach, gdyż wdrożony model biznesowy jest pionierski w tej branży i w tej skali, co w oczywisty sposób podnosi konkurencyjność spółki na rynku. Jeszcze szybciej rozwijać się będzie segment logistyczny, dedykowany do obsługi podmiotów e-commerce.

### Zyskowna dezinwestycja

W ramach porządkowania grupy TIM dokonał sprzedaży firmy Rotopino. Zysk z transakcji to prawie 7 mln zł, do spółki trafi ok. 35 mln zł. Oczekujemy, że przy braku znaczących inwestycji w najbliższym czasie, kwota ta zasili fundusz dywidendowy.

### Program motywacyjny jako kierunek zmian a nie cele finansowe

Przy zakładanym przez nas dynamicznym wzroście wyników w kolejnych latach, założenia programu motywacyjnego mogą wydawać się mało ambitne. Dlatego też traktujemy je jako kierunek zmian i „parametry wejścia” do programu dla wybranych kluczowych pracowników, a nie wyznaczone cele finansowe.

**Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 26,4 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 20,9 zł oraz logistycznego: 7,2 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło mi wyznaczyć wartość bieżącą na 27,3 zł.**

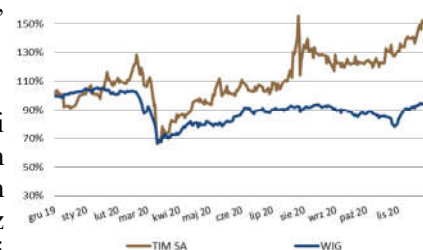
mln zł	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	890,0	1 019,8	1 007,2	1 021,6
EBITDA	7,3	31,1	53,0	74,0	70,8	73,2
zysk netto przyp. na akcji. jedn. dom.	-3,7	11,9	19,6	28,8	36,1	37,9
EPS	-0,17	0,54	0,88	1,30	1,63	1,71
DPS	0,00	1,00	0,80	1,50	1,26	1,28
P/E (x)	nd	30,2	18,4	12,5	10,0	9,5
EV/EBITDA (x)	50,2	12,6	8,5	5,6	5,3	5,0

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 2.12.2020 o godz. 9:00. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 2.12.2020 o godz. 9:10.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLEWSKI

Kurs akcji	16,2 zł
Wycena	27,3 zł
Potencjał wzrostu	68%
Kapitalizacja	360 mln zł
Free float	63%
Śr. wolumen 6M	43 130



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	23,28%
K. Wieczorkowski	13,51%
Rockbridge TFI	9,15%
NN OFE	7,03%
Pozostali	47,03%

Źródło: TIM, Noble Securities

**Michał Sztabler**  
Analityk 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 wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 27,3 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 zarówno z podniesienia prognoz finansowych (po bardzo dobrych wynikach 2020 r., które w naszym założeniu nie są zdarzeniem jednorazowym) jak i z wyższych wskaźników giełdowych spółek porównywalnych. Zmiany prognoz zostały opisane w dalszej części raportu. Średnia dla wskaźników rynkowych dla wyliczenia wartości biznesu handlowego wzrosła od czerwca o ok. 10%, natomiast dla biznesu logistycznego o ok. 35%.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	26,4	16,0	65%
Wycena porównawcza	50%	28,1	18,1	55%
- obszar handel		20,9	15,4	36%
- obszar logistyka		7,2	2,7	168%
<b>Wycena</b>		<b>27,3</b>	<b>17,1</b>	<b>59%</b>
Kurs akcji		16,2		
Potencjał wzrostu		68%		

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Dług netto na dzień 31/12/2020 w wysokości 55 mln zł (uwzględnia wpływy z tytułu sprzedaży Rotopino oraz wypłatę zaliczki na dywidendę w grudniu 2020 r.),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,3% (poprzednio 2%), premia za ryzyko w wysokości 6,5% (poprzednio 7,14%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	1 007	1 022	1 036	1 046	1 056	1 066	1 076	1 086	1 096	1 106
NOPAT	40	41	42	42	42	43	43	43	44	44
Amortyzacja	21	22	24	25	23	26	28	28	22	24
Zmiany KON	1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
CAPEX	-10	-21	-22	-24	-25	-23	-26	-28	-28	-22
<b>FCFF</b>	<b>52</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>37</b>	<b>45</b>
WACC	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>
Współczynnik dyskonta	0,93	0,87	0,82	0,77	0,72	0,67	0,63	0,59	0,56	0,52
DFCF	48,3	35,7	34,7	32,5	28,8	29,6	28,0	25,4	20,4	23,5
SUMA DFCF do 2030	307									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2030	643									
Zdyskontowana wartość rezydualna	335									
Wartość Firmy (EV)	642									
Dług netto 31.12.2020	55									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	587									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	26,4									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	26,2	28,4	31,5	35,9	42,7
WACC - 0,5%	24,3	26,2	28,8	32,3	37,4
WACC	22,7	24,3	26,4	29,3	33,3
WACC + 0,5%	21,3	22,7	24,4	26,7	30,0
WACC + 1,0%	20,0	21,2	22,7	24,6	27,2

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	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Koszt długu po tarczy	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%	2,24%
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>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,7%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
W.W.Grainger	81 878	25,5	22,5	20,1	15,7	14,6	13,3
Electrocomponents	18 361	22,8	28,2	21,9	14,8	16,9	13,7
Rexel	15 734	23,3	11,7	9,6	8,5	7,4	7,0
Eurocash	1 950	25,6	18,4	16,1	5,6	5,3	5,6
Intercars	3 386	12,7	12,9	11,9	9,3	9,3	8,7
Solar	1 517	8,3	9,4	8,7	5,3	5,1	4,9
Neuca	2 629	17,9	17,0	15,8	11,5	10,9	10,1
Oponco	464	16,7	17,5	15,9	10,5	9,4	8,7
AB	521	7,6	6,7	6,5	6,0	5,2	4,9
<b>Mediana</b>		<b>17,9</b>	<b>17,0</b>	<b>15,8</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		20,7	23,9	22,4	19,8	19,8	19,5
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)				<b>20,9</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 2.12.2020 r. godz. 7:30

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
DSV	360				18,5	16,1	15,1
XPO Logistics	181				11,2	8,7	8,0
Kerry Logistics	37 276				8,5	8,2	7,8
ID Logistics Group	14 639				7,1	6,4	5,9
Wincanton	5 006				5,5	4,3	3,8
Self Storage	177				16,9	14,0	11,2
<b>Mediana</b>					<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>7,9</b>
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					6,6	7,3	7,7
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)				<b>7,2</b>			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 2.12.2020 r. godz. 7:30

## WYNIKI 1-3Q/2020: wzrost przychodów i poprawa rentowności, niższy dług netto

Pomimo pogorszenia koniunktury w branży (dane SHE, wg TIM SA), przychody w segmencie handlowym rosły w tempie znacznie wyższym niż nasze założenia całoroczne; od II kwartału poprawiła się również rentowność (w Q1/2020 spółka konserwatywnie podeszła do wyliczenia bonusów, co negatywnie wpłynęło na marżę). W segmencie logistycznym nastąpiła poprawa wyników, jednak tu na końcowych zyskach zaważyła wycena zobowiązań walutowych. W ślad za zyskami rósł też CF operacyjny, gdyż kapitał obrotowy pozostawał pod kontrolą (pomimo niekorzystnych zmian prawnych wprowadzonych od początku 2020 r.). Dług netto spadł do 83 mln zł (-8 mln vs 31/12/2019), a na koniec br. oczekujemy jeszcze głębszego spadku zadłużenia netto (zakładamy wpływy ok. 35 mln zł z tytułu sprzedaży Rotopino).

Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	r/r	LTM	2019	2020P	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>229,6</b>	<b>242,7</b>	<b>240,1</b>	<b>253,7</b>	<b>267,7</b>	<b>16,6%</b>	<b>1 004,1</b>	<b>890,0</b>	<b>1 019,8</b>	<b>14,6%</b>	<b>75%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	48,1	52,0	49,6	58,3	61,0	26,8%	220,9	188,5	230,4	22,3%	73%
rentowność	21%	21%	21%	23%	23%			21%	23%		
Koszty działalności	38,3	43,8	42,3	46,2	46,0	20,0%	178,2	155,8	182,8	17,4%	74%
% sprzedaży	17%	18%	18%	18%	17%			18%	18%		
Saldo pozostałej działalności oper.	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,0			-0,2	-0,3		
<b>EBIT</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>7,3</b>	<b>11,9</b>	<b>15,0</b>	<b>52%</b>	<b>42,1</b>	<b>32,5</b>	<b>54,1</b>	<b>66,2%</b>	<b>63%</b>
rentowność	4%	3%	3%	5%	6%			4%	5%		
<b>EBITDA</b>	<b>15,0</b>	<b>13,2</b>	<b>12,5</b>	<b>17,5</b>	<b>20,5</b>	<b>37%</b>	<b>63,7</b>	<b>53,0</b>	<b>74,0</b>	<b>39,5%</b>	<b>68%</b>
rentowność	7%	5%	5%	7%	8%			6%	7%		
amortyzacja	5,2	5,3	5,2	5,6	5,5	7,1%	21,6	20,5	19,9	-2,9%	82%
Saldo działalności finansowej	-3,9	-0,1	-6,6	-0,5	-2,8			-7,3	-11,6		
<b>Zysk netto</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>0,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>82,0%</b>	<b>25,2</b>	<b>19,6</b>	<b>34,4</b>	<b>75,8%</b>	<b>58%</b>
rentowność	2%	2%	0%	3%	4%			2%	3%		
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>5,7</b>	<b>5,4</b>	<b>0,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,4</b>	<b>82,0%</b>	<b>25,2</b>	<b>19,6</b>	<b>29,0</b>	<b>48,1%</b>	<b>69%</b>
rentowność	2%	2%	0%	3%	4%			2%	3%		
<b>Dług netto</b>	<b>94,6</b>	<b>91,8</b>	<b>95,3</b>	<b>99,9</b>	<b>83,4</b>	<b>-12%</b>	<b>83,4</b>	<b>91,8</b>	<b>54,8</b>	<b>-40,3%</b>	<b>152%</b>
CF Oper.	34,6	15,3	7,1	1,7	23,3	-33%	47,5	54,1	39,8	-26,4%	81%
CAPEX	2,3	1,5	2,1	2,4	2,2	-1%	8,2	18,0	10,0	-44,4%	67%
P/E	18,7	18,4	22,1	17,5	14,3			18,4	12,4		
EV/EBITDA	9,3	8,5	8,5	7,9	7,0			8,5	5,6		
Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	r/r	kw/kw	2019	2020P	r/r	% progn. NS
Przychody	207,2	215,1	213,2	218,0	240,8	15,9%	0,0	798,4	908,5	13,8%	74%
EBITDA	9,0	8,4	7,7	10,6	13,0	10,9%	0,4	35,8	44,2	23,5%	71%
Zysk netto	6,5	4,5	4,5	7,3	11,5	20,0%	0,6	22,7	31,1	37,0%	75%

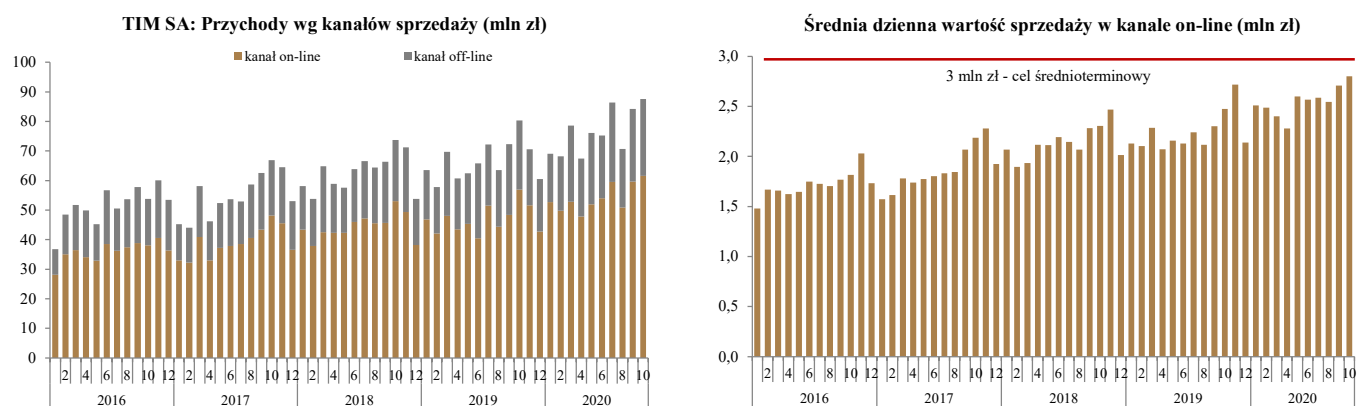
Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

## PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: SEGMENT HANDLOWY

### Przychody dynamicznie rosną

Dane sprzedażowe za 10 miesięcy wskazują na dynamiczny wzrost przychodów, pomimo pogorszenia otoczenia makroekonomicznego (koronawirus). 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 cel zarządu wyznaczony na 2,5 mln zł. Obecnie zarząd dąży do osiągnięcia 3 mln zł sprzedaży przypadającej na dzień roboczy.

## Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line



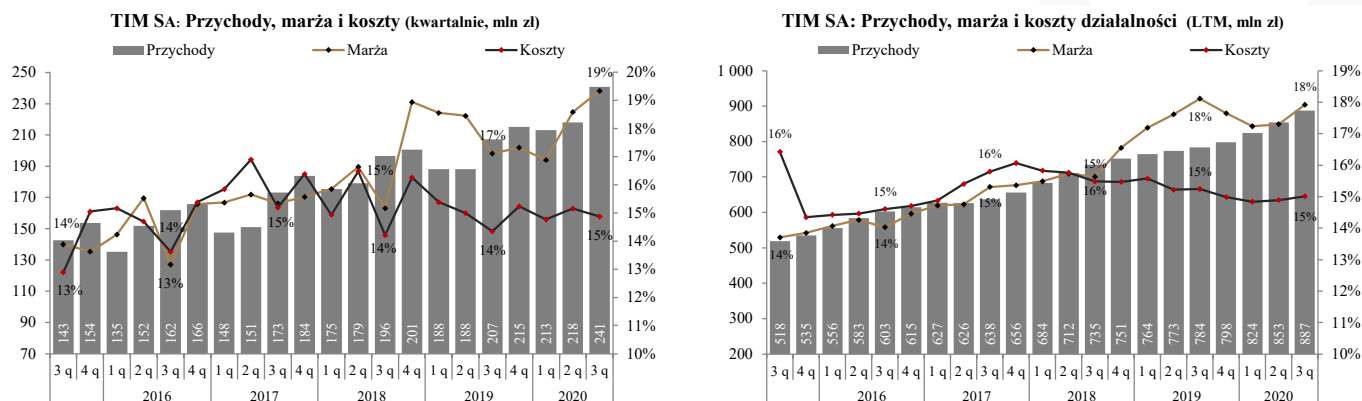
Źródło: TIM, Noble Securities

Narastająco po 10 miesiącach br. TIM SA wypracował 763 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 14% r/r. W naszych prognozach na 2020 r. zakładaliśmy wcześniej dynamikę rzędu 5%, zgodną z długoterminową strategią spółki. Zmiany jakie nastąpiły na rynku w związku z koronawirusem sprzyjały spółkom obecnym w kanale e-commerce i pozwoliły im rosnąć szybciej niż cała branża. Potwierdzeniem tego stanu są dane rynkowe publikowane przez Stowarzyszenie Hurtowni Elektrycznych (SHE), wg których rynek od wiosny wszedł w trend spadkowy, prezentując zupełnie inne zachowanie niż TIM. Skutkiem tego jest korekta w górę naszych prognoza na 2020 r. oraz lata następne.

### Marże w górę od II kwartału, zgodnie z naszymi oczekiwaniami

W Q1/2020 marża na sprzedaży towarów w TIM SA spadła poniżej 17% (-1,7 pp r/r, -0,3 pp kw/kw). Choć bardzo dobry wynik osiągnięty przed rokiem był rezultatem kilku sprzyjających okoliczności, to jednak spadek poniżej wartości notowanych w H2/2019 (tj. ok. 17-17,5%) był dla nas zaskakujący. Zarząd tłumaczył wtedy obniżkę marż strukturą sprzedaży (więcej niskomargowych kabli i przewodów) oraz konserwatywnym podejściem do wyliczenia bonusów całorocznych (przyznawanych za osiągnięcie określonych celów wolumenowych u dostawców TIM-u) z uwagi na pogorszenie warunków rynkowych w obliczu pandemii. Zapowiadał też powrót do tradycyjnego modelu liczenia bonusów, o ile pogorszenie perspektyw będzie krótkoterminowe. Ponieważ nie nastąpiło załamanie sprzedaży TIM SA, co więcej sprzedaż rosła w tempie jeszcze szybszym (16% w Q2 i Q3, vs 13% w Q1/2020), bonusy są naliczane jak wcześniej, a wysokość marży wróciła do trendu wzrostowego (18,6% w Q2, 19,3 w Q3 vs 16,9% w Q1/2020).

### Marża ponownie w trendzie wzrostowym



Źródło: TIM, Noble Securities

Koszty operacyjne pozostają pod kontrolą, rosnąc jedynie w obszarach ściśle powiązanych z wielkością sprzedaży (materiały i energia, usługi obce, częściowo koszty pracownicze). W relacji do przychodów ich udział maleje.

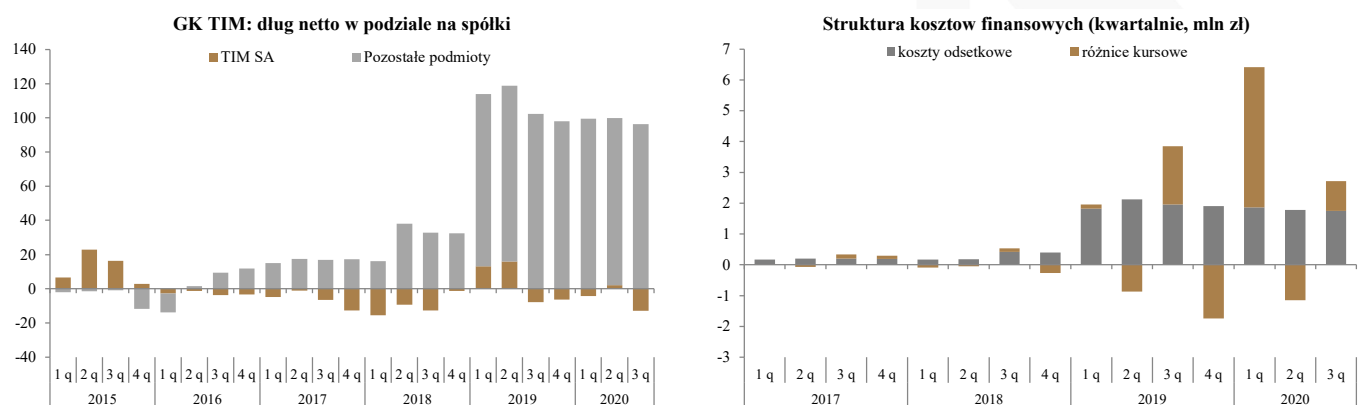
### Koszty finansowe wyższe z uwagi na różnice kursowe

Po wdrożeniu standardu MSSF16 na bilansie skonsolidowanym pojawiły się zobowiązania wynikające z długoterminowych umów najmu: powierzchni biurowych centrali TIM SA we Wrocławiu oraz hal magazynowych dzierżawionych przez 3LP w Siechnicach i Wojkowicach. Łączna wartość tych pozycji na koniec 2019 r. wynosiła ok. 16 mln EUR.

Wzrost kursu EUR/PLN skutkowało zwiększeniem ww. zobowiązań w przeliczeniu na PLN. W efekcie pojawiły się ujemne różnice kursowe, które w okresie 1-3Q/2020 podwyższyły koszty finansowe o 0,3 mln zł w TIM SA i ok. 4,4 mln zł w sprawozdaniu skonsolidowanym.

Koszty odsetkowe pozostają na poziomie ok. 1,8 mln zł kwartalnie.

### Większy wpływ różnic kursowych na saldo działalności finansowej po wdrożeniu MSSF16



Źródło: TIM, Noble Securities

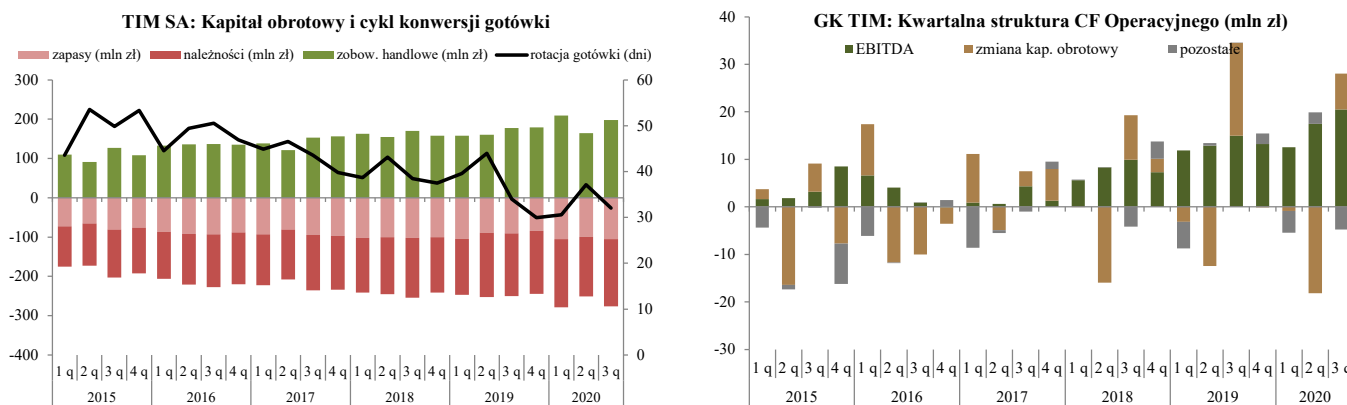
### TIM spółką dywidendową, zapowiedź wdrożenia polityki dywidendowej

Na wiosnę TIM zrezygnował z wypłaty drugiej transzy dywidendy (w grudniu'19 została wypłacona zaliczka w wysokości 1 zł/akcję) w obliczu rosnącej niepewności co do rozwoju sytuacji w nowych okolicznościach rynkowych (koronawirus). Ponieważ kondycja spółki nie została zachwiana, a co więcej TIM jako jeden z beneficjentów pandemii generuje bardzo dobre wyniki finansowe i posiada nadwyżki gotówki, podjęto decyzję o wypłacie zaliczki na dywidendę za 2020 r. w kwocie 1,2 zł. O ile nie zajdą nowe niepożądane okoliczności, oczekujemy II transzy dywidendy na wiosnę (przyjeliśmy 0,3 zł/akcję) i łącznej wypłaty z zysku 2020 r. na poziomie 1,5 zł.

Dodatkowo zarząd spółki zapowiedział, że wypłata z zysku ma być trwałym narzędziem transferu gotówki do akcjonariuszy i wkrótce powinniśmy poznać długoterminową politykę dywidendową TIM-u. Zostanie ona zaprezentowana wraz z publikacją raportu za 2020 r., czyli wiosną 2021 r..

### Kapitał obrotowy pod kontrolą

Płynność zawsze była priorytetowo traktowana przez zarząd TIM-u. Podejście to nie zmieniło się i spółka może pochwalić się gotówką netto, nawet po wdrożeniu MSSF16, który w TIM SA „dodał” ok. 10 mln zł do zadłużenia. W raporcie skonsolidowanym pojawia się już wyraźny dług netto, jednak wynika on przede wszystkim z MSSF16.

**Silny CF operacyjny przy ścisłej kontroli kapitału obrotowego**

Źródło: TIM, Noble Securities

Pomimo wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży, spółka nie zwiększa kapitału obrotowego netto (KON). W 2019 r. KON spadł o 4 mln zł przy wzroście sprzedaży o ok. 7%. W okresie 3 kwartałów br. TIM zaangażował w KON ok. 11 mln zł, jednak należy pamiętać, iż od tego roku weszły w życie nowe przepisy niekorzystne dla spółki (konieczność szybszego regulowania zobowiązań wobec mniejszych podmiotów), a dodatkowo zawsze na koniec roku spółka znacząco schodzi z zapasów uwalniając znaczną część gotówki (na koniec III kwartału poziom zapasów jest z reguły najwyższy, gdyż na miesiące jesienne przypada sezonowy wzrost sprzedaży). Zaobserwowany od początku roku przyrost KON w kwocie ok. 11 mln zł powinien zostać w części uwolniony do końca grudnia. W naszych prognozach założyliśmy ok. 7 mln zł wyższe nakłady na KON w 2020 r. w ujęciu jednostkowym.

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

Oczekujemy, że cały 2020 r. będzie udany dla spółki logistycznej. Wysoka dynamika sprzedaży to efekt:

- niskiej bazy I półrocza 2019, kiedy skala współpracy z dwoma największymi klientami zewnętrznymi (Ikea, Oponeo) była istotnie mniejsza,
- bardzo dobrze rozwijającej się sprzedaży w TIM SA oraz w Rotopino,
- rosnącego udziału e-commerce, a 3LP obsługuje przede wszystkim ten segment handlu.

3LP realizuje wzrosty sprzedaży wykorzystując posiadane aktywa (magazyny) i elastycznie reagując na rosnący popyt zmianą organizacji pracy (wprowadzając np. 3. zmianę do obsługi zleceń). W opinii zarządu na razie nie ma konieczności powiększania powierzchni magazynowej (czyli budowy nowych obiektów).

Narastająco udział klientów zewnętrznych wzrósł do ok. 44% (vs 40% w 2019 r) i powinien się utrzymać na tym poziomie także w ostatnim kwartale br. Wzrost byłby wyższy (wg naszych wcześniejszych prognoz w 2020 r. miał już sięgnąć 50%), gdyby nie ponadprzeciętne przyrosty sprzedaży wewnętrznej (efekt wysokiej dynamiki wzrostu przychodów w obu spółkach handlowych GK TIM).

**PROGRAM MOTYWACYJNY**

W październiku akcjonariusze zdecydowali o przyjęciu programu motywacyjnego na lata 2021-23. Spółka zakłada wyemitowanie 1,1 mln nowych akcji serii G (ok. 5% obecnego kapitału). Cena emisyjna, po której obejmowane mają być akcje, została określona na 10,24 zł.

Warunkiem umożliwiającym objęcie akcji ma być osiągnięcie przez TIM skonsolidowanego zysku EBITDA w wysokości:

- 63 mln zł w 2021 r., (budżet na 2020 r. zakłada 60 mln zł)
- 66 mln zł w 2022 r.

- 70 mln zł w 2023 r.

Koszty programu będą równomiernie rozłożone na 3 lata jego trwania.

Akcje mogą być objęte dopiero po 24 miesiącach od zakończenia danego roku obrotowego, pod warunkiem świadczenia pracy przez beneficjentów programu do końca jego trwania (tj. do końca 2023 r.).

W proponowanych warunkach znalazł się także zapis pozwalający na szybsze niż 24 m-ce objęcie wypracowanej puli akcji. Może to nastąpić w sytuacji zmiany kontroli nad spółką.

Przy zakładanym przez nas dynamicznym wzroście wyników w kolejnych latach, założenia programu motywacyjnego mogą wydawać się mało ambitne. Dlatego też traktujemy je jako kierunek zmian i „parametry wejścia” do programu dla wybranych kluczowych pracowników, a nie wyznaczone cele finansowe.

mln zł	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA (TIM)	60,0	63,0	66,0	70,0
EBITDA (Noble Sec.)	67,3	70,8	73,2	75,7

## KOREKTA PROGNOZ

- Bardzo dobre wykonanie pierwszych 3 kwartałów i dane sprzedażowe za październik skłoniły nas do rewizji prognoz na 2020 r. Jednocześnie stoimy na stanowisku, iż wzrosty te nie są zdarzeniem jednorazowym będącym efektem pandemii. Zmiana przyzwyczajzeń klientów (szczególnie w tak konserwatywnym sektorze jak budownictwo) ma charakter trwały i będzie wspierać wyniki TIM-u również w kolejnych latach, gdyż wdrożony model biznesowy jest pionierski w tej branży i w tej skali, co w oczywisty sposób podnosi konkurencyjność spółki na rynku. Dlatego też utrzymaliśmy dynamikę wzrostu przychodów w 2021 r. na wcześniej zakładanym poziomie (+5%), nie widząc powodów do jej obniżenia po bardzo wysokich wzrostach w roku bieżącym.
- Jeszcze szybciej rozwijać się będzie segment logistyczny, dedykowany do obsługi podmiotów e-commerce. Wierzimy, że zarząd nie spocznie na laurach i w dalszym ciągu aktywnie będzie poszukiwał nowych klientów, wykorzystując do tego bardzo dobre wyniki osiągnięte obecnie i zdobyte doświadczenie w obsłudze dużych klientów (Ikea, Oponeo). Ponieważ biznes logistyczny charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną (znaczna część kosztów ma charakter stały – np. czynsze za najem powierzchni magazynowych), dalszy przyrost przychodów w jeszcze większej części będzie odkładał się na zyskach spółki, dynamicznie podnosząc poziom EBITDA. Wydzielenie spółki Rotopino z GK TIM przy jednoczesnym utrzymaniu współpracy z tym podmiotem zwiększy skokowo wartość obrotów zewnętrznych 3LP od 2021 r. i tym samym EBITDA wykazywaną w raporcie skonsolidowanym.
- Wyłączenie Rotopino z GK TIM (przyjeliśmy, iż nastąpi to od początku 2021) będzie skutkowało spadkiem wyników skonsolidowanych. Spółka ta realizowała przychody na poziomie ok. 70 mln zł rocznie. Częściowo zostanie to nadrobione wyższymi przychodami wykazywanymi w 3LP (patrz komentarz powyżej), jednak należy się liczyć z ubytkiem rzędu 60 mln zł. Wpływ na zyski skonsolidowane (EBIT/EBITDA, zysk netto) będzie symboliczny, gdyż spółka ta osiągała wynik netto na poziomie ok. 0,5 mln zł.
- Biznes logistyczny nie waży istotnie w skonsolidowanych przychodach GK TIM, stąd korekta prognoz dla 3LP nie ma dużego wpływu na łączne przychody grupy, jest za to widoczny we wzroście zysków Grupy.
- Koszty operacyjne wzrosną, ale wynika to z szybszego wzrostu sprzedaży. W relacji do przychodów koszty operacyjne będą niższe.
- Założyliśmy sfinalizowanie transakcji sprzedaży 100% udziałów w spółce Rotopino do końca 2020 r. Wpływ na EBIT/EBITDA +6,7 mln zł, na zysk netto +5,4 mln zł, na gotówkę +33,7 mln zł. Transakcja ma charakter jednorazowy i wynik na sprzedaży wyłączyliśmy przy liczeniu wskaźników giełdowych.
- Uwzględniliśmy wypłatę zaliczki na poczet dywidendy 1,2 zł/akcję (łącznie 26,6 mln zł) w 2020 r. oraz dodatkowo 0,3 zł/akcję w 2021 r. (6,6 mln zł). Wypłata z zysku za 2021 r. nastąpi w całości w roku 2022 i wyniesie 90% prognozowanego zysku netto (1,26 zł/akcję). Wcześniej oczekiwaliśmy wypłaty na poziomie ok. 0,8 zł/akcję, co korespondowało z niższymi prognozowanymi zyskami osiąganymi przez TIM.

mln zł	2018	2019	2020P nowa	2020P stara	zmiana	2021P nowa	2021P stara	zmiana	2022P nowa	2022P stara	zmiana
<b>TIM SA</b>											
<b>Przychody</b>	<b>751,5</b>	<b>798,4</b>	<b>908,5</b>	<b>838,3</b>	<b>8,4%</b>	<b>953,9</b>	<b>880,3</b>	<b>8,4%</b>	<b>963,4</b>	<b>902,3</b>	<b>6,8%</b>
Zysk na towarach	124,4	140,9	167,3	145,2	15,2%	172,1	147,0	17,1%	173,8	150,7	15,3%
<i>marża na towarach</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,5%</i>		<i>18,2%</i>	<i>16,9%</i>		<i>18,2%</i>	<i>16,9%</i>	
Koszty operacyjne	116,3	119,7	137,4	125,4	9,5%	142,4	129,8	9,7%	143,6	132,5	8,4%
EBIT	12,9	29,6	38,1	28,4	34,3%	38,2	26,2	46,0%	38,5	27,1	42,2%
<b>EBITDA</b>	<b>17,2</b>	<b>35,8</b>	<b>44,2</b>	<b>34,7</b>	<b>27,5%</b>	<b>44,3</b>	<b>32,5</b>	<b>36,4%</b>	<b>44,6</b>	<b>33,3</b>	<b>34,0%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,1%</i>		<i>4,6%</i>	<i>3,7%</i>		<i>4,6%</i>	<i>3,7%</i>	
Zysk netto	10,2	22,7	31,1	23,2	34,1%	31,1	22,6	37,5%	31,5	23,4	34,5%
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>12,6</b>	<b>22,7</b>	<b>25,7</b>	<b>23,2</b>	<b>10,7%</b>	<b>31,1</b>	<b>22,6</b>	<b>37,5%</b>	<b>31,5</b>	<b>23,4</b>	<b>34,5%</b>
<b>3LP</b>											
Przychody	74,2	86,6	115,0	100,0	15,0%	130,0	110,0	18,2%	140,0	120,0	16,7%
<b>Przychody poza grupę</b>	<b>14,4</b>	<b>26,1</b>	<b>40,8</b>	<b>39,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>53,3</b>	<b>44,2</b>	<b>20,6%</b>	<b>58,2</b>	<b>48,9</b>	<b>19,0%</b>
EBIT	1,1	1,9	9,5	3,3	187,5%	11,7	4,6	154,9%	12,9	7,8	65,4%
<b>EBITDA</b>	<b>7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>23,3</b>	<b>18,7</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,4</b>	<b>20,7</b>	<b>27,7%</b>	<b>28,6</b>	<b>22,7</b>	<b>25,8%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,2%</i>	<i>18,6%</i>	<i>20,2%</i>	<i>18,7%</i>		<i>20,3%</i>	<i>18,8%</i>		<i>20,4%</i>	<i>18,9%</i>	
<b>Grupa Kapitałowa TIM</b>											
<b>Przychody</b>	<b>830,3</b>	<b>890,0</b>	<b>1 019,8</b>	<b>948,6</b>	<b>7,5%</b>	<b>1 007,2</b>	<b>996,8</b>	<b>1,0%</b>	<b>1 021,6</b>	<b>1 025,3</b>	<b>-0,4%</b>
towary	805,3	854,4	970,8	900,3	7,8%	945,3	943,6	0,2%	954,7	967,1	-1,3%
usługi	25,0	35,7	49,0	48,3	1,4%	61,9	53,2	16,4%	66,9	58,2	14,9%
Koszty operacyjne	143,5	155,8	182,8	175,0	4,5%	184,0	182,9	0,6%	188,9	187,4	0,8%
<i>udział w przychodach</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,9%</i>	<i>18,4%</i>		<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>		<i>18,5%</i>	<i>18,3%</i>	
EBIT	19,9	32,5	54,1	31,7	70,5%	50,0	30,8	62,2%	51,4	34,9	47,4%
<b>EBITDA</b>	<b>31,1</b>	<b>53,0</b>	<b>74,0</b>	<b>53,4</b>	<b>38,5%</b>	<b>70,8</b>	<b>53,2</b>	<b>33,1%</b>	<b>73,2</b>	<b>56,0</b>	<b>30,7%</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>5,6%</i>		<i>7,0%</i>	<i>5,3%</i>		<i>7,2%</i>	<i>5,5%</i>	
Saldo finansówki	-1,1	-7,3	-11,6	-8,6	34,9%	-5,2	-3,3	57,7%	-4,3	-2,4	79,1%
zysk netto	15,1	19,6	34,4	18,7	83,9%	36,3	22,3	62,6%	38,2	26,3	45,2%
<b>zysk netto powtarzalny</b>	<b>11,9</b>	<b>19,6</b>	<b>29,0</b>	<b>18,7</b>	<b>54,9%</b>	<b>36,3</b>	<b>22,3</b>	<b>62,6%</b>	<b>38,2</b>	<b>26,3</b>	<b>45,2%</b>
CAPEX	29,3	18,0	10,0	7,0	42,9%	10,0	6,0	66,7%	20,8	14,1	47,7%
<b>Dług netto</b>	<b>31,2</b>	<b>91,8</b>	<b>54,8</b>	<b>57,4</b>	<b>-4,6%</b>	<b>13,3</b>	<b>40,2</b>	<b>66,9%</b>	<b>3,3</b>	<b>26,4</b>	<b>87,3%</b>
P/E	30,2	18,4	12,4	19,2		9,9	16,1		9,4	13,7	
EV/EBITDA	12,6	8,5	6,2	7,8		5,3	7,5		5,0	6,9	

<b>TIM SA (mln zł)</b>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody</b>	<b>655,7</b>	<b>751,5</b>	<b>798,4</b>	<b>908,5</b>	<b>953,9</b>	<b>963,4</b>
Zysk brutto na sprzedaży	106,1	131,0	149,1	175,5	180,7	182,1
<i>marża na towarach</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,2%</i>
Koszty operacyjne	105,4	116,3	119,7	137,4	142,4	143,6
<i>% przychodów</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,9%</i>
Zysk na sprzedaży	0,7	14,8	29,4	38,1	38,2	38,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,6	-1,9	0,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,3	12,9	29,6	38,1	38,2	38,5
<b>EBITDA</b>	<b>4,9</b>	<b>17,2</b>	<b>35,8</b>	<b>44,2</b>	<b>44,3</b>	<b>44,6</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-0,2	-0,4	-0,4	0,3	0,1	0,3
Zysk netto raportowany	0,7	10,2	22,7	31,1	31,1	31,5
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>0,7</b>	<b>12,6</b>	<b>22,7</b>	<b>25,7</b>	<b>31,1</b>	<b>31,5</b>
Amortyzacja	3,6	4,3	6,3	6,1	6,1	6,1
CAPEX	-3,8	-1,6	-7,0	-9,0	-9,0	-6,1
CF operacyjny	12,5	19,7	37,3	29,6	34,0	36,9
Dywidenda	0,0	22,2	17,8	26,6	6,7	28,0
<b>Dług netto</b>	<b>-12,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,3</b>	<b>-28,6</b>	<b>-47,0</b>	<b>-49,8</b>
<b>Rotopino (mln zł)</b>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody</b>	<b>56,6</b>	<b>60,8</b>	<b>64,1</b>	<b>70,6</b>	<b>wyłączone z konsolidacji</b>	
Zysk brutto na sprzedaży	9,5	11,4	11,9	14,1	wyłączone z konsolidacji	
<i>marża na towarach</i>	<i>16,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>20,0%</i>		
Koszty operacyjne	9,5	10,8	11,9	14,1	wyłączone z konsolidacji	
<i>% przychodów</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>20,0%</i>		
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>wyłączone z konsolidacji</b>	
<b>3LP (mln zł)</b>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody razem	60,2	74,2	86,6	115,0	130,0	140,0
<b>Przychody zewnętrzne</b>	<b>4,1</b>	<b>14,4</b>	<b>26,1</b>	<b>40,8</b>	<b>53,3</b>	<b>58,2</b>
EBIT	-7,0	1,1	1,9	9,5	11,7	12,9
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>23,3</b>	<b>26,4</b>	<b>28,6</b>

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>719,2</b>	<b>830,3</b>	<b>890,0</b>	<b>1 019,8</b>	<b>1 007,2</b>	<b>1 021,6</b>
Zysk brutto na sprzedaży	123,6	161,1	188,5	230,4	234,0	240,3
Koszty sprzedaży i zarządu	126,3	143,5	155,8	182,8	184,0	188,9
Zysk na sprzedaży	-2,7	17,7	32,7	47,6	50,0	51,4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,5	2,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-3,2</b>	<b>19,9</b>	<b>32,5</b>	<b>47,4</b>	<b>50,0</b>	<b>51,4</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-1,1	-1,1	-7,3	-11,6	-5,2	-4,3
Zysk przed opodatkowaniem	-4,3	18,7	25,2	42,5	44,8	47,1
Podatek dochodowy	-0,4	3,6	5,7	8,1	8,5	9,0
Zysk netto raportowany	-3,7	15,1	19,6	34,4	36,3	38,2
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>-3,7</b>	<b>11,9</b>	<b>19,6</b>	<b>29,0</b>	<b>36,3</b>	<b>38,2</b>
Amortyzacja	10,4	11,2	20,5	19,9	20,8	21,7
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>31,1</b>	<b>53,0</b>	<b>74,0</b>	<b>70,8</b>	<b>73,2</b>

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2020-2022), prognozy na lata 2020-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany bilans	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Aktywa</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>498,7</b>	<b>515,2</b>	<b>518,3</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>110,9</b>	<b>116,2</b>	<b>185,1</b>	<b>146,9</b>	<b>136,1</b>	<b>135,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	91,9	100,7	170,6	132,4	121,6	120,7
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,9	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7
Inne aktywa trwałe	13,1	9,7	8,8	8,8	8,8	8,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>255,5</b>	<b>253,8</b>	<b>283,4</b>	<b>351,8</b>	<b>379,1</b>	<b>383,1</b>
Zapasy	98,2	102,0	96,8	111,8	110,4	112,0
Należności handlowe	142,7	142,1	168,0	195,6	193,2	195,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,5	2,2	17,4	43,3	74,4	74,1
Inne aktywa obrotowe	1,1	7,5	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Pasywa</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>498,7</b>	<b>515,2</b>	<b>518,3</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>164,7</b>	<b>155,4</b>	<b>152,7</b>	<b>166,0</b>	<b>195,6</b>	<b>205,8</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>23,3</b>	<b>36,1</b>	<b>102,7</b>	<b>95,0</b>	<b>84,7</b>	<b>74,4</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12,7	25,3	91,6	83,8	73,5	63,3
Inne	10,6	10,8	11,2	11,2	11,2	11,2
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>173,8</b>	<b>178,5</b>	<b>213,1</b>	<b>237,8</b>	<b>234,9</b>	<b>238,1</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	5,3	8,1	17,7	14,2	14,2	14,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	157,6	157,2	181,8	209,6	207,0	209,9
Inne	10,8	13,2	13,6	14,0	13,8	14,0

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2020-2022), prognozy na lata 2020-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto	-3,7	15,1	19,6	34,4	36,3	38,2
Amortyzacja	10,4	11,2	20,5	19,9	20,8	21,7
Zmiana kapitału obrotowego	8,2	-1,2	4,3	-14,5	1,0	-1,2
<b>CF operacyjny</b>	<b>13,8</b>	<b>27,2</b>	<b>54,1</b>	<b>39,8</b>	<b>58,1</b>	<b>58,7</b>
CAPEX	-10,5	-29,3	-18,0	-10,0	-10,0	-20,8
Inwestycje kapitałowe	0,0	6,8	0,0	-28,3	0,0	0,0
Dezinvestycje i inne	1,4	15,4	18,9	56,6	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-23,7	-31,3	0,6
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>-9,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-5,4</b>	<b>-41,3</b>	<b>-20,2</b>
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	-77,6	-11,2	-10,4	-10,3
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	-22,2	-17,8	-26,6	-6,7	-28,0
<b>CF finansowy</b>	<b>0,4</b>	<b>-31,4</b>	<b>-117,4</b>	<b>-37,8</b>	<b>-17,0</b>	<b>-38,3</b>
<b>CF</b>	<b>5,1</b>	<b>-11,3</b>	<b>-62,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	8,4	13,5	2,2	17,4	14,0	13,8
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	13,5	2,2	17,4	14,0	13,8	14,0

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2020-2022), prognozy na lata 2020-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Wybrane wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
marża EBITDA	1,0%	3,7%	6,0%	7,3%	7,0%	7,2%
marża EBIT	-0,4%	2,4%	3,7%	4,6%	5,0%	5,0%
marża netto	-0,5%	1,8%	2,2%	3,4%	3,6%	3,7%
Dług netto (bez MSSF16)	4,5	31,2	14,1	-22,9	-64,3	-74,3
Dług netto			91,8	54,8	13,3	3,3
Dług netto/EBITDA	0,6	1,0	0,3	-0,3	-0,9	-1,0
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	0,00	1,00	0,80	1,50	1,26	1,28
P/BV	2,2	2,3	2,4	2,2	1,8	1,7

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2020-2022), prognozy na lata 2020-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Roczne stopy wzrostu	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8%	15%	7%	15%	-1%	1%
EBITDA	-37%	328%	71%	40%	-4%	3%
EBIT	nd	nd	64%	66%	-8%	3%
Zysk netto	nd	nd	30%	76%	5%	5%
Zysk netto powtarzalny	nd	nd	64%	48%	25%	5%

Źródło: TIM (2017-2019), Noble Securities (2020-2022), prognozy na lata 2020-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

**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 wyłącznie 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 odzwierciedla 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 WPLYNĄĆ 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 należne od 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 należne od 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 osiąganych 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 zamknięte 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.

Investowanie 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/analiza2/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: 2.12.2020, godz. 9.00 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 2.12.2020, godz. 9.00.

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
Data wydania	16.06.2019	31.01.2020	26.06.2020
Kurs z dnia rekomendacji	9,8	11,4	10,9
Cena docelowa	14,1	17,3	17,1
WIG w dniu rekomendacji	52 344,83	56 923,36	49 725,89

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)
Bioton	Kupuj	7,3	4,4	4,4	67%	06.11.2020	24M	Krzysztof Radojewski
Forte	Kupuj	48,3	34,5	36,9	31%	05.11.2020	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Kupuj	415,0	346,0	406,0	2%	03.11.2020	9M	Maciej Kietliński
PKP Cargo	Sprzedaj	7,9	9,9	11,7	-32%	22.10.2020	9M	Michał Sztabler
Amica	Kupuj	177,1	133,4	144,8	22%	14.10.2020	9M	Michał Sztabler
Ten Square Games	Sprzedaj	477,1	535,0	496,5	-4%	04.09.2020	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling	nd	11,8	7,8	7,3	62%	31.08.2020	24M	Dariusz Dadej
Wielton	Kupuj	5,5	4,5	5,8	-5%	29.07.2020	9M	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	21,5	16,1	14,0	53%	24.07.2020	9M	Dariusz Dadej
Bioton	nd	6,8	4,6			24.07.2020	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	24,9	12,1	15,2	64%	31.06.2020	24M	Krzysztof Radojewski
TIM	nd	17,1	10,9	16,2	6%	26.06.2020	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	15,8	9,8	11,1	42%	02.06.2020	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0	18,1	1%	30.04.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	6,4	3,9			29.04.2020	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	251,0	-45%	23.04.2020	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9			23.04.2020	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3			12.03.2020	24M	Kamil Jędrej
TIM	nd	17,3	11,4			31.01.2020	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	11,7	162%	07.01.2020	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	11,1	56%	03.01.2020	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9			20.12.2019	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0			13.12.2019	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 - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2019-10-31 i rozpoczął pracę 2020-04-15), Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Kamil Jędrej - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2020-03-31), Dariusz Dadej - Analityk Akcji

\*korekta ceny o split 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 Dądej**[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

**DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH****Jacek Paszkowski, CFA**[jacek.paszkowski@noblesecurities.pl](mailto:jacek.paszkowski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

**Piotr Dudziński**[piotr.dudzinski@noblesecurities.pl](mailto:piotr.dudzinski@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 244 13 04

