

TIM – umiejętne wykorzystanie okazji rynkowych

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). TIM już w niewielkim stopniu powiązany jest z branżą budowlaną, a coraz silniej z rozwojem kanałów sprzedaży on-line. Dodatkowo liczymy na wykorzystanie okazji rynkowych, co poprawi rentowność biznesu handlowego. Mając to na uwadze podnieśliśmy nasze oczekiwania finansowe i w efekcie również wycenę spółki. Osobno wyceniliśmy segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość spółki (39,55 zł/akcję) daje 40-proc. potencjał wzrostu kursu.

Sprzyjające warunki rynkowe

Wysoka dynamika wzrostu w segmencie handlowym za 1Q2021 i optymistyczne prognozy dotyczące rozwoju branży e-commerce skłoniły nas do podniesienia prognozy przychodów w horyzoncie średnioterminowym. Uważamy, że wzrost sprzedaży TIM SA w 2021 r. zawiązką pokryje ubytek wynikający z wyłączenia z konsolidacji Rotopino.

Wykorzystanie okazji rynkowych

Dynamicznie rosnące ceny surowców i kłopoty z dostępnością wybranych grup towarowych na rynku sprzyjać będą podniesieniu rentowności spółki, gdyż TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu zapasów magazynowych przygotowując się na możliwe zawirowania rynkowe.

Rozwój segmentu logistycznego

Bardzo dobre perspektywy rozwoju biznesu logistycznego wymagają rozbudowy potencjału magazynowego spółki 3LP. Zarząd podjął decyzję o zwiększeniu powierzchni magazynów o 1/3, co pozwoli w horyzoncie kilku lat utrzymać tempo wzrostu przychodów w tym obszarze działalności.

Polityka dywidendowa

Nowa polityka dywidendowa zakłada przeznaczenia do wypłaty akcjonariuszom min. 1 zł/akcję rocznie w latach 2021-23. Z naszych prognoz wynika, że w latach obowiązywania tejże polityki dywidenda wynosić będzie ok. 1,5 zł/akcję, przy zachowaniu bezpiecznego bilansu i finansowaniu rozwoju Grupy.

Wzrost zapotrzebowania na kapitał

Wyższe nakłady na kapitał obrotowy w TIM SA, wydatki inwestycyjne na nowy magazyn w 3LP oraz zapowiadana polityka dywidendowa wymagać będą zwiększenia dostępnych środków finansowych. W naszych prognozach dług netto będzie szybko przyrastał w latach 2021-22, by potem stopniowo się obniżyć (gotówka netto na koniec 2025 r.). Nie zakładamy emisji akcji ani kolejnych dezinwestycji.

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 41,3 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 27,4 zł oraz logistycznego: 10,4 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 39,55 zł.

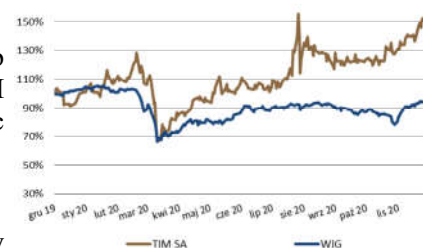
| mln zł | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży | 830,3 | 890,0 | 1 064,9 | 1 092,1 | 1 196,4 | 1 306,4 |
| EBITDA | 31,1 | 53,0 | 80,5 | 88,5 | 83,6 | 91,7 |
| zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom. | 11,9 | 19,6 | 31,7 | 45,4 | 43,3 | 44,8 |
| EPS | 0,54 | 0,88 | 1,43 | 2,05 | 1,95 | 2,02 |
| DPS | 1,00 | 0,80 | 2,20 | 1,37 | 1,29 | 1,40 |
| P/E (x) | 52,9 | 32,2 | 19,9 | 13,9 | 14,5 | 14,0 |
| EV/EBITDA (x) | 21,3 | 13,6 | 8,8 | 8,0 | 8,7 | 7,6 |

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

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 5.05.2021 o godz. 8:45. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 5.05.2021 o godz. 9:00.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

| | |
|-------------------|------------|
| Kurs akcji | 28,35 zł |
| Wycena | 39,55 zł |
| Potencjał wzrostu | 40% |
| Kapitalizacja | 629 mln zł |
| Free float | 63% |
| Śr. wolumen 6M | 44 362 |



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 | 23,42% |
| K. Wieczorkowski | 13,51% |
| NN OFE | 7,05% |
| Pozostali | 56,02% |

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 wyznaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 39,55 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 o ok. 15%, a dla biznesu logistycznego o ok. 45% w porównaniu do grudnia'20 (data publikacji poprzedniego raportu nt. TIM-u), przy czym zmieniliśmy zakres danych uwzględnionych w wycenie (wcześniej wskaźniki za lata 2020-22, teraz 2021-23)

| Podsumowanie wyceny | Waga | Wycena 1 akcji (zł) | poprzednio (zł) | zmiana |
|---------------------|------|---------------------|-----------------|------------|
| Wycena DCF | 50% | 41,3 | 26,4 | 57% |
| Wycena porównawcza | 50% | 37,8 | 28,1 | 34% |
| - obszar handel | | 27,4 | 20,9 | 31% |
| - obszar logistyka | | 10,4 | 7,2 | 44% |
| Wycena | | 39,6 | 27,3 | 45% |
| Kurs akcji | | 28,4 | | |
| Potencjał wzrostu | | 40% | | |

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 81 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Efektywna stopa podatkowa 20%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 1,55% (poprzednio 1,3%), premia za ryzyko w wysokości 5,54% (poprzednio 6,5%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian). Zmiana ww. parametrów modelu przełożyła się na wzrost wyceny o ok. 2 zł/akcję. Pozostała część wzrostu (tj. ok. 13 zł/akcję) była efektem zmian postrzegania perspektywy spółki.

| DCF | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 092 | 1 196 | 1 306 | 1 369 | 1 459 | 1 548 | 1 603 | 1 661 | 1 721 | 1 783 |
| NOPAT | 52 | 48 | 50 | 53 | 56 | 59 | 61 | 63 | 65 | 68 |
| Amortyzacja | 23 | 24 | 29 | 26 | 26 | 26 | 26 | 22 | 11 | 12 |
| Zmiany KON | -36 | 5 | -10 | -6 | -9 | -8 | -5 | -5 | -6 | -6 |
| CAPEX | -6 | -56 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 | -6 |
| FCFF | 34 | 21 | 63 | 67 | 67 | 71 | 76 | 74 | 65 | 67 |
| WACC | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% |
| Współczynnik dyskonta | 0,96 | 0,90 | 0,85 | 0,80 | 0,76 | 0,71 | 0,67 | 0,63 | 0,60 | 0,56 |
| DFCF | 32,2 | 18,8 | 53,6 | 53,6 | 50,8 | 50,7 | 50,7 | 46,9 | 38,6 | 37,8 |
| SUMA DFCFF do 2030 | 434 | | | | | | | | | |
| Wzrost FCFF po okresie prognozy | 0% | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna po 2030 | 1 004 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna | 563 | | | | | | | | | |
| Wartość Firmy (EV) | 997 | | | | | | | | | |
| Dług netto 31.12.2020 | 81 | | | | | | | | | |
| Udziałowcy mniejszościowi | 0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitałów własnych | 916 | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (w tys.) | 22,2 | | | | | | | | | |
| Wartość na 1 akcję | 41,3 | | | | | | | | | |

| Analiza wrażliwości | | | | | |
|---------------------|--------------------------|------|------|------|------|
| | Stopa wzrostu rezydualna | | | | |
| | -2% | -1% | 0% | 1% | 2% |
| WACC - 1,0% | 40,4 | 44,4 | 50,1 | 58,5 | 72,2 |
| WACC - 0,5% | 37,3 | 40,7 | 45,3 | 51,9 | 62,0 |
| WACC | 34,7 | 37,5 | 41,3 | 46,5 | 54,2 |
| WACC + 0,5% | 32,3 | 34,7 | 37,8 | 42,1 | 48,1 |
| WACC + 1,0% | 30,2 | 32,3 | 34,9 | 38,4 | 43,2 |

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 | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% | 1,55% |
| Premia za ryzyko | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% | 5,54% |
| Beta | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Koszt kapitału własnego | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% | 7,1% |
| 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 | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% | 3,05% |
| Koszt długu po tarczy | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% | 2,44% |
| Dług netto/EV | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| WACC | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% |

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 | 83 562 | 22,8 | 20,0 | 18,1 | 14,6 | 13,1 | 12,0 |
| Electrocomponents | 26 480 | 35,4 | 27,2 | 23,7 | 22,0 | 16,9 | 15,0 |
| Rexel | 23 471 | 13,9 | 11,9 | 10,4 | 8,1 | 7,6 | 6,7 |
| Eurocash | 2 079 | 23,4 | 17,9 | 18,7 | 5,8 | 5,6 | 6,6 |
| Intercars | 4 463 | 13,0 | 12,5 | 11,1 | 9,5 | 9,1 | 8,4 |
| Solar | 2 594 | 12,1 | 11,3 | 10,6 | 5,9 | 5,7 | 5,4 |
| Neuca | 3 176 | 19,9 | 18,3 | 17,0 | 12,3 | 11,2 | 10,4 |
| Oponeo | 736 | 19,8 | 18,5 | 16,7 | 10,9 | 9,9 | 9,1 |
| Mediana | | 19,9 | 18,1 | 16,9 | 10,2 | 9,5 | 8,7 |
| Implikowana wartość godziwa TIM (handel) | | 27,6 | 31,6 | 26,8 | 23,6 | 22,0 | 20,8 |
| Implikowana wartość godziwa TIM (handel) | | | | 27,4 | | | |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 5.05.2021 r. godz. 8:00

| Biznes logistyczny | Kapitalizacja (mln PLN) | P/E (x) | | | EV/EBITDA (x) | | |
|---|----------------------------|---------|-------|-------------|---------------|-------------|------------|
| | | 2020P | 2021P | 2022P | 2020P | 2021P | 2022P |
| DSV | 194 640 | | | | 21,2 | 19,7 | 18,3 |
| XPO Logistics | 57 661 | | | | 11,3 | 10,3 | 9,8 |
| Kerry Logistics | 20 418 | | | | 10,4 | 10,0 | 9,7 |
| ID Logistics Group | 6 190 | | | | 7,2 | 6,6 | 6,4 |
| Wincanton | 2 795 | | | | 6,2 | 5,8 | 5,3 |
| Self Storage | 906 | | | | 13,4 | 11,2 | bd |
| Mediana | | | | | 10,8 | 10,2 | 9,7 |
| Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka) | | | | | 7,0 | 11,2 | 9,4 |
| Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka) | | | | 10,4 | | | |

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 5.05.2021 r. godz. 8:00

WYNIKI 2020: wzrost przychodów i poprawa rentowności, niższy dług netto

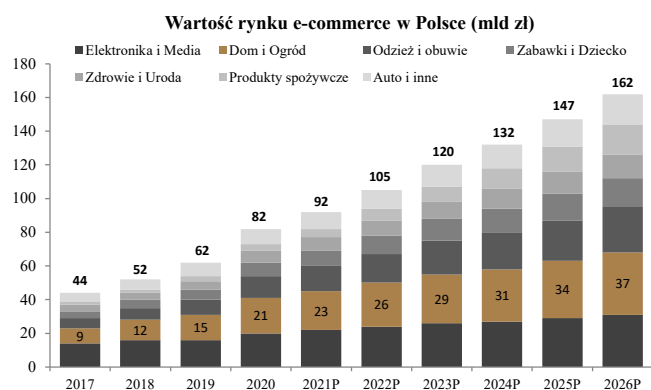
- Wyniki TIM-u za 2020 r. były bardzo dobre, nawet nieco lepsze od naszych oczekiwań. TIM jest jednym z beneficjentów zmian rynkowych będących efektem pandemii, tak w części handlowej (preferowany kanał on-line i wysoki popyt na materiały elektrotechniczne) jak i logistycznej (rozwój e-commerce).
- Wysoka rentowności, zarówno biznesu handlowego jak i w całej grupie kapitałowej pomimo niewielkiego wzrostu udziału kanału off-line w sprzedaży (31% w Q4/2020 vs <30% w poprzednich kwartałach).
- Dodatkowo pozytywny wpływ na zyski miało zdarzenie o charakterze jednorazowym: sprzedaż udziałów w Rotopino pod koniec grudnia i wykazania 6,5 mln zł zysku z tej transakcji. Ponownie na wyniku na działalności finansowej zaważyły ujemne różnice kursowe pochodzącej z rewaluacji walutowych zobowiązań leasingowych (głównie spółki 3LP).
- W 2020 r. nie obserwowaliśmy charakterystycznego dla ostatnich miesięcy roku spadku kapitału obrotowego. Wynikało to z decyzji o zwiększeniu zapasów w odpowiedzi na rosnące ceny wyrobów elektrotechnicznych (wynikające m.in. z wyższych cen surowców oraz transportu) i coraz częstsze problemy z dostępnością towarów. Równocześnie spółka zdecydowała się na wcześniejszą płatność części zobowiązań handlowych.
- CAPEX wzrósł znacząco w IV kwartale, cały rok zamknął wyraźnie powyżej naszych prognoz.
- Pod koniec roku TIM wypłacił zaliczkę na dywidendę, wzrosły nakłady na CAPEX oraz na kapitał obrotowy. Efektem było niższe tempo obniżenia zadłużenia netto.

| Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | r/r | 2019 | 2020 | r/r | % progn. NS |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|---------------|-------------|
| Przychody | 242,7 | 240,1 | 253,7 | 267,7 | 303,5 | 25,0% | 890,0 | 1 064,9 | 19,6% | 104% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 52,0 | 49,6 | 58,3 | 61,0 | 70,9 | 36,3% | 188,5 | 239,7 | 27,2% | 104% |
| rentowność | 21% | 21% | 23% | 23% | 23% | | 21% | 23% | | |
| Koszty działalności | 43,8 | 42,3 | 46,2 | 46,0 | 53,1 | 21,2% | 155,8 | 187,5 | 20,4% | 103% |
| % sprzedaży | 18% | 18% | 18% | 17% | 17% | | 18% | 18% | | |
| Saldo pozostałej działalności oper. | -0,3 | 0,0 | -0,3 | 0,0 | 6,4 | | -0,2 | 6,1 | | |
| EBIT | 7,9 | 7,3 | 11,9 | 15,0 | 24,2 | 205% | 32,5 | 58,3 | 79,3% | 123% |
| rentowność | 3% | 3% | 5% | 6% | 8% | | 4% | 5% | | |
| EBITDA | 13,2 | 12,5 | 17,5 | 20,5 | 30,0 | 127% | 53,0 | 80,5 | 51,8% | 109% |
| rentowność | 5% | 5% | 7% | 8% | 10% | | 6% | 8% | | |
| amortyzacja | 5,3 | 5,2 | 5,6 | 5,5 | 5,8 | 9,4% | 20,5 | 22,1 | 8,1% | 111% |
| Saldo działalności finansowej | -0,1 | -6,6 | -0,5 | -2,8 | -3,9 | | -7,3 | -13,8 | | |
| Zysk netto | 5,4 | 0,5 | 8,9 | 10,4 | 17,3 | 222,0% | 19,6 | 37,1 | 89,8% | 108% |
| rentowność | 2% | 0% | 3% | 4% | 6% | | 2% | 3% | | |
| Zysk netto powtarzalny | 5,4 | 0,5 | 8,9 | 10,4 | 12,0 | 124,4% | 19,6 | 31,9 | 63,0% | 110% |
| rentowność | 2% | 0% | 3% | 4% | 4% | | 2% | 3% | | |
| Dług netto | 91,8 | 95,3 | 99,9 | 83,4 | 81,0 | -12% | 91,8 | 81,0 | -11,8% | 148% |
| CF Oper. | 15,3 | 7,1 | 1,7 | 23,3 | 6,7 | -56% | 54,1 | 38,8 | -28,2% | 98% |
| CAPEX | 1,5 | 2,1 | 2,4 | 2,2 | 5,5 | 264% | 18,0 | 12,2 | -32,2% | -122% |
| P/E | 32,2 | 38,8 | 30,7 | 24,9 | 19,7 | | 32,2 | 19,7 | | |
| EV/EBITDA | 13,6 | 13,5 | 12,5 | 11,2 | 9,6 | | 13,6 | 9,6 | | |
| Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | r/r | 2019 | 2020 | r/r | % progn. NS |
| Przychody | 215,1 | 213,2 | 218,0 | 240,8 | 263,8 | 22,6% | 798,4 | 935,7 | 17,2% | 103% |
| EBITDA | 8,4 | 7,7 | 10,6 | 13,0 | 20,2 | 142,0% | 35,8 | 51,5 | 43,8% | 117% |
| Zysk netto | 4,5 | 4,5 | 7,3 | 11,5 | 12,7 | 185,2% | 22,7 | 36,0 | 58,7% | 116% |

Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

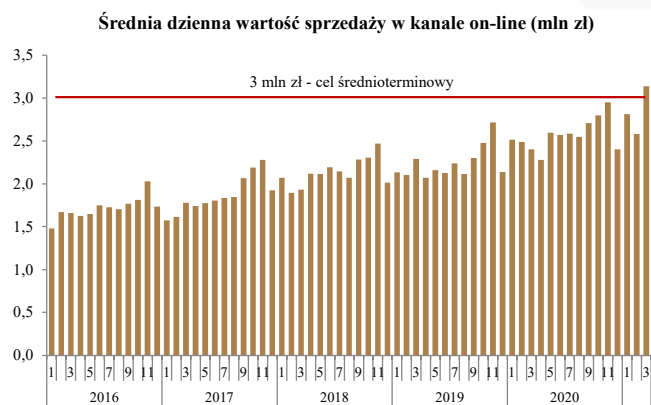
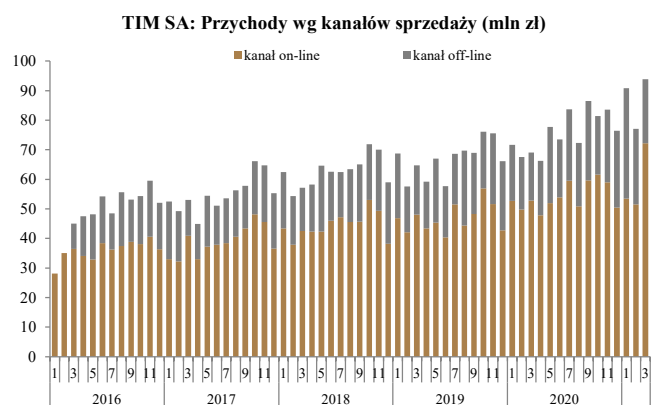
PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: segment handlowy (TIM SA)**Dynamiczny rozwój e-commerce**

Dynamika wzrostu sprzedaży w kanale on-line nie zwalania. Wg szacunków PwC wartość rynku e-commerce w Polsce wyniosła w 2020 r. 82 mld zł (+35% r/r), a prognozy na rok bieżący wskazują na wzrosty rzędu 12%. Średnie prognozowane tempo wzrostu branży w latach 2021-26 wynosi ok. 12% rocznie, z czego w segmencie Dom i Ogród (a w tym obszarze głównie operuje TIM) ma sięgnąć ok. 10% średniorocznie. Segment produktów elektrotechnicznych, w których specjalizuje się TIM, bardzo dobrze wpisuje się w trend digitalizacji sprzedaży. Sprzyja temu specyfika oferowanego towaru (duża standaryzacja produktów) jak i trendy demograficzne (zmiana pokoleniowa w branży instalacyjnej).

Trendy na rynku e-commerce

Źródło: TIM, Noble Securities

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

Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line

Źródło: TIM, Noble Securities

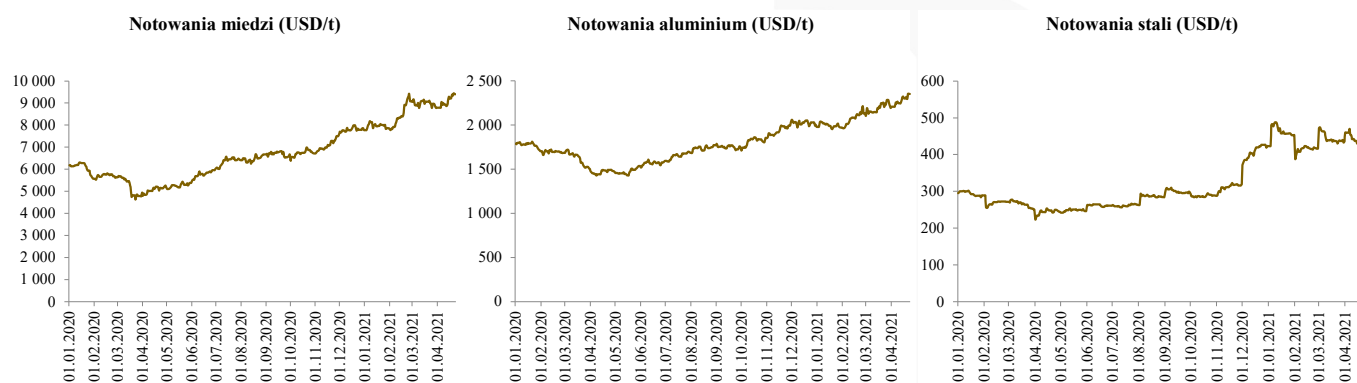
Narastająco po 3 miesiącach br. TIM SA wypracował 262 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 20% r/r. W naszych prognozach na 2021 r. zakładaliśmy wcześniej dynamikę rzędu 5%, zgodną z długoterminową strategią spółki. Zmiany jakie nastąpiły na rynku w związku z koronawirusem w dalszym ciągu sprzyjają spółkom obecnym w kanale e-commerce i pozwalają im rosnać szybciej od całej branży. Potwierdzeniem tego stanu są dane rynkowe publikowane przez Stowarzyszenie Hurtowni

Elektrycznych (SHE), wg których rynek od wiosny'20 wszedł w trend spadkowy, prezentując zupełnie inne zachowanie niż TIM.

Rosnące ceny surowców i braki towarów na rynku szansą na wzrosty marży

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

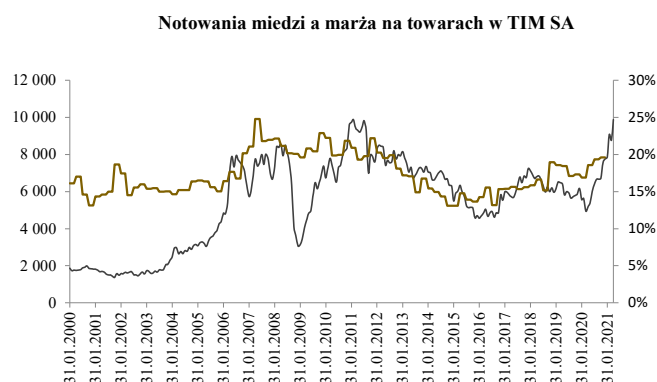
Notowania wybranych surowców



Źródło: Bloomberg, Noble Securities

Oczekujemy, że spółka skutecznie wykorzysta nadarżające się okazje rynkowe i będzie w stanie poprawić marżę. TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu zapasów magazynowych przygotowując się na możliwe zawirowania rynkowe. Analizując trendy cenowe kluczowych metali w ostatnich 20 latach widać, że TIM-owi udawało się zwiększać rentowność przy dynamicznych ruchach cen surowców bazowych (np. w połowie 2007 r.).

Silna korelacja cen kluczowych metali i marży w biznesie handlowym



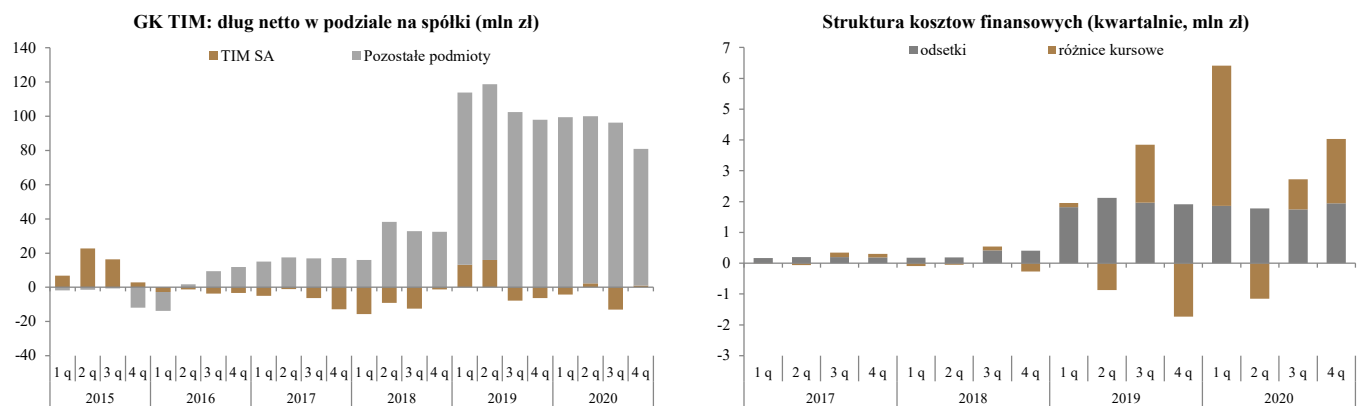
Źródło: Bloomberg, TIM, Noble Securities

Koszty finansowe już nie obciążone różnicami kursowymi

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 2020 r. wynosiła ok. 17,6 mln EUR. Wzrost kursu EUR/PLN skutkowało zwiększeniem ww.

zobowiązań w przeliczeniu na PLN. W efekcie pojawiły się ujemne różnice kursowe, w 2020 r. koszty z tytułu różnic kursowych były zbliżone pod względem wartości do kosztów odsetkowych (ok. 7 mln zł).

Większy wpływ różnic kursowych na saldo działalności finansowej po wdrożeniu MSSF16



Źródło: TIM, Noble Securities

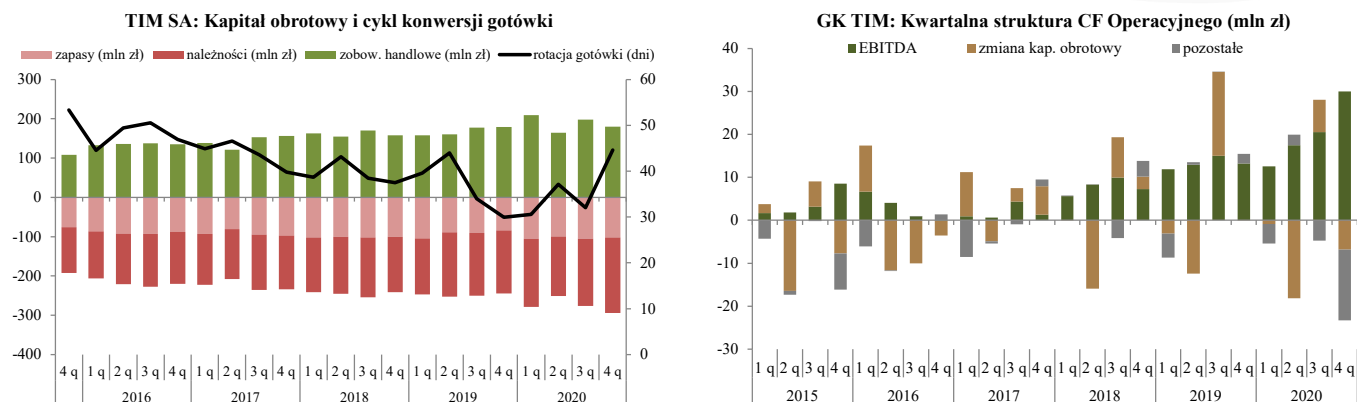
W kolejnych latach nie zakładamy dalszego osłabienia PLN (choć działania NBP mają na celu przeciwdziałanie aprecjacji polskiej waluty) i tym samym prognozowane wyniki nie są obciążone kosztami rewaluacji walutowych zobowiązań finansowych.

Tymczasowy wzrost wartości zapasów

Płynność zawsze była priorytetowo traktowana przez zarząd TIM-u, ze szczególnym uwzględnieniem zarządzania kapitałem obrotowym. W 2020 r. zaangażowanie środków pieniężnych w finansowanie kapitału obrotowego netto wzrosło o ponad 25 mln zł, gdyż spółka zwiększyła wartość zapasów (świadoma decyzja wynikająca m.in. z przewidywanych kłopotów z dostępnością niektórych towarów), przy jednoczesnym utrzymaniu poziomu zobowiązań handlowych. Spadek wskaźnika rotacji zobowiązań handlowych został wymuszony zmianą przepisów w 2020 r. (skrócenie terminów spłaty zobowiązań wobec małych i średnich dostawców), ale także wynikał z bardzo dobrej sytuacji finansowej spółki na koniec roku (możliwość zwiększenia marży w zamian za wcześniejszą spłatę kredytu kupieckiego).

W 2021 r. prognozujemy dalszy wzrost wydatków na kapitał obrotowy: wyższy będzie średnioroczny poziom zapasów (reakcja na sytuację na rynku i wykorzystanie okazji rynkowych) przy niepełnej możliwości sfinansowania tego przyrostem zobowiązań (krótkie terminy płatności dla mniejszych dostawców). Zakładamy, że sytuacja wróci do normy od 2022 r., poprawią się wówczas wskaźniki rotacji i uwolniona zostanie część środków finansowych służących finansowaniu tegorocznego przyrostu.

Wzrost cyklu konwersji gotówki skutkiem zwiększenia wartości zapasów pod koniec 2020 r.



Źródło: TIM, Noble Securities

PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: segment logistyczny (3LP)

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

- a) 3LP kieruje swoją ofertę przede wszystkim do podmiotów z sektora e-commerce, aktywnie pozyskując nowych klientów i zwiększając zakres usług,
- b) wyjście Rotopino z GK TIM (przy jednoczesnym utrzymaniu współpracy z tą firmą) zwiększy wartość przychodów realizowanych poza grupę,
- c) planowane inwestycje zwiększą potencjał przychodowy.

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

Przy obecnym tempie pozyskiwania nowych klientów i dynamice wzrostu liczby operacji dokonywanych przez tych klientów trudno utrzymać tak duży przyrost sprzedaży w dłuższym okresie jedynie poprzez poprawę efektywności działania. Dostrzegając ryzyko wyhamowania wzrostu w horyzoncie 2 lat zarząd podjął decyzję o rozbudowie magazynu w Siechnicach (ok. 25 tys. mkw. dodatkowej przestrzeni magazynowej vs ok. 75 tys. mkw. obecnie udostępnionej klientom). Inwestycja realizowana będzie w dotychczasowym modelu asset light, tj. przez wynajęcie gotowego już obiektu od wyspecjalizowanego dewelopera na zasadach długoterminowej umowy najmu. Podobnie jak było to w przypadku obecnie użytkowanych hal magazynowych, TIM zainwestuje w automatykę magazynową. Wstępnie szacowany prze nas wydatek 3LP to 50 mln zł, do poniesienia przede wszystkim w 2022 r.

POLITYKA DYWIDENDOWA

Przy ustalaniu wartości wypłacanej dywidendy, która będzie rekomendowana Radzie Nadzorczej oraz Walnemu Zgromadzeniu będą uwzględniane m.in. następujące czynniki:

- ocena biznesowa, perspektywy rozwoju i związane z tym potrzeby inwestycyjne GK TIM,
- sytuacja płynnościowa, koszt finansowania dłużnego, możliwość jego pozyskania na istniejące i przyszłe zobowiązania,
- oraz konieczność utrzymania zadłużenia GK TIM na bezpiecznym poziomie (wskaźnik dług netto do EBITDA < 2).

Zarząd spółki rekomendując podział zysku za lata obrotowe 2021-2023, będzie dążył do przedkładania Radzie Nadzorczej i Walnemu Zgromadzeniu propozycji wypłaty dywidendy z wypracowanego zysku netto oraz funduszu dywidendowego, obliczonej z uwzględnieniem następujących zasad:

- w przypadku wypracowania jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym co najmniej na poziomie 15 mln zł zarząd zaproponuje wypłatę dywidendy w wysokości 22,2 mln zł (1 zł/akcję), powiększonej o 50% ewentualnej nadwyżki jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym ponad kwotę 22,2 mln zł,
- w przypadku wypracowania jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym w wysokości do 15 mln zł Zarząd zaproponuje wysokość dywidendy na podstawie oceny sytuacji opartej na analizie czynników wymienionych powyżej.

Polityka dywidendowa w zakresie wypłaty dywidendy będzie podlegała okresowym przeglądom, a ostateczna decyzja w zakresie wysokości dywidendy oraz szczegółowych warunków wypłaty zostanie każdorazowo podjęta przez Walne Zgromadzenie Spółki.

Nasze prognozy zakładają w każdym roku jednostkowy zysk netto na poziomie powyżej 15 mln zł, tak więc spodziewamy się w każdym roku obowiązywania polityki dywidendowej wypłaty powyżej 1 zł/akcję.

Ponieważ tylko połowa nadwyżki ponad 22,2 mln zł ma trafić do akcjonariuszy w formie dywidendy, spółka będzie miała wystarczające zasoby, aby finansować rozwój biznesu (CAPEX, kapitał obrotowy).

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

We wszystkich spółkach Grupy Kapitałowej TIM w pełni spełniane są wymogi regulacyjne dotyczące ochrony środowiska. W TIM S.A. praca ma wyłącznie biurowy charakter, a politykę w zakresie ochrony środowiska posiada tylko spółka 3LP. Ze względu na magazynowy i logistyczny charakter działalności spółka ta ma największy potencjał do podejmowania działań w zakresie zużycia energii i takie działania aktywnie realizuje.

TIM jest spółką bardzo zaangażowaną społecznie. Każdego roku około 1% zysku brutto jest przeznaczane na działania i inwestycje społeczne. W 2020 r. na wszystkie inicjatywy przekazano łącznie 425 tys. zł. W ramach programu TIM Mikołajów spółka wraz ze swoimi kontrahentami wsparła 17 lokalnych organizacji społecznych na łączną kwotę ponad 220 tys. zł. W TIM S.A. funkcjonują m.in. programy wolontariatu pracowniczego i program grantowy. Ponadto organizowane są akcje sportowo-charytatywne promujące wśród pracowników aktywny tryb życia.

KOREKTA PROGNOZ

Wysoka dynamika wzrostu w **segmencie handlowym** za I kwartał 2021 r. i optymistyczne prognozy dotyczące rynku e-commerce na najbliższe kilka lat (szacunki PwC na lata 2021-26) skłoniły nas do podniesienia prognozy przychodów TIM SA w horyzoncie średnioterminowym. Uważamy, że wzrost sprzedaży TIM SA w 2021 r. z nawiązką pokryje ubytek wynikający z wyłączenia Rotopino poza grupę. Z kolei dynamicznie rosnące ceny surowców i kłopoty z dostępnością wybranych grup towarowych na rynku sprzyjać będą podniesieniu rentowności spółki, gdyż TIM z wyprzedzeniem podjął decyzję o zwiększeniu zapasów magazynowych przygotowując się na możliwe zawirowania rynkowe. W założeniach do prognoz przyjęliśmy wzrost marży na towarach o 0,7 pp. Co przy przychodach na poziomie ok. 1 mld zł, dawałoby dodatkowy zysk w kwocie 7 mln zł. Przyjmujemy, że większość tego wyniku TIM zaksięguje w I półroczu. Konserwatywnie założyliśmy, że w kolejnych latach marża spadnie do poziomu z 2020 r.

Segment logistyczny powinien jeszcze przynajmniej przez rok utrzymać wysoką dynamikę z 2020 r., jednak spółka 3LP zbliża się do pełnego wykorzystania własnego potencjału sprzedażowego. Dlatego też założyliśmy spadek dynamiki w 2022 r. Od 2023 r. spółka logistyczna powróci na ścieżkę szybkiego wzrostu za sprawą nowego magazynu, którego realizację Zarząd niedawno zapowiedział (ok. 25 tys. mkw. dodatkowej przestrzeni magazynowej vs ok. 75 tys. mkw. obecnie udostępnionej klientom). Założyliśmy 3-letni okres „wypełniania” nowego magazynu i przy pełnym wykorzystaniu całkowitej powierzchni ok. 100 tys. mkw. spółka będzie osiągała ok. 200 mln zł przychodów (+33% vs docelowe przychody dla obecnie dostępnych magazynów). Proste powiązanie wzrostu przychodów ze wzrostem dostępnej powierzchni magazynowej jest naszym zdaniem podejściem zbyt uproszczonym, gdyż wolumen świadczonych usług logistycznych (a spółka 3LP świadczy usługi logistyczne, a nie tylko magazynowe) znacząco wzrosnie przede wszystkim dzięki wyposażeniu nowych hal w nowoczesną automatykę magazynową.

W 2021 r. prognozujemy **dodatkowy zysk na sprzedaży działki** do dewelopera (one-off). Biorąc pod uwagę wcześniejsze tego typu transakcje (kiedy TIM odsprzedawał deweloperowi teren pod magazyn budowany na potrzeby spółki logistycznej z GK TIM) spodziewamy się wpływu na poziomie ok. 5 mln zł i zysku ok. 3 mln zł. Wcześniej nie uwzględnialiśmy tego w naszych prognozach.

Zmieniliśmy nasze prognozy dotyczące **CAPEX-u**. Po nieco wyższych od zakładanych wydatkach inwestycyjnych w 2020 r., w roku bieżącym CAPEX powinien spaść poniżej 10 mln zł. Z kolei rok 2022 to okres wzmoczonych inwestycji wynikających z budowy nowego magazynu dla 3LP. Choć spółka samodzielnie nie realizuje budowy hali (3LP funkcjonuje w tzw. modelu asset light, nie inwestując w nieruchomości, a jedynie wynajmując je od wyspecjalizowanych deweloperów w ramach długoterminowych umów najmu), to jednak po jej stronie leży wyposażenie magazynów w nowoczesną automatykę. Szacujemy, że koszt zakupu sortera (tzw. shuttle) oraz innych dodatkowych urządzeń wyniesie ok. 50 mln zł. Dla uproszczenia przyjęliśmy, że cała ww. kwota zostanie wydatkowana w 2022

r., choć może się zdarzyć, iż część wydatków trzeba będzie ponieść jeszcze w 2021 r. (np. przedpłaty dla dostawcy automatyki) oraz w 2023 r. (w zależności od harmonogramu odbioru i uruchomienia wszystkich urządzeń). Oddanie magazynu w 2023 r. (założenia NS) spowoduje skokowy wzrost kosztów w 3LP (wzrosną koszty stałe – czynsze za wynajem hali) przy stopniowym „zapełnianiu” nowej powierzchni, co w krótkim terminie pogorszy efektywność biznesu i negatywnie wpłynie na zyski spółki logistycznej. Powrotu wysokiej dynamiki zysków spodziewamy się w latach 2024-25.

Zaangażowanie gotówki w **kapitał obrotowy netto** w TIM SA może jeszcze wzrosnąć w 2021 r. na skutek utrzymywania podwyższonych stanów magazynowych z uwagi na problemy z dostępnością niektórych towarów (ale z drugiej strony liczymy na ponadprzeciętną marżę na sprzedaży w biznesie handlowym). Od 2022 r. spodziewamy się powrotu do wcześniejszych poziomów i w konsekwencji poprawy wskaźników rotacji i krótszego cyklu konwersji gotówki.

W ślad za przedstawioną niedawno nową **polityką dywidendową** TIM-u skorygowaliśmy nasze założenia odnośnie wysokości i częstotliwości wypłacanej dywidendy. Prognozujemy dywidendę za 2021 r. na poziomie ok. 1,4 zł/akcję. Zarząd zadeklarował, że zamierza dzielić się zyskiem dwa razy do roku („pod choinkę” i „na wakacje”), co również uwzględniliśmy w prognozach wyników. Nowa polityka dywidendowa zakłada przeznaczenia na dywidendę kwoty 22,2 mln zł i 50% ewentualnej nadwyżki zysku ponad tę wartość. Przy naszych prognozach na kolejne lata (zysk netto znacznie powyżej 22,2 mln zł rocznie), część wypracowanego zysku pozostanie w spółce. Zarząd nie sprecyzował w jaki sposób środki te będą spożytkowane.

Prognozujemy wzrost **zadłużenia**, jako efekt: a) zwiększonych nakładów na kapitał obrotowy w TIM SA (rok 2021), b) wydatków inwestycyjnych na wyposażenie nowego magazynu w 3LP (rok 2022) i c) wyższej dywidendy (dywidenda za 2020 r i zaliczka za 2021 r. – płatność w 2021 r.). W naszych prognozach dług netto będzie szybko przyrastał w latach 2021-22, by potem stopniowo się obniżać (brak dużych wydatków inwestycyjnych). Model prognostyczny wskazuje, iż na koniec 2025 r. spółka będzie dysponowała nadwyżką gotówki (ujemny dług netto).

| mln zł | 2019 | 2020 | 2021P nowa | 2021P stara | zmiana | 2022P nowa | 2022P stara | zmiana | 2023P nowa | 2023P stara | zmiana |
|-------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|--------|----------------|----------------|---------|----------------|----------------|--------|
| TIM SA | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 798,4 | 935,7 | 1 026,2 | 953,9 | 7,6% | 1 123,0 | 963,4 | 16,6% | 1 217,0 | 973,1 | 25,1% |
| Zysk na towarach | 140,9 | 174,1 | 199,3 | 172,1 | 15,8% | 208,8 | 173,8 | 20,1% | 226,2 | 175,6 | 28,9% |
| <i>marża na towarach</i> | <i>17,8%</i> | <i>18,7%</i> | <i>19,5%</i> | <i>18,2%</i> | | <i>18,7%</i> | <i>18,2%</i> | | <i>18,7%</i> | <i>18,2%</i> | |
| Koszty operacyjne | 119,7 | 138,5 | 155,1 | 142,4 | 8,9% | 168,1 | 143,6 | 17,0% | 181,6 | 144,8 | 25,5% |
| EBIT | 29,6 | 45,4 | 48,5 | 38,2 | 26,8% | 45,5 | 38,5 | 18,0% | 49,8 | 38,9 | 27,9% |
| EBITDA | 35,8 | 51,5 | 54,6 | 44,3 | 23,2% | 51,6 | 44,6 | 15,6% | 55,9 | 45,0 | 24,2% |
| <i>marża EBITDA</i> | <i>4,5%</i> | <i>5,5%</i> | <i>5,3%</i> | <i>4,6%</i> | | <i>4,6%</i> | <i>4,6%</i> | | <i>4,6%</i> | <i>4,6%</i> | |
| Zysk netto | 22,7 | 36,0 | 38,7 | 31,1 | 24,5% | 35,3 | 31,5 | 12,1% | 40,1 | 31,8 | 25,9% |
| Zysk netto powtarzalny | 22,7 | 30,8 | 38,7 | 31,1 | 24,5% | 35,3 | 31,5 | 12,1% | 40,1 | 31,8 | 25,9% |
| 3LP | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 86,6 | 114,7 | 145,0 | 130,0 | 11,5% | 150,0 | 140,0 | 7,1% | 167,3 | 150,0 | 11,6% |
| Przychody poza grupę | 26,1 | 40,7 | 65,9 | 53,3 | 23,6% | 73,5 | 58,2 | 26,3% | 89,4 | 63,1 | 41,7% |
| EBIT | 2,4 | 6,1 | 13,9 | 11,7 | 18,5% | 14,4 | 12,9 | 11,5% | 13,0 | 13,1 | -0,2% |
| EBITDA | 16,1 | 21,7 | 30,9 | 26,4 | 16,9% | 32,0 | 28,6 | 12,1% | 35,8 | 30,7 | 16,8% |
| <i>marża EBITDA</i> | <i>18,6%</i> | <i>18,9%</i> | <i>21,3%</i> | <i>20,3%</i> | | <i>21,3%</i> | <i>20,4%</i> | | <i>21,4%</i> | <i>20,4%</i> | |
| Grupa Kapitałowa TIM | | | | | | | | | | | |
| Przychody | 890,0 | 1 064,9 | 1 092,1 | 1 007,2 | 8,4% | 1 196,4 | 1 021,6 | 17,1% | 1 306,4 | 1 036,1 | 26,1% |
| towary | 854,4 | 1 018,4 | 1 021,8 | 945,3 | 8,1% | 1 118,2 | 954,7 | 17,1% | 1 211,9 | 964,3 | 25,7% |
| usługi | 35,7 | 46,5 | 70,3 | 61,9 | 13,5% | 78,3 | 66,9 | 17,0% | 94,6 | 71,8 | 31,6% |
| Koszty operacyjne | 155,8 | 187,5 | 207,1 | 184,0 | 12,6% | 227,2 | 188,9 | 20,3% | 258,0 | 194,8 | 32,5% |
| <i>udział w przychodach</i> | <i>17,5%</i> | <i>17,6%</i> | <i>19,0%</i> | <i>18,3%</i> | | <i>19,0%</i> | <i>18,5%</i> | | <i>19,7%</i> | <i>18,8%</i> | |
| EBIT | 32,5 | 58,3 | 65,4 | 50,0 | 30,9% | 59,9 | 51,4 | 16,4% | 62,8 | 52,0 | 20,8% |
| EBITDA | 53,0 | 80,5 | 88,5 | 70,8 | 25,1% | 83,6 | 73,2 | 14,2% | 91,7 | 75,7 | 21,2% |
| <i>marża EBITDA</i> | <i>6,0%</i> | <i>7,6%</i> | <i>8,1%</i> | <i>7,0%</i> | | <i>7,0%</i> | <i>7,2%</i> | | <i>7,0%</i> | <i>7,3%</i> | |
| Saldo finansówki | -7,3 | -13,8 | -6,3 | -5,2 | 21,7% | -6,4 | -4,3 | 49,9% | -7,5 | -3,7 | 102,4% |
| zysk netto | 19,6 | 37,1 | 47,8 | 36,3 | 32,0% | 43,3 | 38,2 | 13,3% | 44,8 | 39,1 | 14,5% |
| zysk netto powtarzalny | 19,6 | 31,7 | 45,4 | 36,3 | 25,2% | 43,3 | 38,2 | 13,3% | 44,8 | 39,1 | 14,5% |
| CAPEX | 18,0 | 22,9 | 6,0 | 10,0 | -40,0% | 56,0 | 20,8 | 169,0% | 6,0 | 21,7 | -72,4% |
| Dywidenda | 17,8 | 26,6 | 33,3 | 6,7 | | 30,4 | 28,0 | | 28,7 | 28,3 | |
| Dług netto | 91,8 | 81,0 | 82,4 | 13,3 | 519,4% | 96,7 | 3,3 | 2788,1% | 68,1 | -8,2 | nd |
| P/E | 32,2 | 19,9 | 13,9 | 17,4 | | 14,5 | 16,5 | | 14,0 | 16,1 | |
| EV/EBITDA | 13,6 | 8,8 | 8,0 | 9,1 | | 8,7 | 8,6 | | 7,6 | 8,2 | |

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

| TIM SA (mln zł) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|--------------|--------------|--------------|---------------------------------|---------------|---------------|
| Przychody | 751,5 | 798,4 | 935,7 | 1026,2 | 1123,0 | 1217,0 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 131,0 | 149,1 | 178,0 | 203,6 | 213,5 | 231,4 |
| <i>marża na towarach</i> | <i>16,7%</i> | <i>17,8%</i> | <i>18,7%</i> | <i>19,5%</i> | <i>18,7%</i> | <i>18,7%</i> |
| Koszty operacyjne | 116,3 | 119,7 | 138,5 | 155,1 | 168,1 | 181,6 |
| <i>% przychodów</i> | <i>15,5%</i> | <i>15,0%</i> | <i>14,8%</i> | <i>15,1%</i> | <i>15,0%</i> | <i>14,9%</i> |
| Zysk na sprzedaży | 14,8 | 29,4 | 39,5 | 48,5 | 45,5 | 49,8 |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | -1,9 | 0,2 | 5,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 12,9 | 29,6 | 45,4 | 48,5 | 45,5 | 49,8 |
| EBITDA | 17,2 | 35,8 | 51,5 | 54,6 | 51,6 | 55,9 |
| Koszty i przychody finansowe netto | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,7 | -1,9 | -0,3 |
| Zysk netto raportowany | 10,2 | 22,7 | 36,0 | 38,7 | 35,3 | 40,1 |
| Zysk netto powtarzalny | 12,6 | 22,7 | 30,8 | 38,7 | 35,3 | 40,1 |
| Amortyzacja | 4,3 | 6,3 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,1 |
| CAPEX | -1,6 | -5,1 | -8,0 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| CF operacyjny | 19,7 | 37,3 | 13,3 | 20,4 | 60,6 | 37,5 |
| Dywidenda | 22,2 | 17,8 | 26,6 | 33,3 | 30,4 | 28,7 |
| Dług netto | -1,3 | -6,3 | 1,0 | 16,9 | -7,1 | -9,7 |
| Rotopino (mln zł) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| Przychody | 60,8 | 64,1 | 86,7 | wylączone z konsolidacji | | |
| Zysk netto | 0,1 | 0,5 | 2,6 | wylączone z konsolidacji | | |
| 3LP (mln zł) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| Przychody razem | 74,2 | 86,6 | 114,7 | 145,0 | 150,0 | 167,3 |
| Przychody zewnętrzne | 14,4 | 26,1 | 40,7 | 65,9 | 73,5 | 89,4 |
| EBIT | 1,1 | 2,4 | 6,1 | 13,9 | 14,4 | 13,0 |
| EBITDA | 7,6 | 16,1 | 21,7 | 30,9 | 32,0 | 35,8 |

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

| Skonsolidowany rachunek zysków i strat | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 830,3 | 890,0 | 1 064,9 | 1 092,1 | 1 196,4 | 1 306,4 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 161,1 | 188,5 | 239,7 | 269,5 | 287,0 | 320,8 |
| Koszty sprzedaży i zarządu | 143,5 | 155,8 | 187,5 | 207,1 | 227,2 | 258,0 |
| Zysk na sprzedaży | 17,7 | 32,7 | 52,2 | 62,4 | 59,9 | 62,8 |
| Pozostałe przychody i koszty operacyjne | 2,2 | -0,2 | 6,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 19,9 | 32,5 | 58,3 | 62,4 | 59,9 | 62,8 |
| Koszty i przychody finansowe netto | -1,1 | -7,3 | -13,8 | -6,3 | -6,4 | -7,5 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 18,7 | 25,2 | 44,6 | 59,1 | 53,4 | 55,3 |
| Podatek dochodowy | 3,6 | 5,7 | 7,4 | 11,2 | 10,1 | 10,5 |
| Zysk netto raportowany | 15,1 | 19,6 | 37,1 | 47,8 | 43,3 | 44,8 |
| Zysk netto powtarzalny | 11,9 | 19,6 | 31,7 | 45,4 | 43,3 | 44,8 |
| Amortyzacja | 11,2 | 20,5 | 22,1 | 23,1 | 23,7 | 28,9 |
| EBITDA | 31,1 | 53,0 | 80,5 | 88,5 | 83,6 | 91,7 |

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

| Skonsolidowany bilans | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa | 370,0 | 468,5 | 467,1 | 486,0 | 533,5 | 542,4 |
| Aktywa trwałe | 116,2 | 185,1 | 171,2 | 154,1 | 186,4 | 163,5 |
| Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP | 100,7 | 170,6 | 160,9 | 143,8 | 176,1 | 153,2 |
| Wartość firmy jednostek podporządkowanych | 5,9 | 5,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inne aktywa trwałe | 9,7 | 8,8 | 10,3 | 10,3 | 10,3 | 10,3 |
| Aktywa obrotowe | 253,8 | 283,4 | 295,8 | 331,9 | 347,1 | 378,9 |
| Zapasy | 102,0 | 96,8 | 103,3 | 134,6 | 131,1 | 143,2 |
| Należności handlowe | 142,1 | 168,0 | 180,1 | 184,7 | 202,4 | 221,0 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 2,2 | 17,4 | 11,1 | 11,3 | 12,3 | 13,5 |
| Inne aktywa obrotowe | 7,5 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Pasywa | 370,0 | 468,5 | 467,1 | 486,0 | 533,5 | 542,4 |
| Kapitał własny razem | 155,4 | 152,7 | 163,1 | 180,4 | 193,2 | 209,3 |
| Zobowiązania długookresowe | 36,1 | 102,7 | 87,9 | 75,1 | 67,0 | 58,8 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 25,3 | 91,6 | 77,8 | 65,0 | 56,9 | 48,8 |
| Inne | 10,8 | 11,2 | 10,1 | 10,1 | 10,1 | 10,1 |
| Zobowiązania krótkookresowe | 178,5 | 213,1 | 216,0 | 230,5 | 273,3 | 274,2 |
| Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe | 8,1 | 17,7 | 14,3 | 28,7 | 52,2 | 32,8 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 157,2 | 181,8 | 182,2 | 186,9 | 204,7 | 223,5 |
| Inne | 13,2 | 13,6 | 19,5 | 15,0 | 16,4 | 17,9 |

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

| Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk netto | 15,1 | 19,6 | 37,1 | 47,8 | 43,3 | 44,8 |
| Amortyzacja | 11,2 | 20,5 | 22,1 | 23,1 | 23,7 | 28,9 |
| Zmiana kapitału obrotowego | -1,2 | 4,3 | -12,3 | -35,9 | 5,2 | -10,3 |
| CF operacyjny | 27,2 | 54,1 | 38,8 | 35,1 | 72,2 | 63,4 |
| CAPEX | -29,3 | -18,0 | -22,9 | -6,0 | -56,0 | -6,0 |
| Inwestycje kapitałowe | 6,8 | 0,0 | -35,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dezinwestycje i inne | 15,4 | 18,9 | 80,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje w instrumenty dłużne | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| CF inwestycyjny | -7,1 | 0,9 | 22,9 | -6,0 | -56,0 | -6,0 |
| Podwyższenie kapitału | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana zadłużenia odsetkowego | 0,0 | -77,6 | 0,0 | 1,6 | 15,4 | -27,5 |
| Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli | -22,2 | -17,8 | -26,6 | -33,3 | -30,4 | -28,7 |
| CF finansowy | -31,4 | -117,4 | -68,0 | -31,7 | -15,1 | -56,2 |
| CF | -11,3 | -62,4 | -6,3 | -2,6 | 1,1 | 1,1 |
| Stan środków pieniężnych na początek okresu | 13,5 | 2,2 | 17,4 | 11,1 | 8,5 | 9,6 |
| Stan środków pieniężnych na koniec okresu | 2,2 | 17,4 | 11,1 | 8,5 | 9,6 | 10,7 |

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

| Wybrane wskaźniki | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|--------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| marża EBITDA | 3,7% | 6,0% | 7,6% | 8,1% | 7,0% | 7,0% |
| marża EBIT | 2,4% | 3,7% | 5,5% | 5,7% | 5,0% | 4,8% |
| marża netto | 1,8% | 2,2% | 3,5% | 4,4% | 3,6% | 3,4% |
| Dług netto | 31,2 | 91,8 | 81,0 | 82,4 | 96,7 | 68,1 |
| Dług netto/EBITDA | 1,0 | 1,7 | 1,0 | 0,9 | 1,2 | 0,7 |
| Liczba akcji | 22,2 | 22,2 | 22,2 | 22,2 | 22,2 | 22,2 |
| Dywidenda na akcję | 1,00 | 0,80 | 2,20 | 1,37 | 1,29 | 1,40 |
| P/BV | 4,1 | 4,1 | 3,9 | 3,5 | 3,3 | 3,0 |

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

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

Raport wyraża 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 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 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.

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: 5.05.2021, godz. 8.45 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 5.05.2021, 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 | nd |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Data wydania | 16.06.2019 | 31.01.2020 | 26.06.2020 | 02.12.2020 |
| Kurs z dnia rekomendacji | 9,8 | 11,4 | 10,9 | 16,2 |
| Cena docelowa | 14,1 | 17,3 | 17,1 | 27,3 |
| WIG w dniu rekomendacji | 52 344,83 | 56 923,36 | 49 725,89 | 53 983,67 |

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 | 8,0 | 5,6 | 5,35 | 50% | 20.04.2021 | 24M | Krzysztof Radojewski |
| LW Bogdanka | Trzymaj | 23,2 | 23,9 | 23,30 | -1% | 19.04.2021 | 9M | Michał Sztabler |
| CD Projekt | Redukuj | 172,2 | 183,0 | 168,92 | 2% | 08.04.2021 | 9M | Maciej Kietliński |
| Forte | Akumuluj | 55,0 | 52,0 | 51,80 | 6% | 31.03.2021 | 9M | Dariusz Dadej |
| Amica | Kupuj | 219,3 | 144,2 | 154,60 | 42% | 29.03.2021 | 9M | Michał Sztabler |
| Ryvu Therapeutics | Kupuj | 66,2 | 53,0 | 50,00 | 32% | 26.03.2021 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Artifex Mundi | Trzymaj | 12,8 | 12,5 | 16,85 | -24% | 01.03.2021 | 9M | Maciej Kietliński |
| Celon Pharma | Kupuj | 59,6 | 45,8 | 46,25 | 29% | 17.02.2021 | 9M | Krzysztof Radojewski |
| Ten Square Games | Kupuj | 687,9 | 529,0 | 417,00 | 65% | 11.02.2021 | 9M | Maciej Kietliński |
| Wielton | Kupuj | 10,6 | 8,1 | 10,70 | -1% | 05.02.2021 | 9M | Michał Sztabler |
| 11 bit studios | Redukuj | 422,5 | 476,0 | 527,00 | -20% | 11.01.2021 | 9M | Maciej Kietliński |
| CD Projekt | Kupuj | 388,5 | 296,0 | | | 16.12.2020 | 9M | Maciej Kietliński |
| LW Bogdanka | Redukuj | 16,4 | 18,8 | 23,30 | -30% | 11.12.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Krynicky Recykling | nd | 15,2 | 8,1 | 18,50 | -18% | 11.12.2020 | 24M | Dariusz Dadej |
| MCI Capital | nd | 30,4 | 15,0 | 18,40 | 65% | 11.12.2020 | 24M | Krzysztof Radojewski |
| Aplisens | nd | 18,0 | 11,2 | 11,10 | 62% | 11.12.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Tauron PE | Kupuj | 2,9 | 2,1 | 3,35 | -13% | 03.12.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| TIM | Kupuj | 27,3 | 16,2 | 28,35 | -4% | 04.12.2020 | 24M | Michał Sztabler |
| Eurocash | Kupuj | 18,0 | 13,8 | 14,27 | 26% | 02.12.2020 | 9M | Dariusz Dadej |
| Dino Polska | Sprzedaj | 211,1 | 253,6 | 244,90 | -14% | 02.12.2020 | 9M | Dariusz Dadej |
| Apator | Kupuj | 28,9 | 22,3 | 24,30 | 19% | 27.11.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Bioton | Kupuj | 7,3 | 4,4 | | | 06.11.2020 | 24M | Krzysztof Radojewski |
| Forte | Kupuj | 48,3 | 34,5 | | | 05.11.2020 | 9M | Dariusz Dadej |
| CD Projekt | Kupuj | 415,0 | 346,0 | | | 03.11.2020 | 9M | Maciej Kietliński |
| PKP Cargo | zawieszona | | 9,9 | | | 22.10.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Amica | Kupuj | 177,1 | 133,4 | | | 14.10.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Ten Square Games | Sprzedaj | 477,1 | 535,0 | | | 04.09.2020 | 9M | Maciej Kietliński |
| Krynicky Recykling | nd | 11,8 | 7,8 | | | 31.08.2020 | 24M | Dariusz Dadej |
| Wielton | Kupuj | 5,5 | 4,5 | | | 29.07.2020 | 9M | Michał Sztabler |
| Eurocash | Kupuj | 21,5 | 16,1 | | | 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 | | | 31.06.2020 | 24M | Krzysztof Radojewski |
| TIM | nd | 17,1 | 10,9 | | | 26.06.2020 | 24M | Michał Sztabler |
| Aplisens | nd | 15,8 | 9,8 | | | 02.06.2020 | 9M | Michał Sztabler |

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Starszy Analityk Akcji, Michał Sztabler - Analityk Akcji,

Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - Młodszy Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Maciej Kietliński, MPW

maciej.kietlinski@noblesecurities.pl

Deweloperzy gier

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

