TIM – pozyskanie inwestora branżowego

Pozytywnie dla wszystkich interesariuszy TIM-u zakończył się wieloletni proces poszukiwania inwestora dla spółki. Konsekwencją podpisania przez głównych akcjonariuszy umowy inwestycyjnej z niemiecką spółką Würth Elektrogroßhandel jest ogłoszone wezwanie na 100% akcji spółki po cenie 50,69 zł/akcję i deklaracja wycofania spółki z obrotu na GPW. Zważywszy na wysoką premię zaproponowaną przez wzywającego oraz prognozowane pogorszenie wyników GK TIM w latach 2023-24, uznajemy złożoną przez niemiecką spółkę ofertę jako atrakcyjną dla akcjonariuszy TIM-u. Spodziewamy się pozytywnej odpowiedzi rynku na wezwanie i docelowo wycofanie akcji spółki z obrotu giełdowego.

Finał procesu poszukiwania inwestora

W marcu spółka poinformowała o podpisaniu umowy inwestycyjnej i pozyskaniu inwestora branżowego w postaci spółki Würth Elektrogroßhandel. Niemiecki partner (poprzez spółkę zależną FEGA - Schmitt Elektrogroßhandel) ogłosił wezwanie na 100% akcji TIM SA po cenie 50,69 zł (23-proc. premia wobec naszej bieżącej wyceny). Biorąc pod uwagę wysoką atrakcyjność złożonej przez Würth oferty spodziewamy się szerokiego odzewu inwestorów. Do wypełnienia pozostał jeszcze tylko jeden warunek wezwania: zgoda na koncentrację wydana przez odpowiednie organy antymonopolowe. Ryzyko otrzymania decyzji odmownej uznajemy jednak za niewielkie i uważamy, że wezwanie zakończy się powodzeniem, a w konsekwencji wycofaniem spółki z notowań na GPW.

Pogarszające się perspektywy średnioterminowe

W publikowanych miesięcznych danych nt. poziomu sprzedaży w biznesie handlowym (TIM SA) widoczne jest hamowanie tempa wzrostów, a lokalny szczyt przychodów (w ujęciu 12-miesięcznym) wystąpił w lutym br. na poziomie ok. 1,46 mld zł. Korygując dane nominalne o wskaźnik inflacji, realne przychody osiągnęły swoje lokalne ekstremum rok temu. Od marca'22 wzrost sprzedaży w biznesie handlowym napędzany jest głównie przez wzrost cen, co wyraźnie pokazuje pogorszenie koniunktury w branży. Ostatnie kwartały przyniosły także spadek marży na towarach przy wzroście kosztów. Zawężający się spread miał wpływ na spadek zysków w III i IV kwartale 2022 r. (zysk netto odpowiednio -25% i -2% r/r przy wzroście przychodów). Spodziewamy się kontynuacji negatywnych trendów w kolejnych kwartałach 2023 r.

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 37,2 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 29,5 zł oraz logistycznego: 16,6 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło wyznaczyć wartość bieżącą na 41,6 zł.

Kurs akcji	49,2 zł
Wycena	41,6 zł
Potencjał wzrostu	-15%
Kapitalizacja	1.092 mln zł
Free float	63%
Śr. wolumen 6M	39 658

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

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 064,9	1 314,3	1 523,3	1 412,6	1 516,2	1 657,7
EBITDA	80,5	144,6	160,4	126,6	104,6	170,1
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	31,7	90,9	102,2	67,0	39,2	91,9
EPS	1,43	4,10	4,60	3,02	1,77	4,14
DPS	2,20	2,40	1,35	2,04	1,50	2,41
P/E (x)	34,5	12,0	10,7	16,3	27,8	11,9
EV/EBITDA (x)	14,6	8,1	7,4	9,2	11,2	6,5

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

Michał Sztabler
Analityk akcji
michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 22 244 13 03

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 16.05.2023 o godz. 12:40. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 16.05.2023 o godz. 12:50.

SPIS TREŚCI:

WYCENA....3
FINAŁ PROCESU POSZUKIWANIA INWESTORA....6
POGARSZAJĄCE SIĘ PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE....7
ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH....9
ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)....9
WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE....10
Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:....15

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 41,6 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.

Podwyższenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF oraz wskaźników dla spółek porównawczych (w przypadku biznesu handlowego wskaźniki spadły, w biznesie logistycznym lekko wzrosły). Nie dokonywaliśmy istotnych zmian prognoz finansowych (oprócz zapowiedzianego ograniczenia wypłaty dywidendy z zysku 2022 r., co wpłynęło przede wszystkim na poziom długu netto).

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	37,2	33,9	10%
Wycena porównawcza	50%	46,1	41,8	10%
- obszar handel		29,5	33,8	-13%
- obszar logistyka		16,6	8,0	107%
Wycena		**41,6**	**37,9**	**10%**
Kurs akcji		49,2		
Potencjał wzrostu		-15%		

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 31/12/2022 w wysokości 99 mln zł (uwzględniający zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF16),
- 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 5,9% (poprzednio 6,8%), premia za ryzyko w wysokości 7,4% (poprzednio 7,2%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	1 413	1 516	1 658	1 796	1 824	1 853	1 882	1 911	1 941	1 972
NOPAT	75	49	101	111	111	111	111	111	110	110
Amortyzacja	33	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Zmiany KON	-2	-8	-16	-16	-3	-3	-3	-3	-4	-4
CAPEX	-57	-38	-15	-15	-14	-15	-15	-15	-15	-15
FCFF	49	46	114	123	136	136	136	136	135	135
WACC	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**
Współczynnik dyskonta	0,93	0,83	0,74	0,66	0,59	0,53	0,47	0,42	0,38	0,34
DFCFF	45,3	38,6	85,0	81,5	81,1	72,3	64,4	57,5	51,2	45,6

SUMA DFCFF do 2032	623
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%
Wartość rezydualna po 2032	891
Zdyskontowana wartość rezydualna	301
Wartość Firmy (EV)	924
Dług netto 31.12.2022	99
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość kapitałów własnych	825
Liczba akcji (w tys.)	22,2
Wartość na 1 akcję	37,2

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	38,3	39,5	41,0	42,9	45,1
WACC - 0,5%	36,6	37,7	39,0	40,6	42,5
WACC	35,0	36,0	37,2	38,6	40,2
WACC + 0,5%	33,5	34,4	35,4	36,7	38,1
WACC + 1,0%	32,1	32,9	33,9	34,9	36,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%	5,91%
Premia za ryzyko	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**	**13,3%**
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	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%	7,91%
Koszt długu po tarczy	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%	6,33%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**	**11,9%**

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
W.W.Grainger	138 847	18,7	17,6	16,6	12,9	12,3	11,6
Rexel	26 298	7,4	7,3	6,7	5,4	5,3	5,0
Intercars	7 339	8,5	7,6	7,0	6,4	5,7	5,3
Solar	2 360	8,2	8,5	7,6	5,8	6,0	5,7
Neuca	3 211	23,2	17,9	15,9	10,2	8,8	7,9
Eurocash	2 593	30,0	13,6	9,0	5,0	4,6	4,3
AB	749	4,7	4,5	4,7	4,5	4,9	4,9
Oponeo	603	16,2	14,5	10,6	8,5	7,9	7,2
Mediana		**12,3**	**11,1**	**8,3**	**6,1**	**5,9**	**5,5**
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		38,0	22,1	31,8	29,5	20,1	33,0
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)				**29,5**			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.05.2023 r. godz. 9:55

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
UPS	598 727	15,7	14,3	13,4	10,2	9,6	9,2
DSV	175 028	22,4	20,9	18,1	13,9	13,8	13,1
Kuehne+Nagel Int. AG	146 680	23,0	23,9	22,6	10,9	11,2	10,8
ZTO Express Cayman Inc	98 370	19,5	16,3	13,8	11,6	9,7	8,3
Expeditors International of Washington	71 085	20,9	21,8	20,2	13,0	13,6	12,3
JB Hunt Transport Services	75 115	20,6	18,2	16,4	10,0	9,2	8,5
CH Robinson Worldwide Inc	48 081	24,3	20,9	18,8	16,7	15,4	14,1
GXO Logistics	28 070	22,9	19,3	15,7	11,3	10,0	8,8
XPO Logistics	22 753	19,4	15,1	12,0	8,7	7,5	6,5
ID Logistics Group	6 853	26,2	22,3	17,9	6,2	5,7	5,0
Mediana					**11,1**	**9,9**	**9,0**
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					13,8	14,8	21,9
Waga					40%	30%	30%
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)				**16,6**			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 16.05.2023 r. godz. 9:55

FINAŁ PROCESU POSZUKIWANIA INWESTORA

W marcu spółka poinformowała o podpisaniu umowy inwestycyjnej i pozyskaniu inwestora branżowego. Po długotrwałym procesie wyboru (TIM kilkukrotnie podchodził do przeglądu opcji strategicznych), zdecydowano się na niemiecką spółkę Würth Elektrogroßhandel.

Grupa Würth działa w branży produkcji i sprzedaży materiałów mocujących i montażowych. Zatrudnia ponad 85 tys. pracowników w ponad 400 spółkach oraz posiada ponad 2.500 sklepów w 80 krajach. Według wstępnego rocznego sprawozdania finansowego w 2022 r. grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży w wysokości ok. 20 mld euro. W Polsce grupa działa za pośrednictwem dwóch firm zależnych, jednak spółki te posiadają dość dużą niezależność w podejmowania decyzji operacyjnych. Podobnie będzie w przypadku TIM-u, który po zmianach właścicielskich ma być zarządzany przez dotychczasowe kierownictwo.

W ramach transakcji niemiecki partner zobowiązał się do ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje TIM SA po cenie 50,69 zł/akcję (wycena całego TIM-u na poziomie ok. 1,1 mld zł). Cena ta stanowi:

- 122% naszej bieżącej wyceny,
- 134% wyceny z dnia publikacji informacji o podpisaniu umowy z Würth Elektrogroßhandel i ceny w wezwaniu,
- 148% średniej arytmetycznej kursów z okresu 3 miesięcy poprzedzających termin podpisania umowy i publikacji ceny w wezwaniu,
- 169% średniej arytmetycznej kursów z okresu 6 miesięcy poprzedzających termin podpisania umowy i publikacji ceny w wezwaniu,
- 82% najwyższego kursu uzyskanego przez TIM w 25-letniej historii giełdowej (61,3 zł zanotowane w maju 2007 r.).

Zgodnie z tym zobowiązaniem Würth (poprzez spółkę zależną FEGA - Schmitt Elektrogroßhandel GmbH) ogłosił w dn. 26.04.2023 r. wezwanie na 100% akcji TIM SA po cenie 50,69 zł. Przyjmowanie zapisów będzie trwało do 4.07.2023 r., a przewidywanym terminem rozliczenia transakcji nabycia akcji w ramach wezwania jest 7.07.2023 r. W treści wezwania inwestor zastrzegł możliwość wydłużenia okresu składania zapisów.

Wezwanie zostało ogłoszone pod następującymi warunkami:

a) uzyskania przez inwestora zgody na koncentrację polegającej na przejęciu przez inwestora kontroli nad TIM SA, a w konsekwencji Grupą Kapitałową TIM,

b) w przypadku jeżeli w okresie trwania wezwania odbędzie się WZA TIM-u, podjęcia przez takie Walne uchwały, zgodnie z którą wszystkie zyski wypracowane w roku 2022 i latach poprzednich pozostaną w spółce, z wyjątkiem zysku wymaganego na pokrycie zaliczki na poczet dywidendy w wysokości ok. 30 mln zł wypłaconej akcjonariuszom w grudniu 2022 r.,

c) co najmniej 50% łącznej liczby akcji TIM SA, tj. 11.099.600 akcji zostanie objętych zapisami w ramach wezwania.

O spełnieniu się warunku c) inwestor poinformował 9 maja. Z pewnością wpływ miało na to złożenie zapisów w wezwaniu przez głównych akcjonariuszy TIM-u (w tym członków zarządu spółki), dysponujących łącznie pulą 9.315.081 akcji spółki (reprezentujących 41,96% kapitału i głosów na WZA). Niemniej pozostałą wielkość (co najmniej 1,7 mln akcji, 8% kapitału) udało się zebrać od pozostałych akcjonariuszy.

Z kolei spełnienie warunku b) wspiera rekomendacja zarządu dotycząca podziału ubiegłorocznego zysku zakładająca ograniczenie wypłaty dywidendy z zysku 2022 r. jedynie do kwoty zaliczki przekazanej akcjonariuszom w grudniu'22.

Spełnienie warunku dotyczącego zgody na koncentrację uzależnione jest od decyzji administracyjnej odpowiednich organów antymonopolowych. Inwestor zdecydował się złożyć wniosek w tej sprawie do Komisji Europejskiej i oczekuje pozytywnego rozstrzygnięcia do momentu zakończenia wezwania.

Ewentualne opóźnienia z tym zakresie mogą wpłynąć na wydłużenie terminu przyjmowania zapisów w wezwaniu (inwestor zastrzegł sobie taką możliwość).

Biorąc pod uwagę następujące czynniki:

- **trwający już od kilku lat (z przerwami) proces poszukiwania inwestora dla TIM-u,**
- **cenę wezwania dającą premię zarówno do naszej wyceny, jak i notowań TIM-u z okresu ostatnich co najmniej 15 lat,**
- **pozytywną opinię zarządu spółki oraz jej głównych akcjonariuszy (którzy w marcu br. podpisali umowę inwestorską z Würth, a w maju złożyli zapisy w wezwaniu),**
- **prognozowane pogorszenie wyników z uwagi na słabszą koniunkturę w branży,**
- **ograniczenie bieżących wypłat do akcjonariuszy (dywidendy)**

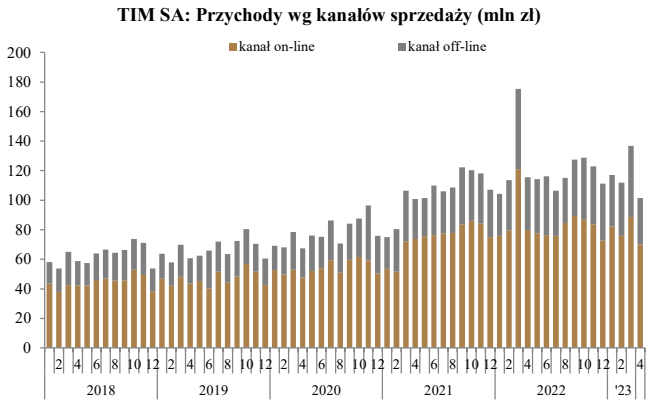
uważamy propozycję złożoną przez niemieckiego inwestora w wezwaniu za atrakcyjną.

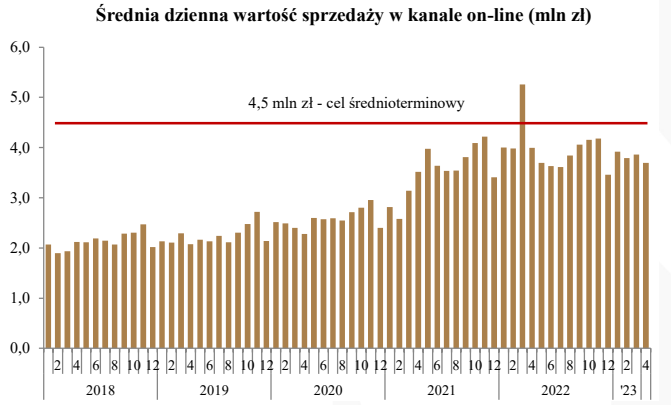
Spodziewamy się pozytywnej odpowiedzi pozostałych akcjonariuszy i dojścia wezwania do skutku. W efekcie nastąpi wycofanie akcji TIM SA z obrotu giełdowego.

POGARSZAJĄCE SIĘ PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE

TIM publikuje miesięczne wyniki sprzedaży w segmencie handlowym (TIM SA). Wyraźnie widoczne jest hamowanie tempa wzrostu (ostatnie 2 miesiące przyniosły nawet spadek przychodów w relacji r/r), a lokalny szczyt przychodów (w ujęciu 12-miesięcznym, LTM) wystąpił w lutym br. na poziomie ok. 1,46 mld zł.

Odwrócenie trendu w biznesie handlowym

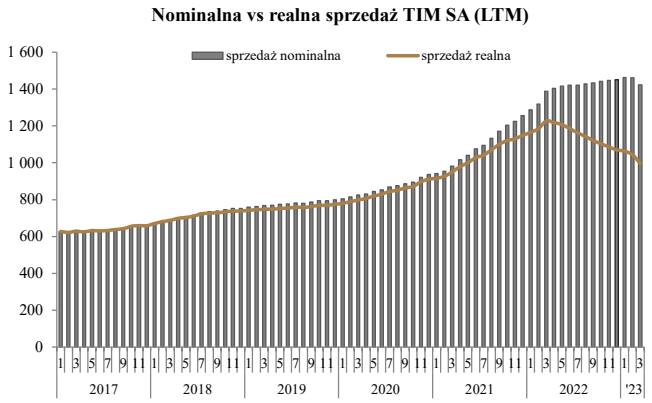


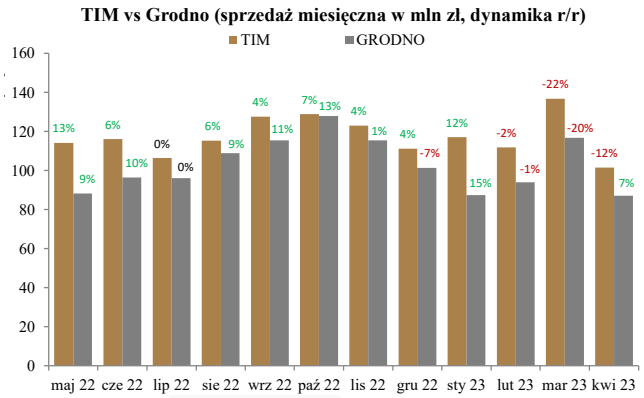


Źródło: TIM, Noble Securities

W środowisku wysokiej inflacji wyniki te są dodatkowo zaburzone zmianą cen. Korygując dane nominalne o wskaźnik inflacji (my przyjęliśmy inflację producencką – PPI), realne przychody osiągnęły swoje lokalne ekstremum rok temu. Od marca'22 wzrost sprzedaży w biznesie handlowym napędzany jest głównie przez wzrost cen, co naszym zdaniem lepiej oddaje pogorszenie koniunktury w branży. Potwierdzeniem trendów rynkowych są również dane prezentowane przez inną spółkę z sektora – Grodno SA.

Sygnały słabości rynku

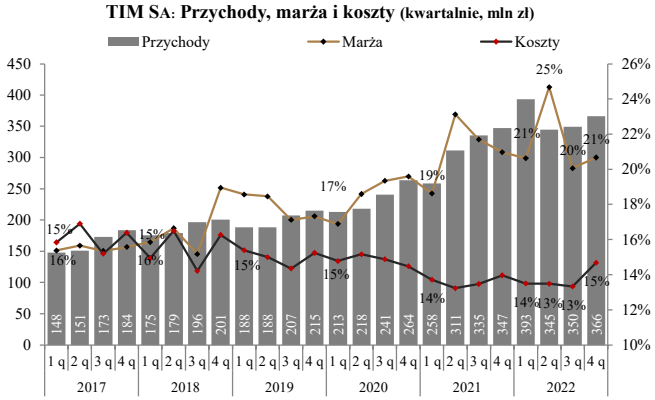


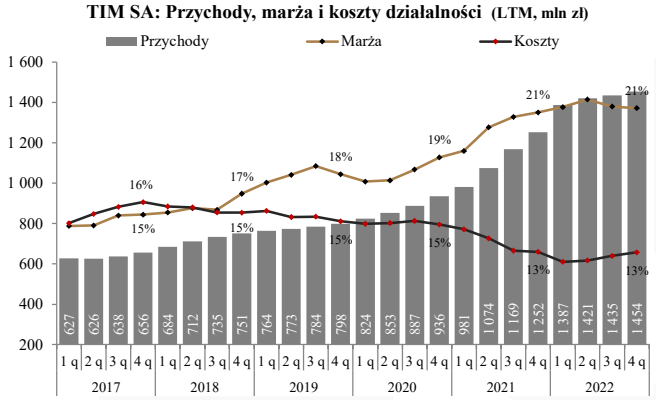


Źródło: TIM, Grodno, GUS, Noble Securities

Ostatnie kwartały przyniosły także spadek marży na towarach przy wzroście kosztów. Zawężający się spread miał wpływ na spadek zysków w III i IV kwartale 2022 r. (zysk netto odpowiednio -25% i -2% r/r przy wzroście przychodów). Spodziewamy się kontynuacji negatywnych trendów w kolejnych kwartałach 2023 r.

Zawężający się spread





Źródło: TIM, Noble Securities

Nasze szacunki wyników za 1Q2023 zakładają spadek przychodów oraz zysków.

Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	r/r	2022	2023P	r/r	% progn. NS
Przychody	**410,0**	**362,5**	**364,4**	**386,4**	**383,0**	**-7%**	**1 523,3**	**1 412,6**	**-7%**	**27%**
EBIT	41,4	39,3	26,0	29,1	20,5	-51%	135,9	93,7	-31%	22%
EBITDA	47,3	45,2	31,7	36,2	27,7	-41%	160,4	126,6	-21%	22%
Zysk netto	**31,2**	**29,1**	**16,0**	**25,8**	**13,3**	**-57%**	**102,2**	**67,0**	-34%	**20%**
Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA	**1Q22**	**2Q22**	**3Q22**	**4Q22**	**1Q23P**	**r/r**	**2022**	**2023P**	**r/r**	**% progn. NS**
Przychody	393,2	344,7	349,5	366,3	365,5	-7%	1 453,7	1 308,4	-10%	28%
EBITDA	**39,6**	**38,8**	**25,9**	**24,8**	**21,7**	**-45%**	**129,2**	**91,3**	**-29%**	**24%**
Zysk netto	30,7	30,0	19,8	19,8	16,6	-46%	100,4	68,3	-32%	24%

Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

Zgodnie z miesięcznymi raportami sprzedażowymi można oczekiwać w 1Q2023 ok. 365 mln zł (-7% r/r) przychodów z biznesu handlowego i ok. 385 mln zł skonsolidowanej sprzedaży (-7%). Prognozujemy także spadek marży na towarach (19,5% vs 20,6% przed rokiem) i wzrost kosztów operacyjnych w TIM SA (do ponad 14% sprzedaży).

W biznesie logistycznym (generującym znaczną część przychodów z opłat per operacja logistyczna) pogorszenie koniunktury i spadek wolumenu sprzedaży u głównych klientów miały niekorzystny wpływ na wielkość generowanych wyników. Założyliśmy brak zysku operacyjnego i ok. 5-6 mln zł EBITDA w 3LP.

Saldo działalności finansowej to głównie odsetki od zobowiązań w 3LP na poziomie ok. 3-3,5 mln zł kwartalnie (różnice kursowe nieistotne przy stabilnych kursach walutowych).

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2020	2021	2022	2023P nowa	2023P stara	zmiana	2024P nowa	2024P stara	zmiana	2025P nowa	2025P stara	zmiana
TIM SA												
Przychody	**936**	**1 252**	**1 454**	**1 308**	**1 295**	**1%**	**1 375**	**1 361**	**1%**	**1 510**	**1 495**	**1%**
Zysk na towarach	174	265	311	261	258	1%	237	235	1%	301	298	1%
marża na towarach	*18,7%*	*21,2%*	*21,5%*	*20,0%*	*20,0%*		*17,3%*	*17,3%*		*20,0%*	*19,9%*	
Koszty operacyjne	139	166	192	181	180	0%	187	187	0%	202	202	0%
EBITDA	**52**	**109**	**129**	**91**	**89**	**2%**	**61**	**60**	**2%**	**111**	**109**	**2%**
marża EBITDA	*5,5%*	*8,7%*	*8,9%*	*7,0%*	*6,9%*		*4,5%*	*4,4%*		*7,4%*	*7,3%*	
Zysk netto powtarzalny	**31**	**83**	**100**	**68**	**67**	**2%**	**44**	**42**	**5%**	**85**	**79**	**8%**
3LP												
Przychody	115	142	163	189	187	1%	230	228	1%	246	244	1%
Przychody poza grupę	**41**	**62**	**70**	**104**	**104**	**1%**	**141**	**140**	**1%**	**148**	**147**	**1%**
EBIT	9	18	12	9	8	16%	8	6	24%	23	21	8%
EBITDA	**25**	**36**	**31**	**35**	**34**	**4%**	**43**	**42**	**4%**	**59**	**57**	**3%**
marża EBITDA	*21,6%*	*25,2%*	*19,1%*	*18,7%*	*18,2%*		*18,8%*	*18,3%*		*23,9%*	*23,4%*	
Grupa Kapitałowa TIM												
Przychody	**1 065**	**1 314**	**1 523**	**1 413**	**1 399**	**1%**	**1 516**	**1 501**	**1%**	**1 658**	**1 641**	**1%**
towary	1 018	1 248	1 449	1 304	1 290	1%	1 371	1 357	1%	1 505	1 489	1%
usługi	46	66	75	109	108	1%	146	145	1%	153	152	1%
Koszty operacyjne	188	212	250	276	276	0%	320	320	0%	327	327	0%
udział w przychodach	*17,6%*	*16,1%*	*16,4%*	*19,5%*	*19,7%*		*21,1%*	*21,3%*		*19,7%*	*19,9%*	
EBITDA	**80**	**145**	**160**	**127**	**123**	**3%**	**105**	**102**	**3%**	**170**	**166**	**2%**
marża EBITDA	*7,6%*	*11,0%*	*10,5%*	*9,0%*	*8,8%*		*6,9%*	*6,8%*		*10,3%*	*10,1%*	
Saldo finansówki	-14	-6	-8	-11	-10	5%	-13	-11	22%	-13	-15	-10%
zysk netto powtarzalny	**32**	**91**	**102**	**67**	**65**	**3%**	**39**	**39**	**1%**	**92**	**88**	**5%**
CAPEX	23	6	70	57	57	0%	38	38	0%	15	15	0%
Dywidenda	27	49	57	11	41	-73%	45	44	2%	33	32	3%
Dług netto	**81**	**73**	**99**	**69**	**140**	**-50%**	**79**	**194**	**-59%**	**7**	**127**	**-94%**
P/E	34,5	12,0	10,7	16,3	16,9		27,8	28,0		11,9	12,5	
EV/EBITDA	14,6	8,1	7,4	9,2	10,0		11,2	12,6		6,5	7,3	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

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. Stażyści mogą rozwijać się w obszarach: e-commerce, marketingu, analiz biznesowych, HR, zakupów, IT, sprzedaży, księgowości i finansów.

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

TIM SA (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**935,7**	**1252,3**	**1453,7**	**1308,4**	**1375,5**	**1509,9**
Zysk brutto na sprzedaży	178,0	269,4	316,0	265,3	241,3	306,2
marża na towarach	*18,7%*	*21,2%*	*21,5%*	*20,0%*	*17,3%*	*20,0%*
Koszty operacyjne	138,5	166,0	192,3	180,8	187,2	202,4
% przychodów	*14,8%*	*13,3%*	*13,2%*	*13,8%*	*13,6%*	*13,4%*
Zysk na sprzedaży	39,5	103,3	123,7	84,5	54,1	103,8
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	5,9	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	45,4	103,3	123,8	84,5	54,1	103,8
EBITDA	**51,5**	**108,7**	**129,2**	**91,3**	**61,3**	**111,4**
Koszty i przychody finansowe netto	-0,4	-0,1	1,4	-0,2	0,8	0,8
Zysk netto raportowany	36,0	82,5	100,4	68,3	44,5	84,7
Zysk netto powtarzalny	**30,8**	**82,5**	**100,4**	**68,3**	**44,5**	**84,7**
Amortyzacja	6,1	5,5	5,4	6,7	7,2	7,6
CAPEX	-8,0	-2,8	-10,0	-15,0	-10,0	-11,7
CF operacyjny	13,3	37,1	96,5	95,4	45,0	78,9
Dywidenda	26,6	48,8	56,6	11,1	45,3	33,3
Dług netto	**1,0**	**-0,6**	**-27,1**	**-96,4**	**-86,1**	**-120,0**

Rotopino (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	**86,7**		**wyłączone z konsolidacji**			
Zysk netto	**2,6**		**wyłączone z konsolidacji**			

3LP (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody razem	114,7	142,2	163,3	189,0	229,9	245,6
Przychody zewnętrzne	**40,7**	**61,9**	**69,5**	**104,3**	**140,8**	**147,8**
EBIT	9,3	18,3	12,1	9,2	7,7	23,1
EBITDA	**24,8**	**35,8**	**31,2**	**35,4**	**43,3**	**58,7**

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	**1 064,9**	**1 314,3**	**1 523,3**	**1 412,6**	**1 516,2**	**1 657,7**
Zysk brutto na sprzedaży	239,7	331,3	385,6	369,6	382,1	454,0
Koszty sprzedaży i zarządu	187,5	211,9	249,6	275,9	320,3	327,1
Zysk na sprzedaży	52,2	119,4	136,0	93,7	61,8	126,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	6,1	2,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBIT	**58,3**	**121,6**	**135,9**	**93,7**	**61,8**	**126,9**
Koszty i przychody finansowe netto	-13,8	-5,9	-7,8	-11,0	-13,4	-13,4
Zysk przed opodatkowaniem	44,6	115,6	128,0	82,7	48,4	113,5
Podatek dochodowy	7,4	23,9	25,9	15,7	9,2	21,6
Zysk netto raportowany	37,1	91,8	102,2	67,0	39,2	91,9
Zysk netto powtarzalny	**31,7**	**90,9**	**102,2**	**67,0**	**39,2**	**91,9**
Amortyzacja	22,1	23,0	24,5	32,9	42,8	43,2
EBITDA	80,5	144,6	160,4	126,6	104,6	170,1

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

Skonsolidowany bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	**467,1**	**536,5**	**687,4**	**661,5**	**678,6**	**703,8**
Aktywa trwałe	**171,2**	**154,0**	**216,7**	**240,8**	**236,0**	**207,4**
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	160,9	143,9	204,3	228,4	223,6	195,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	10,3	10,1	12,4	12,4	12,4	12,4
Aktywa obrotowe	**295,8**	**382,6**	**470,6**	**420,7**	**442,6**	**496,3**
Zapasy	103,3	140,4	167,6	143,4	150,7	165,5
Należności handlowe	180,1	230,7	266,1	256,3	269,4	295,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,1	9,7	35,2	19,4	20,8	33,4
Inne aktywa obrotowe	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pasywa	**467,1**	**536,5**	**687,4**	**661,5**	**678,6**	**703,8**
Kapitał własny razem	**163,1**	**211,6**	**258,1**	**314,0**	**308,0**	**366,6**
Zobowiązania długookresowe	**87,9**	**80,3**	**129,2**	**61,7**	**53,6**	**46,8**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	77,8	69,0	116,3	48,8	40,7	33,9
Inne	10,1	11,3	12,9	12,9	12,9	12,9
Zobowiązania krótkookresowe	**216,0**	**244,6**	**300,1**	**285,8**	**317,0**	**290,4**
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	14,3	13,9	18,0	40,0	58,7	6,8
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	182,2	210,8	261,0	233,0	244,9	268,9
Inne	19,5	19,9	21,2	12,8	13,4	14,8

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk brutto	44,6	115,6	128,0	82,7	48,4	113,5
Amortyzacja	22,1	23,0	24,5	32,9	42,8	43,2
Zmiana kapitału obrotowego	-12,3	-58,8	-11,2	-2,3	-7,9	-15,8
Zapłacony podatek dochodowy	-10,1	-22,7	-27,9	-15,7	-9,2	-21,6
CF operacyjny	**38,8**	**67,1**	**128,8**	**113,4**	**83,4**	**140,9**
CAPEX	-22,9	-5,8	-70,0	-57,0	-38,0	-14,7
Inwestycje kapitałowe	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinwestycje i inne	61,3	6,4	39,4	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,7
CF inwestycyjny	**22,9**	**0,6**	**-30,6**	**-57,0**	**-38,0**	**-25,4**
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	0,0	-45,5	10,5	-58,7
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-26,6	-48,8	-56,6	-11,1	-45,3	-33,3
CF finansowy	**-68,0**	**-69,1**	**-72,7**	**-56,6**	**-34,8**	**-92,0**
CF	**-6,3**	**-1,4**	**25,5**	**-0,2**	**10,6**	**23,5**
Stan środków pieniężnych na początek okresu	17,4	11,1	9,7	35,2	35,1	45,7
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	11,1	9,7	35,2	35,1	45,7	69,2

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA	7,6%	11,0%	10,5%	9,0%	6,9%	10,3%
marża EBIT	5,5%	9,3%	8,9%	6,6%	4,1%	7,7%
marża netto	3,5%	7,0%	6,7%	4,7%	2,6%	5,5%
Dług netto	81,0	73,2	99,0	69,5	78,5	7,2
Dług netto/EBITDA	1,0	0,5	0,6	0,5	0,8	0,0
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	2,20	2,40	1,35	2,04	1,50	2,41
P/BV	6,7	5,1	4,2	3,5	3,5	3,0

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody	20%	23%	16%	-7%	7%	9%
EBITDA	52%	80%	11%	-21%	-17%	63%
EBIT	79%	108%	12%	-31%	-34%	105%
Zysk netto	90%	147%	11%	-34%	-41%	134%
Zysk netto powtarzalny	62%	187%	12%	-34%	-41%	134%

Źródło: TIM (2020-2022), Noble Securities (2023-2025)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

BV – wartość księgowa
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 porównywanych). 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 WPŁYNĄĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

Raport został sporządzony przez NS odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
Analityk nie jest stroną jakiejkolwiek 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 jakiejkolwiek 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 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 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 regulująca 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 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: 16.05.2023, godz. 12.40 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 16.05.2023, godz. 12.50.

Autorskie prawa majątkowe do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Rozpowszechnianie lub powielanie Raportu (w całości lub w jakiejkolwiek 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	nd
Data wydania	26.06.2020	02.12.2020	05.05.2021	14.10.2021	06.06.2022	12.12.2022
Kurs z dnia rekomendacji	10,9	16,2	28,4	42,6	33,5	28,2
Cena docelowa	17,1	27,3	39,6	62,3	54,3	37,9
WIG w dniu rekomendacji	49 725,89	53 983,67	59 960,14	74 524,78	57 588,03	56 515,01

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)
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0	277,00	22%	09.05.2023	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6	76,10	9%	08.05.2023	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3	37,80	109%	26.04.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3	18,70	9%	21.04.2023	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5	3,67	46%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5	20,60	75%	20.04.2023	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	80,00	6%	24.03.2023	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	420,00	-15%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	18,37	2%	21.03.2023	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7	39,96	25%	20.02.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8	39,98	81%	27.01.2023	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7	21,40	-3%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1	14,20	118%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0	162,50	18%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6	59,70	43%	05.01.2023	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0	25,70	-17%	03.01.2023	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2	39,98	29%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7	10,04	-34%	28.12.2022	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2	49,20	-23%	12.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4	18,70	-2%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Apator	Redukuj	12,9	15,0	15,45	-17%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	10,55	-3%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	277,00	34%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	39,98	-24%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0			20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	21,00	-17%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1			07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8			06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1			10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4			05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5			12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicki Recykling (4)	nd	20,9	22,6			04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5			28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Apator	Redukuj	12,2	14,8			06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4			06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - pracownik Noble Securities do 2022-06-30

(4) Wycofana z obrotu z dniem 9 grudnia 2022 r.

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
Biotechnologia

Michał Sztabler
michal.sztabler@noblesecurities.pl
tel: +48 22 213 22 36
Spółki przemysłowe, energetyka, wydobycie

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

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl

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