

TIM – koronawirus nie straszny

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu e-commerce, zarówno w wersji bezpośredniej (segment handlowy grupy kapitałowej TIM), jak i pośredniej (poprzez spółkę logistyczną 3LP obsługującą klientów z sektora handlu internetowego). W dobie pandemii koronawirusa kanał on-line jest preferowanym przez klientów rozwiązaniem, co przekłada się na ponadprzeciętne dynamiki wzrostu sprzedaży TIM-u i pomaga zwiększać udziały w rynku. Osobno wyceniliśmy segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość bieżąca spółki (17,1 zł/akcję) daje ponad 50-proc. potencjał wzrostu kursu.

Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line

Dane sprzedażowe za 5 miesięcy wskazują na dynamiczny wzrost przychodów, pomimo pogorszenia otoczenia makroekonomicznego (koronawirus). Spółce z pewnością sprzyja nowoczesny model handlu i postawienie na kanał on-line, co w obecnej sytuacji jest rozwiązaniem pożądanym przez klientów.

OCzekujemy poprawy marż w kolejnych kwartałach

Dobre wyniki sprzedażowe za 5 miesięcy br. pozwalają naszym zdaniem bardziej optymistycznie podejść do wyliczenia bonusów i tym samym marża w kolejnych kwartałach ma szansę wrócić do poziomów przez nas zakładanych (tj. 17,5% w 2020 r.). Zmianę podejścia powinniśmy już zaobserwować w wynikach Q2/2020.

Koszty finansowe wyższe z uwagi na różnice kursowe

Wpływ pandemii koronawirusa i działań polskich organów państwowych (rządu jak i NBP) na poziom kursów walutowych może mieć charakter co najmniej średnioterminowy. Dlatego też zmieniliśmy nasze zapatrywania odnośnie poziomu kursu walutowego na koniec br., co zwiększyło prognozowane koszty finansowe o ok. 3 mln zł z tytułu ujemnych różnic kursowych (na poziomie skonsolidowanym). W efekcie spadł prognozowany zysk netto.

Kapitał obrotowy pod kontrolą

Nie spodziewamy się znaczących nakładów na kapitał obrotowy w całym 2020 r., przyrost będzie współmierny do wzrostu sprzedaży. Choć spółka sygnalizuje skrócenie terminów spłat zobowiązań z uwagi na zmiany przepisów, to udało się też skrócić terminy spływu należności oraz wciąż trwają prace nad zmniejszeniem stanu zapasów.

Ryzyka dla prognoz i wyceny

Wyhamowanie branży budowlanej w maju, interpretowane jako pierwszy sygnał spowolnienia w związku z koronawirusem, stwarza naszym zdaniem ryzyko zmniejszenia dynamiki wzrostu w kolejnych miesiącach także w TIM-ie.

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 16 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 15,4 zł oraz logistycznego: 2,7 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło mi wyznaczyć wartość bieżącą na 17,1 zł.

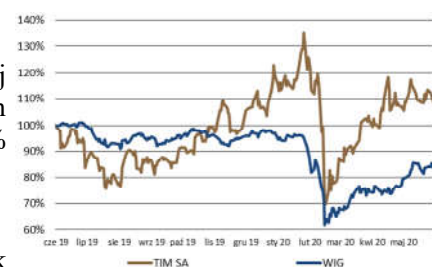
mln zł	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	890,0	948,6	996,8	1 025,3
EBITDA	7,3	31,1	53,0	53,4	53,2	56,0
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	-3,7	11,9	19,6	18,7	22,3	26,3
EPS	-0,17	0,54	0,88	0,84	1,00	1,19
DPS	0,00	1,00	0,80	0,80	0,78	0,80
P/E (x)	nd	20,3	12,4	13,0	10,9	9,2
EV/EBITDA (x)	34,0	8,8	6,3	5,6	5,3	4,8

Źródło: TIM, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe, prognozy 2020-22 wg MSSF 16

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 26.06.2020 o godz. 17:30. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 26.06.2020 o godz. 17:35.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	10,9 zł
Wycena	17,1 zł
Potencjał wzrostu	56%
Kapitalizacja	242 mln zł
Free float	45%
Śr. wolumen 6M	34 116



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	23,14%
K. Wieczorkowski	13,51%
Rockbridge TFI	11,65%
NN OFE	7,05%
Pozostali	44,64%

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

michal.sztabler@noblesecurities.pl
+48 22 244 13 03

WYCENA

Wartość jednej akcji TIM SA wyliczyłem jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF, z wagą 50% każda. **Na tej podstawie wyznaczyłem bieżącą wartość akcji na 17,1 zł.** Przy podejściu porównawczym osobno wyceniłem 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 zdecydowałem 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, wybrałem podmioty zagraniczne.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	50%	16,0
Wycena porównawcza	50%	18,1
- obszar handel		15,4
- obszar logistyka		2,7
Wycena		17,1
Kurs akcji		10,9
Potencjał wzrostu		56%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazuję na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Dług netto na dzień 31/12/2019 w wysokości 92 mln zł,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2% (bez zmian), premia za ryzyko w wysokości 7,14% (bez zmian), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	949	997	1 025	1 049	1 074	1 100	1 126	1 153	1 181	1 209
NOPAT	25	25	28	29	30	31	31	32	32	33
Amortyzacja	22	22	21	20	21	22	23	24	24	25
Zmiany KON	-5	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
CAPEX	-7	-6	-14	-13	-12	-13	-13	-15	-16	-15
FCFF	36	37	33	35	37	38	39	39	38	40
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Współczynnik dyskonta	0,96	0,89	0,83	0,77	0,71	0,66	0,61	0,57	0,52	0,49
DFCF	34,2	33,2	27,0	26,5	26,5	24,9	23,5	22,2	19,9	19,5
SUMA DFCFF do 2029	257									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2029	391									
Zdyskontowana wartość rezydualna	190									
Wartość Firmy (EV)	448									
Dług netto 31.12.2019	92									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	356									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	16,0									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	16,1	17,2	18,7	20,6	23,4
WACC - 0,5%	15,1	16,1	17,3	18,9	21,1
WACC	14,2	15,0	16,0	17,4	19,2
WACC + 0,5%	13,3	14,0	14,9	16,1	17,6
WACC + 1,0%	12,6	13,2	14,0	14,9	16,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia za ryzyko	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
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	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Koszt długu po tarczy	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%	2,80%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
W. W. Grainger	62 392	20,4	17,2	15,2	13,0	11,2	10,0
Electrocomponents	14 725	18,6	24,9	18,9	12,4	14,8	12,0
Rexel	13 627	13,9	9,8	8,3	8,0	7,0	6,7
Intercars	2 848	19,7	11,2	10,1	9,1	8,5	8,0
Eurocash	2 469	28,7	21,1	20,0	6,3	6,9	6,9
Neuca	2 096	16,6	16,1	bd	11,0	10,4	9,7
Solar	1 132	10,9	9,0	8,1	5,7	5,3	5,0
Mediana		18,6	16,1	12,7	8,6	8,5	8,0
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		19,4	16,4	13,3	14,6	13,8	13,6
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)					15,4		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 26.06.2020 r. godz. 17:00

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
DSV	109 070				18,2	14,5	13,6
XPO Logistics	26 449				9,5	7,2	6,4
Cia de Distribucion Integral	9 688				2,0	1,9	1,8
Kerry Logistics	9 231				7,0	6,5	5,9
ID Logistics Group	4 562				6,9	5,8	5,3
Wincanton	1 106				5,5	5,5	4,1
Self Storage	862				16,2	13,7	10,8
Mediana					7,0	6,5	5,9
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					2,1	2,9	3,3
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					2,7		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 26.06.2020 r. godz. 17:00

WYNIKI Q1/2020: wzrost przychodów GK, poprawa rentowności w segmencie logistycznym, słabiej w segmencie handlowym

Pomimo pogorszenia koniunktury przychody w segmencie handlowym rosły w tempie wyższym niż nasze założenia całoroczne; niższa była marża, a wyższe koszty ogólne. W segmencie logistycznym nastąpiła poprawa wyników, jednak tu na końcowych zyskach zaważyła wycena zobowiązań walutowych. Pozytywnie należy ocenić wzrost CF operacyjnego, w czym pomogła kontrola kapitału obrotowego. Dług netto wzrósł do 95 mln zł (+4 mln zł kw/kw), ale było to spowodowane wyższą wyceną zobowiązań leasingowych denominowany w EUR.

Wybrane dane finansowe (mln zł) – GK TIM	1Q19	2Q18	3Q19	4Q19	1Q20	r/r	kw/kw	2019	2020P	r/r	% progn. NS
Przychody	207,5	210,2	229,6	242,7	240,1	15,7%	-1,1%	890,0	948,6	6,6%	25%
Zysk brutto na sprzedaży	43,5	44,8	48,1	52,0	49,6	13,9%	-4,7%	188,5	206,6	9,6%	24%
rentowność	21%	21%	21%	21%	21%			21%	22%		
Koszty działalności	36,4	37,2	38,3	43,8	42,3	16,1%	-3,5%	155,8	175,0	12,3%	24%
% sprzedaży	18%	18%	17%	18%	18%			18%	18%		
Saldo pozostałej działalności oper.	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,0			-0,2	0,0		
EBIT	7,1	7,6	9,8	7,9	7,3	2%	-7,8%	32,5	31,7	-2,6%	23%
rentowność	3%	4%	4%	3%	3%			4%	3%		
EBITDA	11,9	12,9	15,0	13,2	12,5	5%	-5,6%	53,0	53,4	0,8%	23%
rentowność	6%	6%	7%	5%	5%			6%	6%		
amortyzacja	4,7	5,3	5,2	5,3	5,2	10,2%	-2,3%	20,5	21,7	6,2%	24%
Saldo działalności finansowej	-2,0	-1,3	-3,9	-0,1	-6,6			-7,3	-8,6		
Zysk netto	3,9	4,6	5,7	5,4	0,5	-86,1%	-89,9%	19,6	18,7	-4,6%	3%
rentowność	2%	2%	2%	2%	0%			2%	2%		
Zysk netto powtarzalny	3,9	4,6	5,7	5,4	0,5	-86,1%	-89,9%	19,6	18,7	-4,6%	3%
rentowność	2%	2%	2%	2%	0%			2%	2%		
Dług netto	113,9	118,9	94,6	91,8	95,3	-16%	3,8%	91,8	57,4	-37,5%	166%
P/E	18,1	14,5	12,6	12,4	14,9			12,4	13,0		
EV/EBITDA	10,7	8,7	6,9	6,3	6,3			6,3	5,6		
Wybrane dane finansowe (mln zł) – TIM SA	1Q19	2Q18	3Q19	4Q19	1Q20	r/r	kw/kw	2019	2020P	r/r	% progn. NS
Przychody	188,1	188,1	207,2	215,1	213,2	13,4%	-0,9%	798,4	838,3	5,0%	25%
EBITDA	8,9	9,6	9,0	8,4	7,7	-13,6%	-7,7%	35,8	34,7	-3,2%	22%
Zysk netto	5,7	6,1	6,5	4,5	4,5	-21,2%	1,3%	22,7	23,2	2,3%	19%

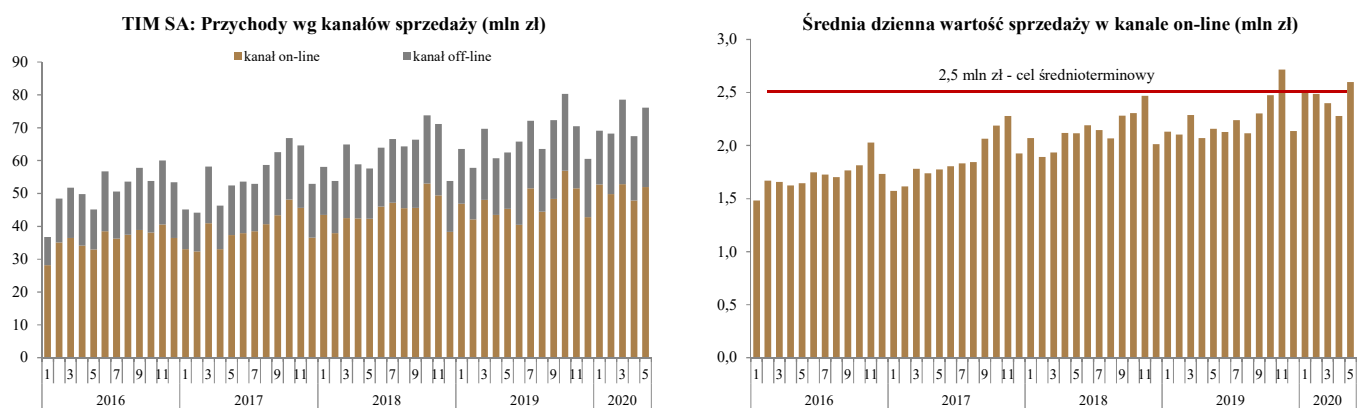
Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: SEGMENT HANDLOWY

Przychody dynamicznie rosną

Dane sprzedażowe za 5 miesięcy wskazują na dynamiczny wzrost przychodów, pomimo pogorszenia otoczenia makroekonomicznego (koronawirus). Spółce z pewnością sprzyja przyjęty model handlu i postawienie na kanał on-line, co w obecnej sytuacji jest rozwiązaniem pożądanym przez klientów. Udział sprzedaży internetowej ustabilizował się na poziomie 70-75% całkowitych przychodów ze sprzedaży towarów.

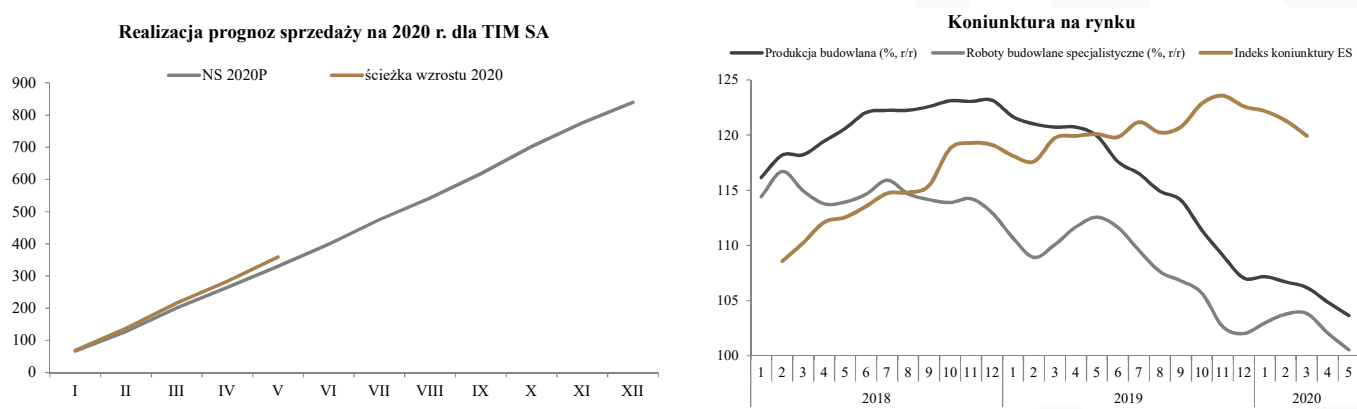
Rosnąca sprzedaż przy wysokim udziale kanału on-line



Źródło: TIM, Noble Securities

Narastająco po 5 miesiącach br. TIM SA wypracował 360 mln zł przychodów, co oznacza wzrost o 14% r/r. W naszych prognozach na 2020 r. przyjęliśmy dynamikę rzędu 5%, zgodną z długoterminową strategią spółki. Wyhamowanie branży budowlanej w maju, interpretowane jako pierwszy sygnał spowolnienia w związku z koronawirusem, stwarza naszym zdaniem ryzyko zmniejszenia dynamiki wzrostu w kolejnych miesiącach także w TIM-ie. Choć spółka jest dobrze przygotowana do ewentualnego pogorszenia na rynku (silny kanał on-line), a segment elektroinstalacyjny zazwyczaj później niż cała branża reaguje na zmiany cyklu koniunkturalnego, to utrzymujemy nasze prognozy dotyczące wzrostu przychodów biznesu handlowego na poziomie +5% w 2020 r. Uznajemy je za konserwatywne.

Realizacja przychodów powyżej planu pomimo coraz trudniejszego otoczenia

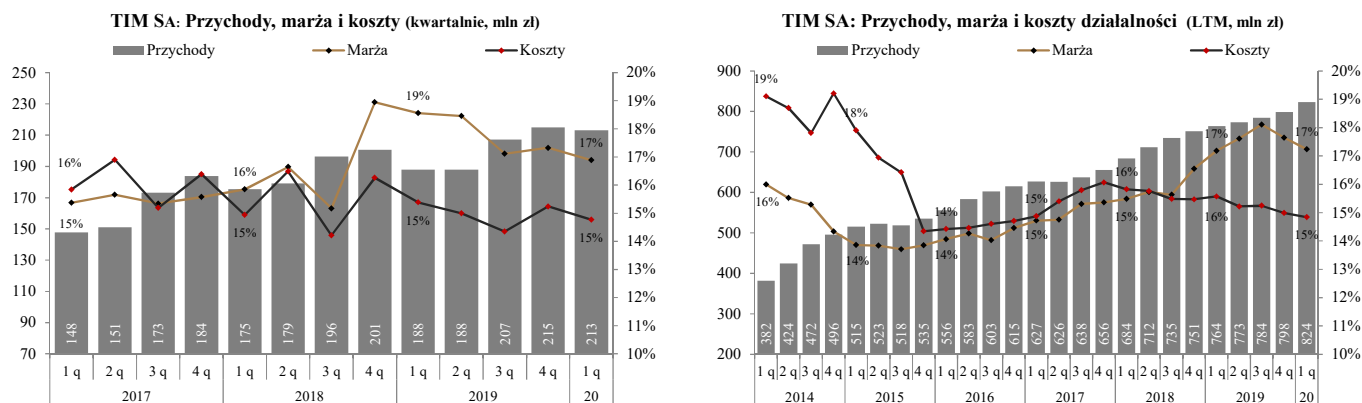


Źródło: TIM, GUS, Elektrosystemy (ES), P – prognoza Noble Securities

Marże - oczekujemy odbicia w górę

W Q1/2020 marża na sprzedaży towarów w TIM SA spadła poniżej 17% (-1,7 pp r/r, -0,3 pp kw/kw). Choć bardzo dobry wynik osiągnięty przed rokiem był rezultatem kilku sprzyjających okoliczności, to jednak spadek poniżej wartości notowanych w H2/2019 (tj. ok. 17-17,5%) był dla nas zaskakujący. Zarząd tłumaczy obniżkę marż strukturą sprzedaży (więcej niskomarżowych kabli i przewodów) oraz konserwatywnym podejściem do wyliczenia bonusów całorocznych (przyznawanych za osiągnięcie określonych celów wolumenowych u dostawców TIM-u) z uwagi na pogorszenie warunków rynkowych w obliczu pandemii. Szacujemy, że na skutek tak ostrożnego podejścia marża w Q1/2020 obniżyła się o co najmniej 0,5 pp.

Spread się zawęża



Źródło: TIM, Noble Securities

Dobre wyniki sprzedażowe za 5 miesięcy br. (dynamika wyraźnie powyżej celu określonego jako „inflacja + 5%”) pozwalają naszym zdaniem bardziej optymistycznie podejść do wyliczenia bonusów i tym samym marża w kolejnych kwartałach ma szansę wrócić do poziomów przez nas zakładanych (tj. 17,5% w 2020 r.). Zmianę podejścia powinniśmy już zaobserwować w wynikach Q2/2020.

Koszty finansowe wyższe z uwagi na różnice kursowe

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

Wzrost kursu EUR/PLN skutkowało zwiększeniem ww. zobowiązań w przeliczeniu na PLN. W efekcie pojawiły się ujemne różnice kursowe, które w Q1/2020 podwyższyły koszty finansowe o 0,4 mln zł w TIM SA i ok. 4,7 mln zł w sprawozdaniu skonsolidowanym. Kurs rozliczeniowy na 31/03/2020 r. wyniósł 4,55 zł czyli o ok. 0,3 zł więcej niż na koniec 2019 r.

W prognozach NS zamieszczonych w naszym raporcie z 31/01/2020 r. nie uwzględnialiśmy wpływu zmian kursu walutowego na poziom zobowiązań jak i wyniki finansowe. Wpływ pandemii koronawirusa i działań polskich organów państwowych (rządu jak i NBP) na poziom kursów walutowych może mieć charakter co najmniej średnioterminowy. Dlatego też zmieniliśmy nasze zapatrywania odnośnie poziomu kursu walutowego na koniec roku (przyjęliśmy kurs EUR/PLN w wysokości 4,45), co zwiększyło prognozowane koszty finansowe o ok. 3 mln zł ujemnych różnic kursowych (na poziomie skonsolidowanym). W efekcie spadł zysk netto.

Dywidenda odłożona na lepsze czasy

Ostrożne podejście zarządu obserwujemy także w zakresie wypłaty dywidendy. Przypominamy, że spółka wypłaciła tytułem zaliczki 0,8 zł/akcję jeszcze w grudniu 2019 r. Oczekiwaliśmy utrzymania wielkości wypłaty z roku poprzedniego (tj. 1 zł/akcję), co oznaczało dopłatę 0,2 zł już po zakończeniu roku obrachunkowego (tj. w 2020 r.). Zarząd nie zdecydował się jednak na przeznaczenie kolejnych środków na dywidendę poprzestając na grudniowej wypłacie. Akcjonariusze nie mają jednak dużych powodów do narzekania, gdyż pozostała część ubiegłorocznego zysku (tj. ok. 17 mln zł, 0,75 zł/akcję) zasilła fundusz dywidendowy z perspektywą wypłat w kolejnych okresach. Obecnie na rachunku tego funduszu znajduje się kwota ok. 50 mln zł (2,3 zł/akcję). Liczymy, że dywidenda za rok bieżący nie będzie niższa niż za 2019 r. (tj. 0,8 zł/akcję, DY=7%), na co wskazują dobre prognozy dla spółki na rok bieżący i możliwy powrót koniunktury w budownictwie już w roku kolejnym.

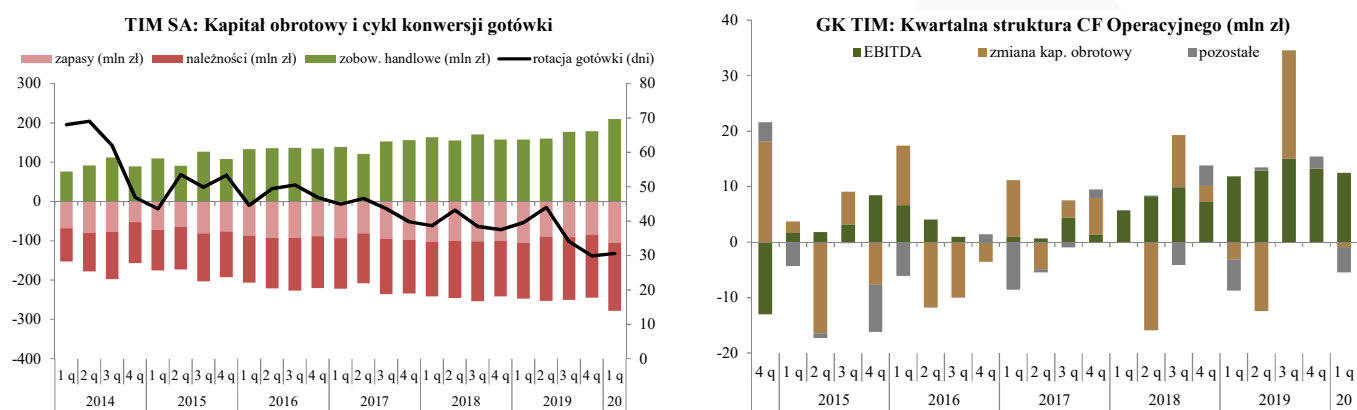
Kapitał obrotowy pod kontrolą

Płynność zawsze była priorytetowo traktowana przez zarząd TIM-u. Podejście to nie zmieniło się i spółka może pochwalić się gotówką netto, nawet po wdrożeniu MSSF16, który w TIM SA „dodał” ok. 10 mln zł do zadłużenia.

Pomimo wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży, spółka nie zwiększa kapitału obrotowego netto (KON). W 2019 r. KON spadł o 4 mln zł przy wzroście sprzedaży o ok. 7%. Także w Q1/2020 przyrost był nieznaczny (+0,85 mln zł przy dynamice przychodów +16%).

Nie spodziewamy się znaczących nakładów na KON w całym 2020 r., przyrost będzie współmierny do wzrostu sprzedaży. Co prawda spółka sygnalizuje, że z uwagi na zmiany przepisów musiała skrócić terminy spłat zobowiązań (co zwiększyło zapotrzebowanie na KON), jednak skróciła też nieco terminy spływu należności oraz w dalszym ciągu pracuje nad zmniejszeniem stanu zapasów (ograniczając tym samym zapotrzebowanie na KON).

Silny CF operacyjny przy ścisłej kontroli kapitału obrotowego



Źródło: TIM, Noble Securities

PERSPEKTYWY ŚREDNIOTERMINOWE: SEGMENT LOGISTYCZNY (3LP)

Oczekujemy, że podobnie jak pierwszy kwartał, tak cała I połowa roku była bardzo udana dla spółki logistycznej. Przy wysokiej dźwigni operacyjnej (duży udział kosztów stałych), rosące przychody przekładają się na dynamiczną poprawę zysków. Wysoka dynamika sprzedaży to efekt:

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

W I kwartale udział klientów zewnętrznych wzrósł do ok. 44% (vs 40% w 2019 r) i powinien się utrzymać na tym poziomie także w Q2/2020. Wzrost byłby wyższy (wg naszych prognoz w 2020 r. sięgnie 50%), gdyby nie ponadprzeciętne przyrosty sprzedaży wewnątrzgrupowej (efekt wysokiej dynamiki wzrostu przychodów w obu spółkach handlowych GK TIM).

KOREKTA PROGNOZ

- Różnice w prognozach dla TIM SA są wynikiem wpisania do modelu faktycznych danych za 2019 r., które okazały się nieco wyższe od naszych szacunków ze stycznia 2020 r. Ponadto w 2020 r. uwzględniliśmy ujemne różnice kursowe z przeliczenia wartości zobowiązań nominowanych w EUR (ok. 0,4 mln zł), które obniżyły zysk netto; w kolejnych latach nie braliśmy już pod uwagę różnic kursowych (zarówno dodatnich jak i ujemnych).
- W 3LP zmieniliśmy podejście do szacowania udziału przychodów zewnętrznych, czyli takich które budują wynik w sprawozdaniu skonsolidowanym. Przyjmujemy teraz, że udział klientów zewnętrznych (parametr podawany często przez TIM) dotyczy przychodów realizowanych z usług logistycznych. Przychody z usług logistycznych są jedną z dwóch składowych łącznych przychodów osiągniętych przez 3LP. Drugą pozycję stanowią usługi transportowe, które jednak co do zasady są prostym refakturowaniem kosztów transportu na klienta. Efektem zmiany podejścia jest obniżenie wartości przychodów zewnętrznych przy niezmiennym poziomie łącznych przychodów prognozowanych dla 3LP. Niższe są też prognozowane zyski. Zastrzegamy przy tym, iż prawdopodobne jest przekroczenie zakładanego przez nas poziomu łącznych przychodów spółki logistycznej, ale też wyższy może być udział sprzedaży wewnętrznej, o ile utrzymałaby się pozytywne trendy w biznesie handlowym (w TIM SA oraz w Rotopino).
- Biznes logistyczny nie waży istotnie w skonsolidowanych przychodach GK TIM, stąd korekta prognoz dla 3LP (i tym samym obniżenie szacowanej wartości sprzedaży usług) nie ma dużego wpływu na łączne przychody grupy.
- Oczekujemy niższych niż wcześniej prognozowaliśmy kosztów operacyjnych, przede wszystkim w 3LP.
- EBIT I EBITDA prognozujemy na nieco niższym poziomie, głównie z uwagi na niższy zysk w 3LP
- Skonsolidowany zysk netto został dodatkowo obciążony kosztami ujemnych różnic kursowych z tytułu zmiany wartości zobowiązań leasingowych (MSSF16); wpływ tej pozycji szacujemy na ok. 3 mln zł.
- Dług netto w 2020 r. jest niższy o ok. 20 mln zł vs wcześniejsza prognoza, co wynika głównie z: a) niższego zadłużenia na koniec 2019 r. (ok. 10 mln zł mniej), b) niższego zapotrzebowania na KO (ok. 2 mln zł mniej), c) braku wypłaty II transzy dywidendy z zysku 2019 r. (ok. 4,5 mln zł mniej).

mln zł	2018	2019	2020P			2021P			2022P		
			nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana
TIM SA											
Przychody	751,5	798,4	838,3	834,5	0,5%	880,3	876,2	0,5%	902,3	898,1	0,5%
Zysk na towarach	124,4	140,9	145,2	144,7	0,3%	147,0	146,3	0,5%	150,7	149,9	0,5%
<i>marża na towarach</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,5%</i>		<i>16,9%</i>	<i>16,8%</i>		<i>16,9%</i>	<i>16,8%</i>	
Koszty operacyjne	116,3	119,7	125,4	124,0	1,1%	129,8	128,3	1,2%	132,5	130,9	1,2%
EBIT	12,9	29,6	28,4	28,1	1,1%	26,2	25,7	1,9%	27,1	26,9	0,5%
EBITDA	17,2	35,8	34,7	34,5	0,5%	32,5	32,1	1,2%	33,3	33,3	0,0%
<i>marża EBITDA</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,1%</i>		<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>		<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	
Zysk netto	10,2	22,7	23,2	22,6	3,0%	22,6	21,1	6,9%	23,4	22,2	5,4%
Zysk netto powtarzalny	12,6	22,7	23,2	22,6	3,0%	22,6	21,1	6,9%	23,4	22,2	5,4%
3LP											
Przychody	74,2	86,6	100,0	100,0	0,0%	110,0	110,0	0,0%	120,0	120,0	0,0%
Przychody poza grupę	14,4	26,1	39,7	50,0	-20,5%	44,2	60,0	-26,3%	48,9	70,0	-30,1%
EBIT	1,1	1,9	3,3	4,6	-29,6%	4,6	6,1	-24,6%	7,8	9,5	-17,2%
EBITDA	7,6	16,1	18,7	20,0	-6,3%	20,7	22,1	-6,2%	22,7	24,2	-6,2%
<i>marża EBITDA</i>	<i>10,2%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,7%</i>	<i>20,0%</i>		<i>18,8%</i>	<i>20,1%</i>		<i>18,9%</i>	<i>20,2%</i>	
Grupa Kapitałowa TIM											
Przychody	830,3	890,0	948,6	958,1	-1,0%	996,8	1 011,6	-1,5%	1 025,3	1 045,4	-1,9%
towary	805,3	854,4	900,3	900,7	0,0%	943,6	943,9	0,0%	967,1	967,5	0,0%
usługi	25,0	35,7	48,3	57,4	-15,8%	53,2	67,8	-21,4%	58,2	78,0	-25,4%
Koszty operacyjne	143,5	155,8	175,0	183,1	-4,5%	182,9	196,3	-6,8%	187,4	205,9	-9,0%
<i>udział w przychodach</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,4%</i>	<i>19,1%</i>		<i>18,3%</i>	<i>19,4%</i>		<i>18,3%</i>	<i>19,7%</i>	
EBIT	19,9	32,5	31,7	32,7	-3,3%	30,8	31,8	-3,1%	34,9	36,4	-4,1%
EBITDA	31,1	53,0	53,4	54,5	-2,0%	53,2	54,2	-1,8%	56,0	57,5	-2,6%
<i>marża EBITDA</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,7%</i>		<i>5,3%</i>	<i>5,4%</i>		<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	
Saldo finansówki	-1,1	-7,3	-8,6	-5,6	53,9%	-3,3	-4,3	-23,2%	-2,4	-3,4	-29,5%
zysk netto	15,1	19,6	18,7	22,0	-15,1%	22,3	22,3	0,0%	26,3	26,8	-1,5%
zysk netto powtarzalny	11,9	19,6	18,7	22,0	-15,1%	22,3	22,3	0,0%	26,3	26,8	-1,5%
CAPEX	29,3	18,0	7,0	7,0	0,0%	6,0	6,0	0,0%	14,1	14,1	0,0%
Dług netto	31,2	91,8	57,4	76,5	-24,9%	40,2	59,2	-32,0%	26,4	44,0	-40,1%
P/E	20,3	12,4	13,0	11,0		10,9	10,9		9,2	9,0	
EV/EBITDA	8,8	6,3	5,6	5,8		5,3	5,6		4,8	5,0	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

TIM SA (mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	655,7	751,5	798,4	838,3	880,3	902,3
Zysk brutto na sprzedaży	106,1	131,0	149,1	153,8	156,1	159,6
<i>marża na towarach</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,9%</i>	<i>16,9%</i>
Koszty operacyjne	105,4	116,3	119,7	125,4	129,8	132,5
<i>% przychodów</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,7%</i>
Zysk na sprzedaży	0,7	14,8	29,4	28,4	26,2	27,1
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,6	-1,9	0,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,3	12,9	29,6	28,4	26,2	27,1
EBITDA	4,9	17,2	35,8	34,7	32,5	33,3
Koszty i przychody finansowe netto	-0,2	-0,4	-0,4	0,3	1,7	1,8
Zysk netto raportowany	0,7	10,2	22,7	23,2	22,6	23,4
Zysk netto powtarzalny	0,7	12,6	22,7	23,2	22,6	23,4
Amortyzacja	3,6	4,3	6,3	6,3	6,3	6,3
CAPEX	-3,8	-1,6	-7,0	-6,0	-5,0	-6,3
CF operacyjny	12,5	19,7	37,3	26,7	26,0	28,1
Dywidenda	0,0	22,2	17,8	0,0	17,8	17,3
Dług netto	-12,7	-1,3	-6,3	-27,0	-30,2	-34,8
Rotopino (mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	56,6	60,8	64,1	70,6	72,3	74,1
Zysk brutto na sprzedaży	9,5	11,4	11,9	13,1	13,4	13,8
<i>marża na towarach</i>	<i>16,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>
Koszty operacyjne	9,5	10,8	11,9	13,1	13,4	13,8
<i>% przychodów</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,6%</i>
Zysk na sprzedaży	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
3LP (mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody razem	60,2	74,2	86,6	100,0	110,0	120,0
Przychody zewnętrzne	4,1	14,4	26,1	39,7	44,2	48,9
EBIT	-7,0	1,1	1,9	3,3	4,6	7,8
EBITDA	-0,7	7,6	16,1	18,7	20,7	22,7

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

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	890,0	948,6	996,8	1 025,3
Zysk brutto na sprzedaży	123,6	161,1	188,5	206,6	213,7	222,3
Koszty sprzedaży i zarządu	126,3	143,5	155,8	175,0	182,9	187,4
Zysk na sprzedaży	-2,7	17,7	32,7	31,7	30,8	34,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,5	2,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
EBIT	-3,2	19,9	32,5	31,7	30,8	34,9
Koszty i przychody finansowe netto	-1,1	-1,1	-7,3	-8,6	-3,3	-2,4
Zysk przed opodatkowaniem	-4,3	18,7	25,2	23,0	27,5	32,5
Podatek dochodowy	-0,4	3,6	5,7	4,4	5,2	6,2
Zysk netto raportowany	-3,7	15,1	19,6	18,7	22,3	26,3
Zysk netto powtarzalny	-3,7	11,9	19,6	18,7	22,3	26,3
Amortyzacja	10,4	11,2	20,5	21,7	22,4	21,1
EBITDA	7,3	31,1	53,0	53,4	53,2	56,0

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

Skonsolidowany bilans	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	366,4	370,0	468,5	485,2	485,5	486,1
Aktywa trwałe	110,9	116,2	185,1	170,3	153,9	146,9
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	91,9	100,7	170,6	155,9	139,5	132,5
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,9	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7
Inne aktywa trwałe	13,1	9,7	8,8	8,8	8,8	8,8
Aktywa obrotowe	255,5	253,8	283,4	314,8	331,6	339,2
Zapasy	98,2	102,0	96,8	103,2	108,4	111,5
Należności handlowe	142,7	142,1	168,0	179,1	188,1	193,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,5	2,2	17,4	31,4	33,9	33,0
Inne aktywa obrotowe	1,1	7,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Pasywa	366,4	370,0	468,5	485,2	485,5	486,1
Kapitał własny razem	164,7	155,4	152,7	176,9	181,4	190,5
Zobowiązania długookresowe	23,3	36,1	102,7	85,3	70,5	59,5
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12,7	25,3	91,6	74,1	59,3	48,3
Inne	10,6	10,8	11,2	11,2	11,2	11,2
Zobowiązania krótkookresowe	173,8	178,5	213,1	223,0	233,6	236,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	5,3	8,1	17,7	14,8	14,8	11,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	157,6	157,2	181,8	193,8	203,7	209,5
Inne	10,8	13,2	13,6	14,5	15,2	15,7

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

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zysk netto	-3,7	15,1	19,6	18,7	22,3	26,3
Amortyzacja	10,4	11,2	20,5	21,7	22,4	21,1
Zmiana kapitału obrotowego	8,2	-1,2	4,3	-4,6	-3,8	-2,2
CF operacyjny	13,8	27,2	54,1	35,8	40,9	45,2
CAPEX	-10,5	-29,3	-18,0	-7,0	-6,0	-14,1
Inwestycje kapitałowe	0,0	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinvestycje i inne	1,4	15,4	18,9	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-13,1	-1,5	1,4
CF inwestycyjny	-9,1	-7,1	0,9	-20,1	-7,5	-12,7
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	-77,6	-20,4	-14,8	-14,8
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	-22,2	-17,8	0,0	-17,8	-17,3
CF finansowy	0,4	-31,4	-117,4	-20,4	-32,5	-32,0
CF	5,1	-11,3	-62,4	-4,7	0,9	0,6
Stan środków pieniężnych na początek okresu	8,4	13,5	2,2	17,4	12,8	13,7
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	13,5	2,2	17,4	12,8	13,7	14,3

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

Wybrane wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
marża EBITDA	1,0%	3,7%	6,0%	5,6%	5,3%	5,5%
marża EBIT	-0,4%	2,4%	3,7%	3,3%	3,1%	3,4%
marża netto	-0,5%	1,8%	2,2%	2,0%	2,2%	2,6%
Dług netto (bez MSSF16)	4,5	31,2	14,1	-20,2	-37,4	-51,3
Dług netto			91,8	57,4	40,2	26,4
Dług netto/EBITDA	0,6	1,0	0,3	-0,4	-0,7	-0,9
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	0,00	1,00	0,80	0,80	0,78	0,80
P/BV	1,5	1,6	1,7	1,4	1,4	1,3

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

Roczne stopy wzrostu	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	8%	15%	7%	7%	5%	3%
EBITDA	-37%	328%	71%	1%	0%	5%
EBIT	nd	nd	64%	-3%	-3%	13%
Zysk netto	nd	nd	30%	-5%	19%	18%
Zysk netto powtarzalny	nd	nd	64%	-5%	19%	18%

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

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

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

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

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

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE

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

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów 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.

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 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: 26.06.2020, godz. 17.30 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 26.06.2020, godz. 17.35.

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
Data wydania	16.06.2019	31.01.2020
Kurs z dnia rekomendacji (7:30)	9,8	11,4
Cena docelowa	14,1	17,3
WIG w dniu rekomendacji (8:30)	52 344,83	56 923,36

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)
Aplisens	nd	15,8	9,8	10,1	56%	02.06.2020	9M	Michał Sztabler
LW Bogdanka	Redukuj	18,3	21,0	23,5	-22%	30.04.2020	9M	Michał Sztabler
Bioton	nd	6,4	3,9	5,0	28%	29.04.2020	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Sprzedaj	138,8	188,9	204,4	-32%	23.04.2020	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Trzymaj	23,0	21,9	18,5	24%	23.04.2020	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	21,9	8,3	12,7	73%	12.03.2020	24M	Kamil Jędrej
TIM	nd	17,3	11,4	11,4	52%	31.01.2020	24M	Michał Sztabler
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	15,4	99%	07.01.2020	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	10,1	71%	03.01.2020	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	21,1	40%	20.12.2019	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	127,0	30%	13.12.2019	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	586,0	-18%	11.12.2019	9M	Kamil Jędrej
Aparator	Akumuluj	24,4	21,4	20,6	18%	28.11.2019	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2			25.11.2019	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	409,0	-43%	15.10.2019	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2			04.10.2019	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Redukuj	140,2	156,3			16.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Amrest Holdings	Kupuj	54,9	43,2	26,1	110%	16.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7			11.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3			26.07.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2019-10-31 i rozpoczął pracę 2020-04-15), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z 2020-03-31), Dariusz Dadej - Analityk Akcji

*korekta ceny o split akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

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 Dadej

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

Developerzy gier

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Bioton, MCI

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04