

## TIM (wycena 14,1 zł)

### Wyniki Q2/2019 wciąż dobre pomimo pogorszenia koniunktury

Choć koniunktura na rynku zaczyna się pogarszać, TIM zdołał w II kwartale poprawić wyniki finansowe. Wzrosty są tym bardziej godne odnotowania, gdyż baza roku ubiegłego była wysoka z uwagi na zdarzenia jednorazowe. Za wzrostami stoi część handlowa (TIM SA oraz Rotopino), poniżej oczekiwań były wyniki w segmencie logistycznym. Spółka stabilnie generuje gotówkę, a wzrost kapitału obrotowego w Q2 ma charakter przejściowy. Podtrzymujemy nasze całoroczne prognozy, z zastrzeżeniem, iż większy udział będzie miał w nich TIM SA.

Wybrane dane finansowe (mln zł)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q18	r/r	kw/kw	2018	2019P	r/r	% progn. NS
<b>Przychody</b>	<b>198,1</b>	<b>214,3</b>	<b>223,9</b>	<b>207,5</b>	<b>210,2</b>	<b>6,1%</b>	<b>1,3%</b>	<b>830,3</b>	<b>886,9</b>	<b>6,8%</b>	<b>47%</b>
Zysk brutto na sprzedaży	38,1	39,5	48,3	43,5	44,8	17,7%	3,1%	161,1	172,0	6,7%	51%
rentowność	19%	18%	22%	21%	21%			19%	19%		
Koszty sprzedaży + zarządu	35,8	34,3	41,1	36,4	37,2	3,9%	2,2%	143,5	145,9	1,7%	50%
% sprzedaży	18%	16%	18%	18%	18%			17%	16%		
Saldo pozostałej działalności oper.	3,3	1,8	-3,0	0,0	0,0			2,2	0,0		
<b>EBIT</b>	<b>5,6</b>	<b>7,0</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6</b>	<b>36%</b>	<b>6,9%</b>	<b>19,9</b>	<b>26,1</b>	<b>31,4%</b>	<b>57%</b>
rentowność	3%	3%	2%	3%	4%			2%	3%		
<b>EBITDA</b>	<b>8,3</b>	<b>9,9</b>	<b>7,3</b>	<b>11,9</b>	<b>12,9</b>	<b>56%</b>	<b>8,8%</b>	<b>31,1</b>	<b>46,2</b>	<b>48,7%</b>	<b>54%</b>
rentowność	4%	5%	3%	6%	6%			4%	5%		
amortyzacja	2,7	2,9	3,0	4,7	5,3	98,1%	11,7%	11,2	20,1	79,4%	50%
Saldo działalności finansowej	-0,2	-0,6	-0,2	-2,0	-1,3			-1,1	-6,7		
<b>Zysk netto</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>8,8%</b>	<b>18,9%</b>	<b>15,1</b>	<b>15,7</b>	<b>4,0%</b>	<b>54%</b>
rentowność	2%	2%	2%	2%	2%			2%	2%		
<b>Zysk netto (bez one'off'ów)</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>257,6%</b>	<b>18,9%</b>	<b>11,9</b>	<b>15,7</b>	<b>31,9%</b>	<b>54%</b>
rentowność	1%	2%	2%	2%	2%			1%	2%		
<b>Dług netto</b>	<b>29,0</b>	<b>20,2</b>	<b>31,2</b>	<b>113,9</b>	<b>118,9</b>	<b>310%</b>	<b>4,4%</b>	<b>31,2</b>	<b>81,8</b>	<b>162,4%</b>	<b>145%</b>
<b>P/E</b>	<b>56,1</b>	<b>33,3</b>	<b>15,2</b>	<b>13,5</b>	<b>10,8</b>			<b>15,2</b>	<b>11,5</b>		
<b>EV/EBITDA</b>	<b>13,2</b>	<b>10,5</b>	<b>7,8</b>	<b>8,8</b>	<b>7,2</b>			<b>7,8</b>	<b>5,7</b>		

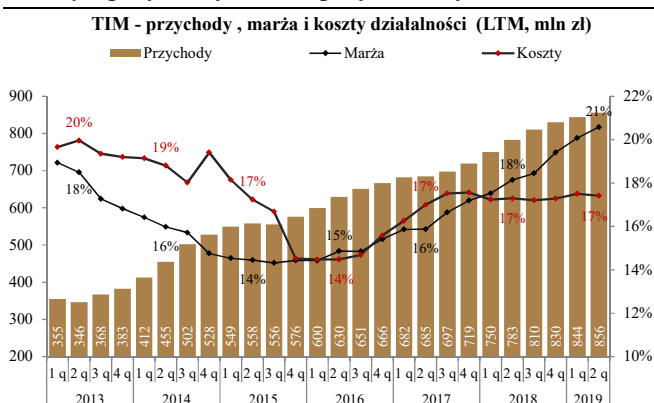
Źródło: TIM, Noble Securities

### Wyniki skonsolidowane

Choć dynamika sprzedaży nieco słabnie, jednak zyski wciąż są wysokie. Zwracamy uwagę na:

- marża brutto na sprzedaży pozostaje w trendzie wzrostowym, przy stabilnym poziomie kosztów w odniesieniu do przychodów
- przed rokiem TIM zaksięgował 3,6 mln zł jednorazowych zysków (1,9 mln zł na sprzedaży nieruchomości oraz 1,7 mln zł naliczonej kary dla jednego z dostawców technologii), czego nie było już w tym roku; nawet po uwzględnieniu tych one-offów EBIT był wyższy r/r,
- na nieporównywalność wyników r/r wpływ ma MSSF16, który zwiększył EBITDA o prawie 3 mln zł i jednocześnie podniósł istotnie koszty finansowe o prawie 2 mln zł kwartalnie;
- bardzo dobrze radzi sobie kanał online, gdzie rosną marże, natomiast w kanale offline marża spadła w II kwartale (co wynikało z dużej transakcji na dostawy niskomarkowego asortymentu w czerwcu br.); ponadto straty generował segment logistyczny (wg spółki ma to charakter przejściowy).

### Rosnące przychody, marże przy stabilnym udziale kosztów



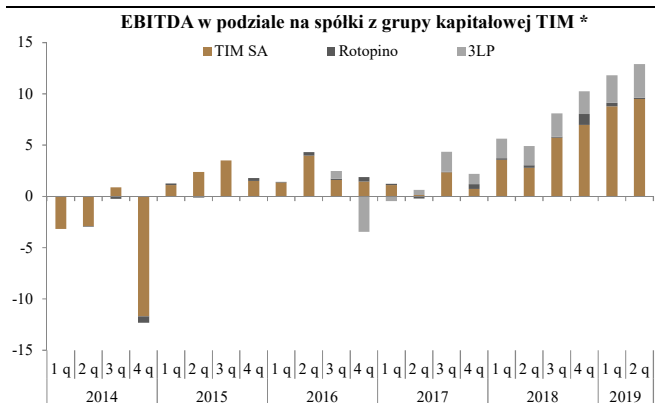
Źródło: TIM, Noble Securities

Po półroczu TIM zrealizował ok. 47% prognozowanych przez nas przychodów na 2019 r., jednak dzięki wyższej zyskowności udało się wykonać ponad 50% planowanych zysków. Podtrzymujemy nasze całoroczne prognozy finansowe (15,7 mln zł zysku netto i 46,2 mln zł EBITDA przy 886 mln zł przychodów).

**Wyniki spółek z grupy**

Bardzo dobrze radzi sobie TIM SA, gdzie wyraźnie rosną zyski. Marża na sprzedaży towarów utrzymuje się na poziomie ok. 18,5% i jednocześnie udało się ograniczyć koszty działalności (-4% r/r, -3% kw/kw). Częściowo jest to efekt wdrożenia MSSF16 - ograniczono koszty usług obcych (-2 mln zł r/r), odnosząc je w amortyzację (+0,4 mln zł) oraz koszty finansowe. Po półroczu spółka osiągnęła 11,8 mln zł zysku netto (x3 r/r) i 18,5 mln zł EBITDA (prawie x3 r/r) przy 376 mln zł przychodów (+6,5% r/r). Przychody wypełniły naszą prognozę w ok. 47% i dużym wyzwaniem będzie osiągnięcie 800 mln zł w całym roku. Z drugiej strony nie powinno być problemu z realizacją prognozy EBITDA (teraz wykonanie to 70%, realne jest nawet 30 mln zł EBITDA – taki wynik TIM miał tylko dwukrotnie: w latach największej prosperity 2006-07) oraz zysku netto (realizacja 73%, przy założeniu 30 mln zł EBITDA, zysk netto może sięgnąć 20 mln zł).

**Rosnące przychody, przepływy gotówkowe obciążone wyższym kapitałem obrotowym**



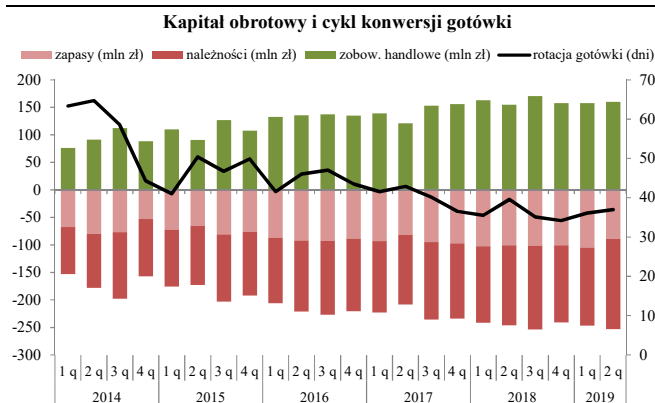
\* szacunki Noble Securities na podstawie raportu skonsolidowanego oraz raportów jednostkowych TIM SA oraz Rotopino SA (do 1Q2019)  
 Źródło: TIM, Noble Securities

Poniżej naszych oczekiwań są w tym roku spółka logistyczna 3LP. Analizując dane dotyczące wyników poszczególnych segmentów widoczna jest strata biznesu logistycznego, podczas gdy przed rokiem wynik oscylował powyżej 0. Zarząd tłumaczy to wyższymi kosztami wynikającymi z przygotowania do obsługi 2 nowych dużych kontraktów (z IKEA oraz jednym z dystrybutorów z branży automotive), przy braku przychodów z tego tytułu. Sytuacja ma charakter przejściowy i ma się poprawić w kolejnych kwartałach. Niemniej szacowane przez nas na ten rok wyniki (17 mln zł EBITDA i prawie 6 mln zł EBIT) są bardzo dużym wyzwaniem. Ewentualne „braki” będą naszym zdaniem nadrobione lepszymi wynikami TIM SA.

**Lepsze przepływy operacyjne**

W I półroczu TIM wygenerował +4,2 mln zł skonsolidowanych przepływów operacyjnych (vs -1,7 mln zł przed rokiem), z czego w samym Q2 było to +1 mln zł (vs -7,5 mln zł).

**Cykl konwersji gotówki pozostaje w trendzie spadkowym**



Źródło: TIM, Noble Securities

Tak dobry wynik to przede wszystkim efekt wysokich zysków: zysk netto + amortyzacja to w półroczu 18,5 mln zł (w samym Q2 10 mln zł), a przed rokiem odpowiednio 11,8 mln zł oraz 7 mln zł (z czego w Q2/2018 spółka miała 2 mln zł zysku ze sprzedaży zbędnego majątku). Ponadto przyrost kapitału obrotowego był niższy niż przed rokiem, w samym Q2 wyniósł 12 mln zł vs 15 mln zł w analogicznym okresie 2018 r. W większości przyrost KO dotyczy TIM SA, gdzie zmiana ta wynikała m.in. z ograniczenia wykorzystania faktoringu (pozytywnie wpłynęło na marżę, ale znacząco zwiększyło należności), co powinno się zmienić w kolejnych okresach, odblokowując część gotówki zamrożonej w należnościach.

### Zadłużenie

Wzrost KO znalazł finansowanie w zyskach spółki (tak na poziomie skonsolidowanym jak i jednostkowym). Wydatki inwestycyjne oraz spłaty rat leasingowych (czynsze) finansowane były wzrostem zadłużenia kredytowego; traktujemy to jako sytuację przejściową, spłata kredytu (ok. 8 mln zł na koniec półrocza) nastąpi ze środków wygenerowanych ze spłaty należności w kolejnych kwartałach.

Przypominamy, że z uwagi na wdrożenie MSSF16 w bilansie pojawiło się zadłużenie z tytułu umów leasingowych (łącznie ok. 80 mln zł).

### Rynek coraz bardziej wymagający

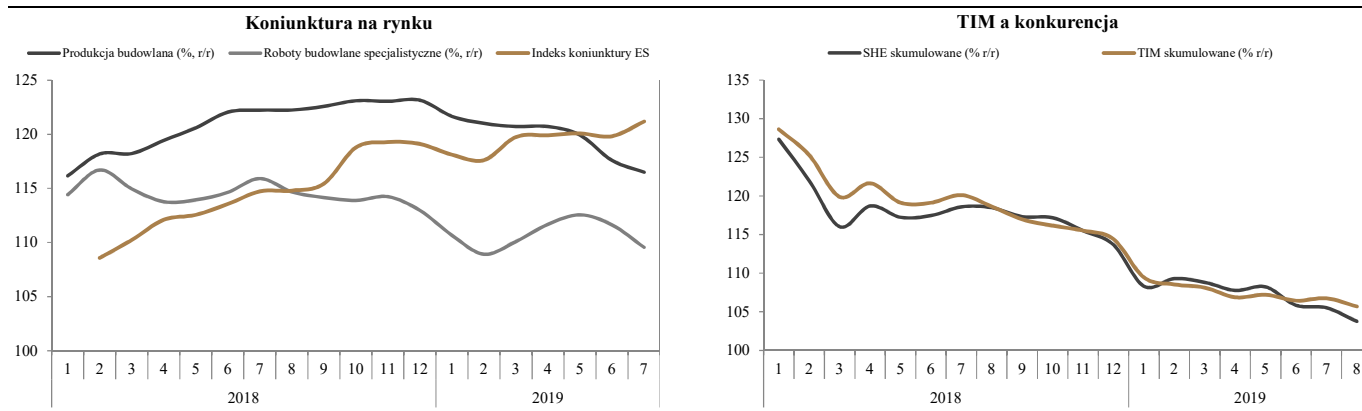
Strategia TIM-u zmierza do większego uniezależnienia się od koniunktury w branży budowlanej. Wciąż jednak gros sprzedaży jest powiązany z tym sektorem gospodarki.

Koniunktura w branży mierzona dynamiką produkcji budowlano-montażowej pokazuje stopniowe schładzanie sektora. Produkcja bud-mont. wzrosła co prawda w I półroczu o 6,5% r/r, niemniej widoczny jest stopniowy spadek dynamiki. Podobnie roboty budowlane specjalistyczne (zawierające się m.in. usługi elektroinstalacyjne) wzrosły w półroczu o 8,5%, ale w samym czerwcu i lipcu (ostatnie dane GUS) dynamika była już ujemna.

Pogorszenie klimatu w branży elektroinstalacyjnej potwierdzają dane Związku Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki (SHE), z których wynika, iż od czerwca następuje spadek sprzedaży w ujęciu r/r.

Inne dane, zbierane i publikowane przez branżowy periodyk Elektrosystemy, jeszcze wskazują na dobrą koniunkturę.

### Większość danych rynkowych wskazuje na pogorszenie koniunktury



Źródło: TIM, GUS, SHE, Elektrosystemy, Noble Securities

### Dane operacyjne

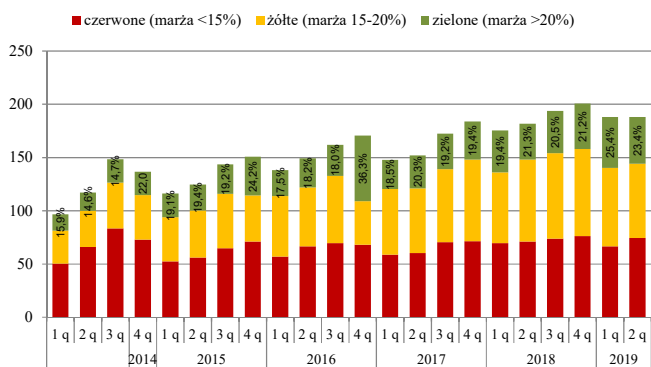
Za bardzo dobre wyniki skonsolidowane osiągnięte w I półroczu (i samym Q2/2019) odpowiada przede wszystkim część handlowa (TIM + Rotopino), gdyż w segmencie logistycznym nastąpiło pogorszenie r/r.

Wskazywaliśmy wcześniej na wzrost sprzedaży (+6,2% w H1/2019, +5,3% w Q2/2019) segmentu handlowego, dodatkowo jego rentowność zwiększyła się z 17% do 19,3% w I półroczu (co oznacza 13 mln zł większą marżę, w samy Q2/2019 marża zwiększyła się o 5 mln zł).

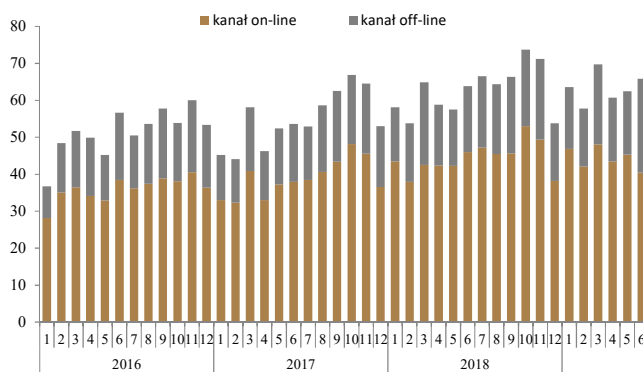
Wzrost rentowności to przede wszystkim efekt poprawy mixu produktowego (większy udział bardziej marżowych produktów) oraz wzrostu udziału kanału internetowego. W samym 2. kwartale przejściowo wzrósł udział mniej marżowego asortymentu „czerwonego”, co wiązało się z realizacją dużej transakcji w czerwcu (co dobrze widać w miesięcznej strukturze sprzedaży TIM SA).

Większość danych rynkowych wskazuje na pogorszenie koniunktury

Struktura sprzedaży: grupy produktowe (kwartalnie, mln zł)



Przychody wg kanałów sprzedaży (miesięcznie, mln zł)



Źródło: TIM, Noble Securities

Ostatnia wycena: 14,1 zł/akcję z dnia 17.06.2019 r. Cena w dniu wydania 9,8 zł.

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

**+48 (22) 213 22 36**

[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

**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  
**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 stosowna w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

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

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu 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 osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

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

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

**Investorzy 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 partycularnych 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: 17.06.2019, godz. 10.35 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 17.06.2019, godz. 10.45.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego..

## Rekomendacje Noble Securities, które zostały rozpowszechnione w okresie ostatnich 12 m-cy:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Bioton	nd	7,5	5,3	4,4	72%	26.07.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	9,4	183%	28.06.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	8,1	74%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0	406,5	14%	06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	43,6	19%	21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	159,6	-30%	20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	139,2	3%	28.03.2019	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	22,4	20%	15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	113,2	23%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	28,0	61%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	7,6	49%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	31,0	22,8	22,1	40%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	249,9	-22%	04.01.2019	9M	Kamil Jędrej
Pfleiderer Group	Trzymaj	33,8	31,4	26,2	29%	19.12.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	16,0	10,5	10,4	54%	18.12.2018	nd	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Kupuj	43,5	29,0	8,1	434%	17.12.2018	zawieszona	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,7	45,0	27,2	98%	14.12.2018	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	321,8	264,0			30.11.2018	9M	Kamil Jędrej
Dino Polska	Trzymaj	83,9	83,5			27.11.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	52,5	47,5			09.10.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Ciech	Kupuj	72,2	47,7			26.09.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Bogdanka	Akumuluj	67,6	61,4			24.09.2018	w trakcie aktualizacji	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	24,8	20,6			31.08.2018	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Kupuj	62,7	49,8			23.08.2018	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 - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.12.2018), Kamil Jędrej - 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 30

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

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

tel: +48 22 213 22 35

spółki przemysłowe, handlowe, budowlane, deweloperzy

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 36

spółki przemysłowe, energetyka, wydobywcie

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 37

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)

tel: +48 22 213 22 19

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