

TIM

Przedział wyceny: 1120-1245 mln PLN

Silny popyt, rekordowe wyniki

Silny popyt związany z optymizmem konsumpcyjnym i inwestycyjnym w połączeniu z prowadzonymi przez TIM kampaniami mającymi na celu lojalizowanie klientów, pozwolą spółce na osiągnięcie - kolejny rok z rzędu - rekordowych wyników. Tegoroczne marże wspierają dodatkowo problemy z niedoborem produktów na rynku, które w tym czasie były dostępne w TIMie. W związku z powyższymi, podnosimy nasze prognozy - zakładamy w tym roku pozytywną dynamikę sprzedaży, na poziomie 22% r/r (CAGR 2021-23P: 8%).

Silny popyt i niedobory na rynku

Bardzo silny popyt, przypominający sytuację z lat 2006-07, niepewność związana z dużą zmiennością cen połączona z determinacją do zakupów, a do tego niedobory produktów na rynku, skutkują w tym roku bardzo dobrymi marżami w Grupie. W dłuższym terminie spodziewamy się kontynuacji wzrostu przychodów (spodziewamy się m.in. silnego popytu ze strony sektora budowlanego związanego z rekordowymi poziomami wydanych w ostatnich miesiącach pozwoleń na budowę, ale także rozwoju 3LP), zakładamy jednak normalizację marży, której obecny poziom będzie w naszej ocenie trudny do utrzymania.

Dalszy rozwój 3LP przez IPO

TIM rozpoczyna przygotowania do przeprowadzenia IPO 3LP poprzez emisję nowych akcji (TIM SA nie zakłada sprzedaży posiadanych już akcji). 100% wpływów z emisji wesprze dalszy rozwój spółki - zakup nowoczesnego wyposażenia do nowego magazynie o pow. 25 tys. m² (31% obecnej powierzchni magazynowej), wzrost skali współpracy z partnerami zewnętrznymi, nowe usługi. Planowany termin przeprowadzenia transakcji to 1H '22. Sprzedaż akcji po atrakcyjnej cenie mogłaby być dodatkową korzyścią dla akcjonariuszy TIM. Na ten moment nie uwzględniamy transakcji w wycenie.

Skuteczne działania marketingowe

Prowadzone przez spółkę działania marketingowe zaczęły już przynosić rezultaty. Na koniec II kw. liczba klientów kluczowych wyniosła 16066 (+19% r/r), a lojalnych 5826 (+16% r/r). Spodziewamy się, że dalsze wzrosty będą wspierać wyniki w kolejnych okresach.

Rekordowa dywidenda

Zakładamy, że przepływy pieniężne pozwolą spółce na wypłatę atrakcyjnych, a zarazem rekordowych dla spółki, dywidend. Z zysku za 2021 r. zakładamy 2,44 PLN/akcję.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki (za rok) w przedziale 1120-1245 mln PLN.

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	890,0	1 064,9	1 309,8	1 427,7	1 549,0
EBITDA	53,0	73,8	146,6	147,9	150,3
EBIT	32,5	51,6	123,7	124,5	126,6
Zysk netto	19,6	37,1	94,9	95,2	96,0
P/E	23,5	18,2	9,6	9,8	9,8
FCF			36,3	79,9	80,1
CAPEX	18,0	23,2	23,0	22,0	21,1

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Informacje

Kurs akcji (PLN)	41,95
Liczba akcji (mn)	22,2
Kapitalizacja (mln PLN)	931
Free float	56%
Free float (mln PLN)	521
EV 2020 (mln PLN)	920
Dług netto 2020 (mln PLN)	-11,1
Bloomberg	TIM PW Equity
ISIN	PLTIM0000016

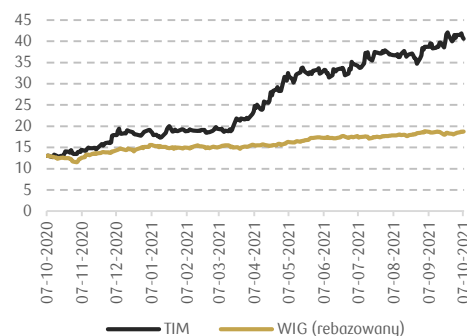
Ocena ESG

ESG	7,3
-----	-----

Akcjonariat

Krzysztof Folta i Ewa Folta	23%
Krzysztof Wiczorkowski	14%
NN OFE	7%
-	-

Wykres



Analityk

Alicja Zaniewska
 (+48) 22 580 33 68
 alicja.zaniewska@pkobp.pl

Adres:

BM PKO BP
 ul. Puławska 15
 02-515 Warszawa



TIM

Spis treści	Prognozy na III kw. 2021	p. 3
	Model DCF	p. 4
	Analiza porównawcza	p. 5
	Prognozy finansowe	p. 6
	Załączniki:	
	Opis działalności	p. 8
	Rynek	p. 14
	Strategia	p. 17
	Czynniki ryzyka	p. 19

TIM

Prognozy na
III kw. 2021

mln PLN	III kw. 2020	III kw. 2021P	r/r	I-III kw. 2020	I-III kw. 2021P	r/r
Przychody	267,7	354,0	32%	761,4	956,4	26%
EBITDA	20,5	44,7	118%	50,5	111,7	121%
EBIT	15,0	39,0	161%	34,2	94,7	177%
Zysk netto	10,4	30,0	187%	19,9	73,0	267%
Marża EBITDA	7,7%	12,6%		6,6%	11,7%	
Marża EBIT	5,6%	11,0%		4,5%	9,9%	
Marża netto	3,9%	8,5%		2,6%	7,6%	

- Spodziewamy się, że III kw. 2021 r. będzie kolejnym kwartałem, w którym spółka pokaże rekordowe wyniki.
- Na podstawie miesięcznych danych sprzedaży przychody TIM S.A. wyniosły 337 mln PLN (+40% r/r; +8% kw/kw). Jeśli chodzi o 3LP, to szacujemy, że przychody spółki wyniosą ok. 18 mln PLN (+73% r/r; +3% kw/kw).
- Czynniki sprzyjającymi były w III kw. 2021 r. 1) silny popyt; 2) dobre zaopatrzenie; 3) utrzymująca się wysoka marża (choć już nie tak wysoka, jak w rekordowym II kw.); 4) wzrost liczby klientów (liczba klientów kluczowych, tj. realizujących sprzedaż wyższą niż 1500 PLN miesięcznie w ciągu ostatnich 12 miesięcy, wyniosła na koniec czerwca 16066 (+19% r/r, +7% kw/kw), z kolei liczba klientów lojalnych, tj. takich, którzy dokonali zakupów w co najmniej 6 miesiącach roku, wyniosła 5826 (+16% r/r; +4% kw/kw)).

TIM

Model DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF, który złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2021P-2024P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów, leasingu i pozycje bilansu.

Druga faza trwa od roku 2024P. W drugiej fazie zakładamy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w przedziale od 1% do 2% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC w przedziale od 8,5% do 9,3%. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2%. Beta wynosi 1,3x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2021 r. i odejmujemy prognozowany dług netto. Wycenę korygujemy o oczekiwane rozwodnienie z obecnego i przyszłych programów motywacyjnych (szacujemy rozwodnienie na 7,2%). Wartość przedziału wyceny ustalamy na dzień 11 października 2022 r.

Model DCF

mln PLN	2021P	2022P	2023P	2024P	2024<	
EBIT	123,7	124,5	126,6	135,6	137,6	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	100,2	100,9	102,5	109,8	111,5	
CAPEX	4,0	8,0	7,1	7,6	7,6	
Amortyzacja	22,9	23,3	23,8	24,2	24,2	
Leasing	-20,0	-23,0	-25,8	-27,6	-28,6	
Zmiany w kapitale obrotowym	-62,8	-13,3	-13,4	-15,8	-9,0	
FCF	36,27	79,86	80,09	83,00	90,49	
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%		
Współczynnik dyskonta	0,00	0,92	0,84	0,77		
DFCF	0,00	73,35	67,57	64,30		
Wzrost w fazie II		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
	9,3%	1 068	1 096	1 127	1 159	1 194
	9,1%	1 090	1 120	1 152	1 186	1 223
WACC	8,9%	1 114	1 145	1 179	1 215	1 253
	8,7%	1 138	1 171	1 207	1 245	1 286
	8,5%	1 164	1 199	1 237	1 277	1 320
Przedział wyceny (za 12m)	1,120-1,245 mln PLN					

Źródło: BM PKO BP

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki za 12 miesięcy w przedziale 1120-1245 mln PLN.

TIM

Analiza
porównawcza

Dodatkowo prezentujemy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora sprzedaży e-commerce'owej. Wycena porównawcza wskazuje, że w przypadku przyjęcia założeń BM PKO BP, TIM notowany jest z dyskontem na P/E i EV/EBITDA.

Wycena porównawcza

Spółki	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy (%)
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	
AB	7,6	6,8	6,2	6,3	5,8	5,6	1,6
Electrocomponents	35,3	25,1	22,3	22,2	15,9	14,4	1,5
Grainger	21,8	18,5	16,6	14,1	12,4	11,3	1,6
Intercars	12,2	11,9	11,3	-	-	-	0,3
Neuca	-	-	-	14,6	13,1	11,5	-
Oponeo	20,5	18,7	17,0	12,4	11,4	10,3	1,6
MEDIANA	20,5	18,5	16,6	14,1	12,4	11,3	1,6
TIM (BM PKO BP)	9,8	9,8	9,7	6,1	5,9	5,7	6,3
Premia / dyskonto do prognoz BM PKO BP	-52%	-47%	-41%	-57%	-52%	-50%	304%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

TIM: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2021P	2022P	2023P	Średnia 2021-2023P
TIM prognozy zysku netto (mln PLN)	94,9	95,2	96,0	
TIM prognozy EBITDA (mln PLN)	146,6	147,9	150,3	
Grupa porównawcza: mediana P/E	20,5	18,5	16,6	
TIM waluacja (mln PLN)	1 947,3	1 759,6	1 591,2	1 766,0
Grupa porównawcza: mediana EV/EBITDA	14,1	12,4	11,3	
TIM waluacja (mln PLN)	2 102,8	1 858,5	1 730,7	1 897,3

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

TIM

Rachunek zysków i strat	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	719,2	830,3	890,0	1 064,9	1 309,8	1 427,7	1 549,0	1 680,7
Koszty:	-721,8	-812,6	-857,3	-1 012,6	-1 188,4	-1 302,6	-1 422,0	-1 544,6
Amortyzacja	-10,4	-11,2	-20,5	-22,1	-22,9	-23,3	-23,8	-24,2
Zużycie materiałów i energii	-9,2	-10,3	-14,6	-20,8	-25,8	-28,9	-32,3	-35,2
Usługi obce	-50,8	-60,5	-55,0	-67,3	-83,3	-92,3	-101,3	-110,5
Podatki i opłaty	-1,0	-1,0	-1,1	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne	-43,1	-49,5	-53,9	-63,8	-73,9	-80,7	-87,7	-95,3
Pozostałe	-11,7	-11,0	-10,7	-12,7	-11,5	-12,6	-13,4	-14,3
Wartość sprzedanych materiałów i towarów	-595,6	-669,1	-701,6	-825,1	-970,0	-1 063,7	-1 162,1	-1 263,7
Zysk brutto ze sprzedaży	-2,7	17,7	32,7	52,2	121,4	125,0	127,1	136,1
EBITDA	7,3	31,1	53,0	73,8	146,6	147,9	150,3	159,8
Pozostała działalność operacyjna	-0,5	2,2	-0,2	-0,6	2,3	-0,5	-0,5	-0,5
Zysk z działalności operacyjnej	-3,2	19,9	32,5	51,6	123,7	124,5	126,6	135,6
Saldo działalności finansowej	-1,1	-1,1	-7,3	-7,1	-5,4	-7,0	-8,0	-8,0
Zysk przed opodatkowaniem	-4,3	18,7	25,2	44,6	118,3	117,5	118,6	127,6
Podatek dochodowy	0,4	-3,6	-5,7	-7,4	-23,3	-22,3	-22,5	-24,2
Zysk (strata) netto	-3,8	15,1	19,6	37,1	94,9	95,2	96,0	103,3

TIM

Bilans	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa Trwałe	110,9	116,2	185,1	171,2	166,3	165,0	162,3	159,7
Wartości niematerialne i prawne	21,8	16,0	15,0	5,6	4,5	6,9	7,8	8,7
Rzeczowe aktywa trwałe	48,2	70,5	141,8	141,9	138,1	134,4	130,8	127,3
Nieruchomości inwestycyjne	19,5	12,5	12,1	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Pozostałe aktywa długoterminowe	21,4	17,2	16,2	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Aktywa Obrotowe	255,5	247,5	283,4	295,8	430,1	491,6	553,4	621,1
Zapasy	98,2	102,0	96,8	103,3	153,2	167,0	181,2	196,6
Należności	135,8	138,1	166,3	180,0	244,7	266,7	289,4	314,0
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	8,0	5,2	2,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	13,5	2,2	17,4	11,1	30,7	56,3	81,3	108,9
Aktywa razem	366,4	370,0	468,5	467,1	596,4	656,6	715,7	780,8
Kapitał Własny	169,3	155,4	152,7	163,1	235,9	272,5	309,8	354,1
Zobowiązania	197,1	214,6	315,8	303,9	360,5	384,1	405,9	426,7
Zobowiązania długoterminowe	23,3	36,1	102,7	87,9	89,9	88,9	85,1	79,6
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	12,7	25,3	91,6	77,8	79,8	78,8	75,1	69,5
Pozostałe	10,6	10,8	11,2	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Zobowiązania krótkoterminowe	173,8	178,5	213,1	216,0	270,7	295,2	320,7	347,1
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	157,6	157,2	181,8	182,2	234,1	256,6	280,1	304,3
Leasing	3,8	7,3	16,0	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3
Pozostałe	12,3	14,0	15,2	19,5	22,3	24,3	26,3	28,6
Pasywa razem	366,4	370,0	468,5	467,1	596,4	656,6	715,7	780,8
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	13,8	27,2	54,1	38,8	65,8	114,2	116,5	121,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-9,1	-7,1	0,9	22,9	-4,0	-8,0	-7,1	-7,6
Przepływy z działalności finansowej	0,4	-31,4	-39,8	-68,0	-42,2	-81,6	-84,5	-86,7
Inne	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
DPS	-	-	0,80	1,20	1,00	2,64	2,64	2,66
Dług netto	-13,5	-2,2	-17,4	-11,1	-30,7	-56,3	-81,3	-108,9

TIM

Załącznik:

TIM jest grupą e-commerce'ową działającą na rynku hurtowej i detalicznej dystrybucji artykułów elektrotechnicznych i narzędzi oraz usług logistycznych. Grupa jest także obecna w tradycyjnych kanałach sprzedaży.

Opis działalności

W skład grupy wchodzi TIM SA (jednostka dominująca) oraz podmiot zależny - 3LP.



TIM SA jest największym dystrybutorem artykułów elektrotechnicznych w Polsce. Spółka funkcjonuje na rynku od 1987 roku, a od 2013 oferuje klientom hurtowym i detalicznym możliwość dokonywania zakupów przez platformę TIM.pl. Spółka uruchomiła też aplikację mobilną mTIM.

W ofercie TIM SA są między innymi:

- Kable i przewody
- Aparatura elektrotechniczna
- Oświetlenie
- Osprzęt elektroinstalacyjny
- Osprzęt pomocniczy
- Mierniki, narzędzia i elektronarzędzia
- Osprzęt siłowy
- Osprzęt odgromowy
- Systemy prowadzenia kabli
- Akcesoria do instalacji fotowoltaicznych



3LP powstało z Działu Logistyki TIM SA. Jako odrębna spółka w strukturze grupy, 3LP funkcjonuje od 2016 roku. Wtedy też 3LP stało się operatorem jednego z największych centrów logistycznych w Polsce. Łączna powierzchnia magazynów 3LP wynosi obecnie ok. 80 tys. m².

Dynamiczny rozwój e-commerce i pojawienie się nowych klientów skłoniło 3LP do podjęcia decyzji o zwiększeniu powierzchni magazynowej o nowy, zautomatyzowany magazyn o pow. 25 tys. m² (planowana ok. 10x wyższa wydajność niż w tradycyjnej hali taśmowej). Magazyn ma być gotowy w II kw. 2022 r. Nowa hala zostanie wybudowana przez dewelopera, na zakupionym wcześniej od 3LP gruncie. Wybudowaną już przez dewelopera halę 3LP wynajmie.

Budynki magazynowe nie należą do spółki - są wynajmowane od podmiotu zewnętrznego (model „asset light”).

3LP świadczy usługi logistyczne na rzecz TIM S.A. oraz dla klientów zewnętrznych. Spółka specjalizuje się w zautomatyzowanym outsourcingu logistyki dla podmiotów z sektora e-commerce i zapewnia ekspresowe dostawy na terenie całej Europy.

Wśród klientów korzystających z usług 3LP jest m.in. IKEA i Oponeo.pl. Spółka wykonuje także audyty i świadczy usługi doradztwa w zakresie logistyki.

W 2020r. Liczba przesyłek wydanych przez 3LP wyniosła ponad 4,3 mln (+46% r/r).

TIM SA posiada 100% udziałów w spółce, przygotowuje się jednak do procesu IPO 3LP.

TIM

Załącznik: Model biznesowy

Opis działalności

Model biznesowy TIM opiera się na połączeniu sprzedaży online z tradycyjnymi kanałami dystrybucji, czyli sprzedaży poprzez przedstawicieli handlowych.

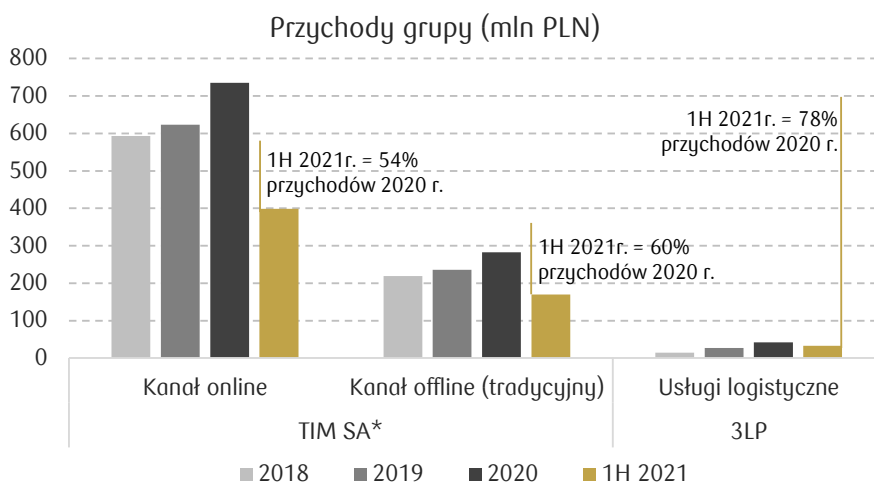
W samym kanale online TIM dąży do zmiany modelu sprzedaży w kierunku tzw. *dropshippingu*. Dropshipping umożliwia sprzedaż bez konieczności ponoszenia kosztów logistycznych. Polega on na tym, że klient zamawia przedmiot na stronie (np. tim.pl), zamówienie jest następnie składane u producenta, a producent przesyła zamówiony produkt bezpośrednio do klienta. Jednym z elementów założonego przez TIM modelu jest stworzenie *marketplace'u*, tj. platformy, która umożliwia sprzedawcom udostępnianie i zarządzanie oferowanymi przez nich produktami, np. Allegro, Ebay czy Amazon.

Uzupełnieniem biznesu sprzedażowego grupy, są świadczone przez 3LP usługi logistyczne (zarówno dla grupy, jak i klientów zewnętrznych).

Udział poszczególnych segmentów w przychodach grupy

Zdecydowana większość przychodów (66% w I poł. 2021 r., 69% w 2020, 59% w 2019%) generowana jest przez segment dystrybucji w kanale online. Tegoroczny spadek udziału tego segmentu w wynikach grupy, to w naszej ocenie efekt 1) wysokiej bazy (do istotnego wzrostu udziału tego segmentu w wynikach grupy w 2020 roku przysłużyła się pandemia i zamknięcia stacjonarnych sklepów), 2) do końca 2020 r. przychody tego segmentu wspierało Rotopino (sprzedane pod koniec 2020 r. na rzecz Oponeo; nie uwzględniając ubiegłorocznych przychodów Rotopino, sprzedaż w I półroczu 2021 r. wzrosła o 34% r/r, a z uwzględnieniem o 22% r/r).

Za nieco ponad 94% sprzedaży w I półroczu 2021r. odpowiadał TIM S.A. Na uwagę zasługuje także dynamika wzrostu 3LP: +83% r/r w 1H 2021; +55% r/r w 2020r., +87% r/r w 2019 r.). Dynamiczny wzrost 3LP jest zasługą szybkiego rozwoju klientów 3LP, tj. spółek działających w sektorze e-commerce. I choć same przychody 3LP nie robią w skali Grupy wielkiego wrażenia, na poziomie EBITDA, wg danych na koniec czerwca 2021 w ujęciu LTM (czyli z ostatnich 12 miesięcy), udział ten wyniósł niemal 32%.



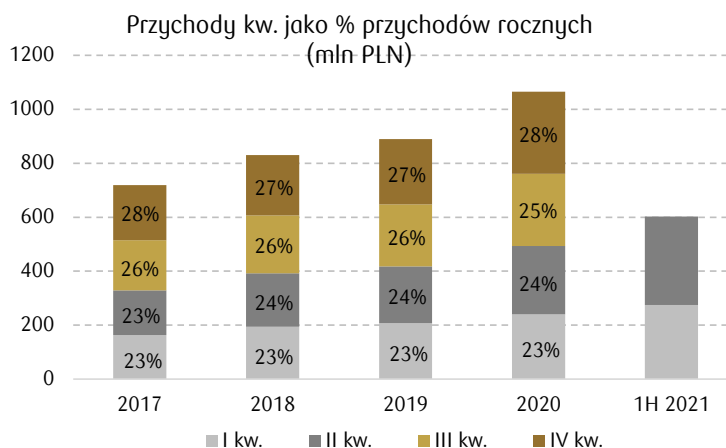
Źródło: Spółka; *przychody w ubiegłych latach uwzględniają przychody spółki Rotopino (sprzedanej na koniec 2020 r.)

TIM

Załącznik:

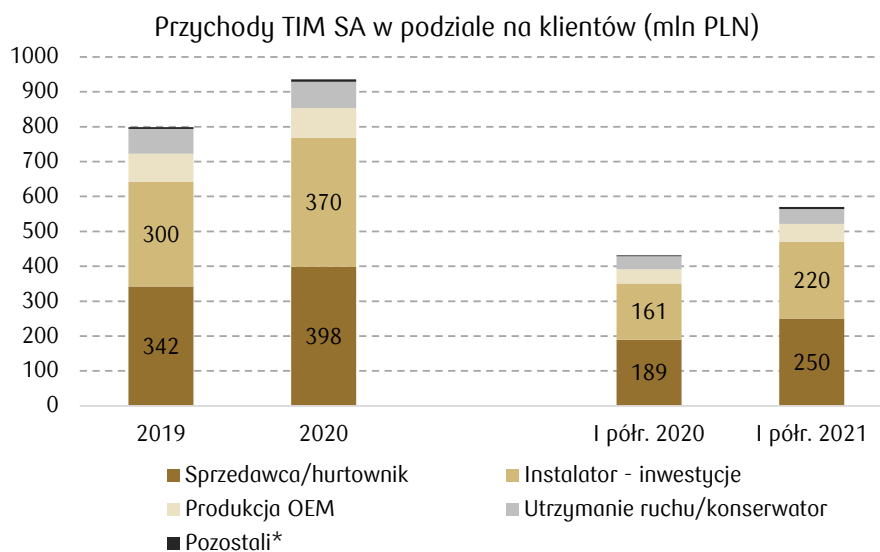
Opis działalności

Działalność grupy cechuje się niewielką sezonowością. Wyższe przychody TIM osiąga zazwyczaj w drugiej połowie roku. Jest to związane z aktywnością inwestycyjną oraz natężeniem prac budowlanych w poszczególnych okresach roku.



Klienci

Głównymi klientami TIM SA są resellerzy, tj. sprzedawcy i hurtownicy (43% sprzedaży TIM SA w 2020r.; 44% w 1H 2021r.) oraz instalatorzy wykonujący instalacje elektryczne w nowo powstających obiektach (40% w 2020r.; 39% w 1H 2021r.). Te dwie grupy klientów odpowiadały w 2020r. za 82% przychodów TIM SA (83% w 1H 2021r.).



Źródło: Spółka; *w grupie pozostali są prefabrykator rozdzielnic, konsument i pozabranżowe B2B

TIM

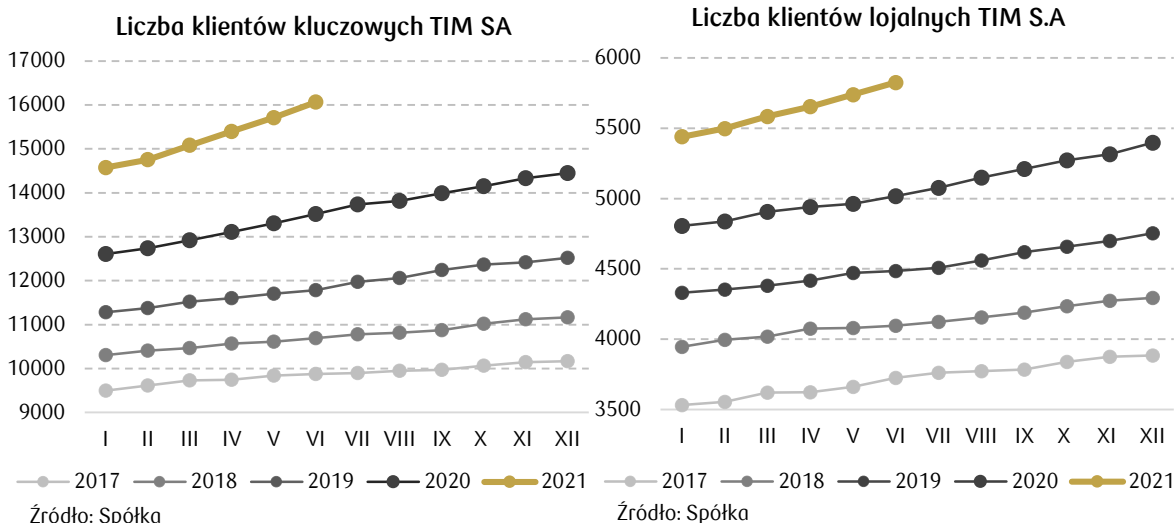
Załącznik:

Opis działalności

W grupie instalatorów, do której zaliczane są duże i średnie oraz małe, jedno- lub kilkuosobowe grupy wykonawcze, podobnie jak w minionym roku, w pierwszym półroczu 2021 wśród klientów biznesowych rejestrujących się na platformie TIM.pl klienci z tego właśnie segmentu stanowili największą grupę.

Przez długi czas „mali” instalatorzy podchodzili do zakupów online z dużą rezerwą. Za sprawą ubiegłorocznych obostrzeń ta sytuacja się jednak zmieniła. Wzrost udziału zamówień składanych przez małych instalatorów jest pozytywny, ponieważ mają oni krótsze terminy płatności (2-3 tygodnie vs. 60 dni i wzwyz w przypadku dużych zamawiających) i są rozdrobnieni. Pozytywnym zjawiskiem jest utrzymujący się wzrost sprzedaży w tej grupie, pomimo zniesienia obostrzeń.

Na koniec czerwca 2021 r. liczba klientów kluczowych (zgodnie z klasyfikacją spółki są to klienci realizujący sprzedaż wyższą niż 1500 PLN miesięcznie w ciągu ostatnich 12 miesięcy) wyniosła 16066 (+19% r/r).



Rośnie także liczba klientów lojalnych (zgodnie z klasyfikacją spółki są to klienci, którzy dokonali zakupów w co najmniej 6 miesiącach danego roku). Na koniec czerwca 2021 r. było ich 5826 (+16% r/r).

W pierwszym półroczu 2021 roku średnia miesięczna liczba rejestracji nowych klientów biznesowych wyniosła 1153 i wzrosła o ponad 24% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Ilość klientów i szerokość oferty asortymentowej są kluczowymi czynnikami wzrostu dla przychodów TIM-u. I właśnie na pozyskiwanie nowych klientów i aktywizowanie już obecnych była nakierowana większość działań TIMu w I półroczu 2021 roku.

Notowane wzrosty są efektem szeroko zakrojonych działań marketingowych prowadzonych przez TIM, m.in. działań optymalizacyjnych mających na celu poprawę doświadczeń klientów w każdym punkcie styku klienta z TIM S.A., pracą nad poprawą pozycjonowania w wynikach wyszukiwania, wprowadzanymi akcjami wspierającymi sprzedaż, działaniami mającymi zwiększać świadomość marki (youtube, social media).

Mimo osłabienia wpływu pandemii na branżę handlową (w szczególności pozytywnego wpływu zamknięcia sklepów stacjonarnych na branżę e-commerce'ową), coraz większa grupa potencjalnych klientów decyduje się na realizację swoich potrzeb zakupowych przy wykorzystaniu internetowego kanału sprzedaży.

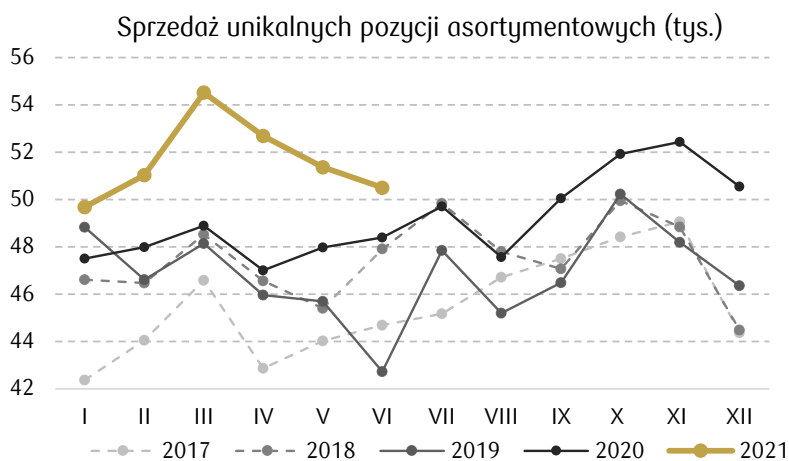
TIM

Załącznik:

Portfolio produktowe

Opis działalności

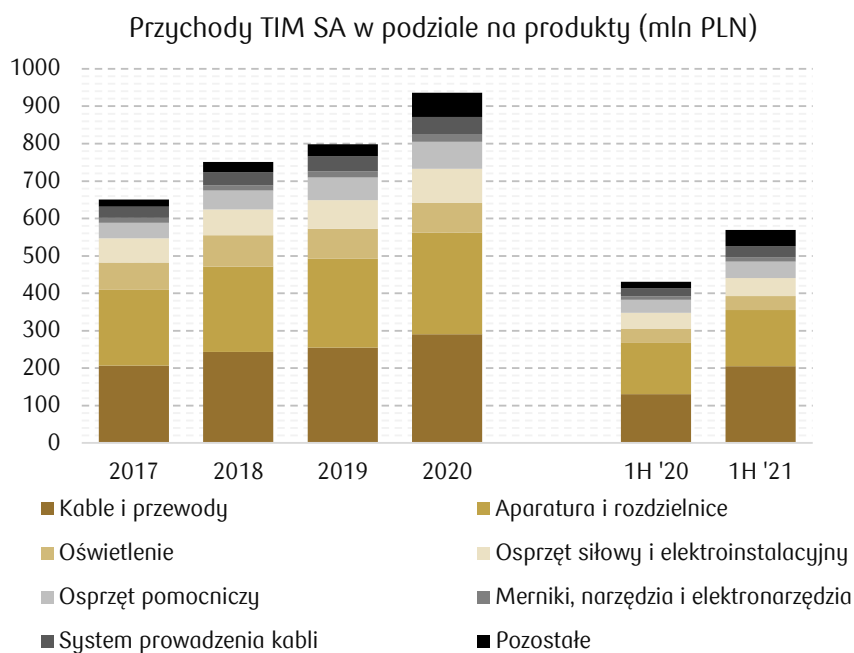
Na koniec czerwca 2021 roku platforma internetowa tim.pl miała w ofercie 276.558 (+18% r/r) unikalnych indeksów. Na koniec września na tim.pl dostępnych było ponad 125 tys. produktów z określonym czasem realizacji i stanem magazynowym.



Źródło: Spółka

W I półroczu 2021 roku spółka sprzedawała średnio blisko 51,6 tys. unikalnych indeksów miesięcznie (wobec 48 tys. w I półroczu 2020r.).

Na wykresie poniżej przedstawiona jest sprzedaż TIM SA w podziale na grupy produktowe.



Źródło: Spółka

TIM

Załącznik:

Opis działalności

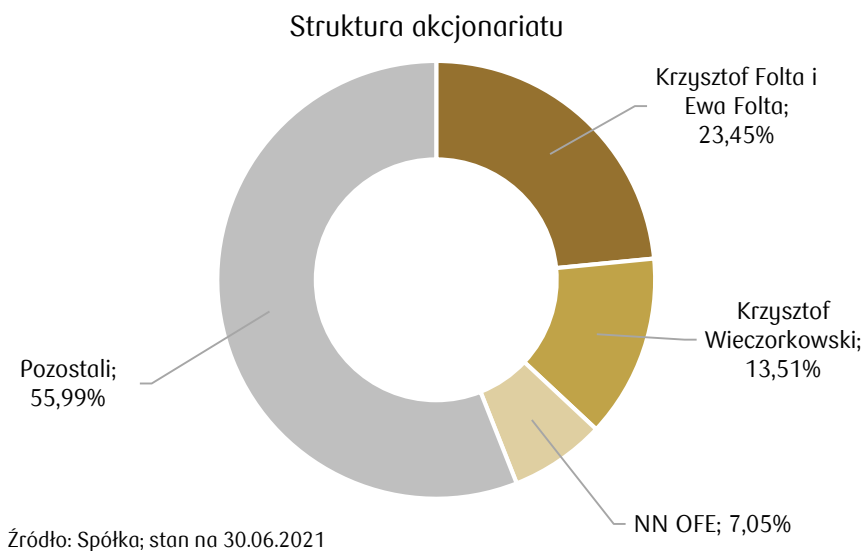
Największy udział w przychodach ze sprzedaży ma grupa „kable i przewody” (36% udział w 1H 2021 r., tj. +6 p.p. r/r). Drugą pod względem wielkości generowanej sprzedaży grupą produktową jest grupa „aparatura i rozdzielnice” (26% w 1H 2021 r.; pomimo nominalnego wzrostu, udział spadł o 6 p.p r/r).

Dynamiczny wzrost sprzedaży kabli i przewodów (+57% r/r) spowodowany był wzrostem cen surowców niezbędnych do ich produkcji: miedzi (cena miedzi w II kw. 2021 wzrosła o 83% r/r), aluminium, tworzyw sztucznych). Dodatkowym czynnikiem mającym wpływ na wzrost sprzedaży tej grupy produktowej są ograniczające podaż niedobory tworzyw polwinitowych (służące do produkcji osłonek i izolacji). Dzięki odpowiednio zabezpieczonemu zapasowi magazynowemu, mimo ograniczonej podaży, TIM był w stanie zapewnić swoim klientom dostęp do szerokiej gamy asortymentu kablowo-przewodowego, dopasowując cenę sprzedaży do sytuacji rynkowej.

Akcjonariat

Największymi akcjonariuszami spółki są Krzysztof Folta, prezes zarządu i jeden z założycieli TIMu, wraz z żoną Ewą Foltą. Posiadają oni łącznie 23,45% akcji spółki.

13,51% akcji należy do Krzysztofa Wieczorkowskiego, także współzałożyciela TIMu, pełniącego od ponad 18 lat funkcję przewodniczącego rady nadzorczej TIM SA.



TIM

Załącznik:

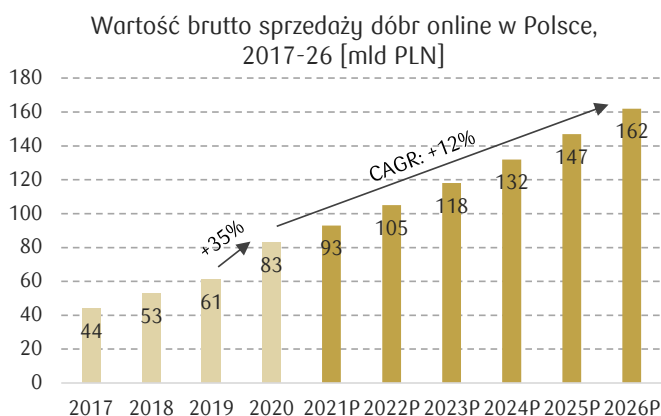
Rynek

TIM funkcjonuje przede wszystkim na rynku hurtowej dystrybucji elektrotechniki. Rynek ten jest w Polsce dość rozdrobniony, jednak przewagą TIM-u nad większością konkurentów jest jego obecność w kanale on-line (ok. 70% sprzedaży grupy). Związane z pandemią czasowe zamknięcia tradycyjnych punktów handlowych przyspieszyło rozwój e-commerce'u.

Dodatkową przewagą konkurencyjną wynikającą z obecności w segmencie online jest to, że klienci nie są ograniczeni godzinami pracy hurtowni, a zamówienia mogą składać także poza ich godzinami pracy.

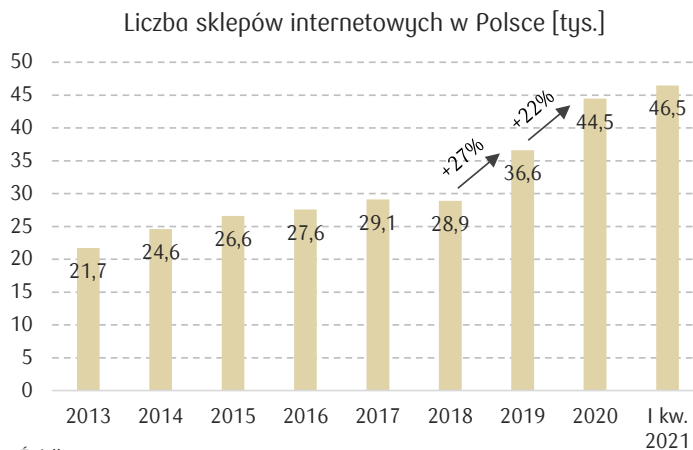
E-commerce

Według szacunków PwC, wartość sprzedaży online w Polsce wzrosła w ubiegłym, „pandemicznym” roku o ok. 35% r/r (z 61 mld PLN w 2019 r. do 83 mld PLN w 2020 r.). Według prognoz PwC, zakładana sprzedaż w latach 2021-2026 będzie rosła średnio o 12% rocznie.



Źródło: PwC

Rosnące zainteresowanie sprzedażą internetową potwierdzają też dane Dun & Bradstreet, globalnego dostawcy danych i analiz. Z danych wynika, że liczba otwieranych sklepów internetowych w Polsce osiągała w dwóch ostatnich latach ponad 20-procentowe dynamiki.



Źródło: Dun & Bradstreet

TIM

Załącznik:

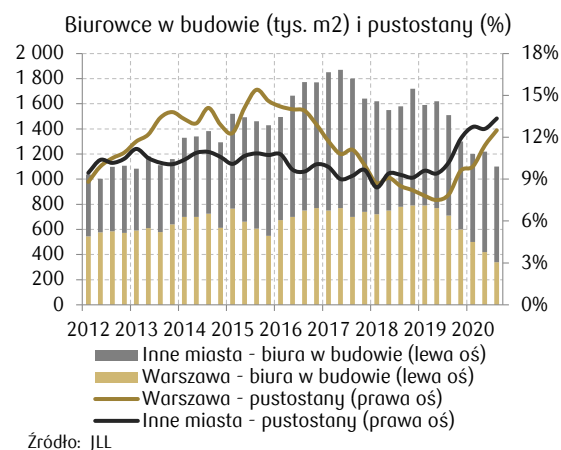
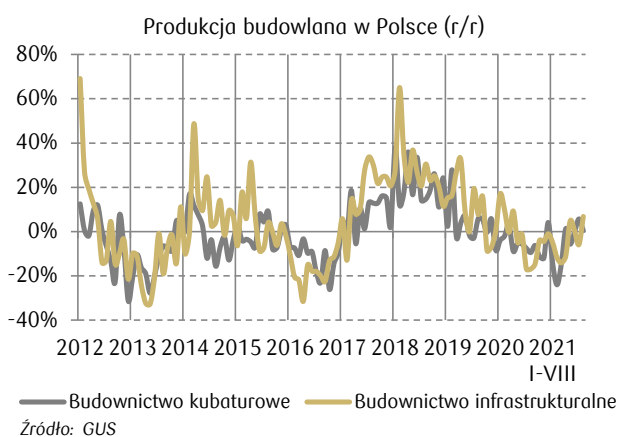
Rynek

W naszej ocenie przestrzeń do wzrostu w sektorze e-commerce jest wciąż ogromna, a wzrost, choć już nie tak dynamiczny, będzie się utrzymywał także w kolejnych latach. Uważamy, że prognozowany wzrost wydatków w sektorze e-commerce przełoży się także na wzrost przychodów TIM-u.

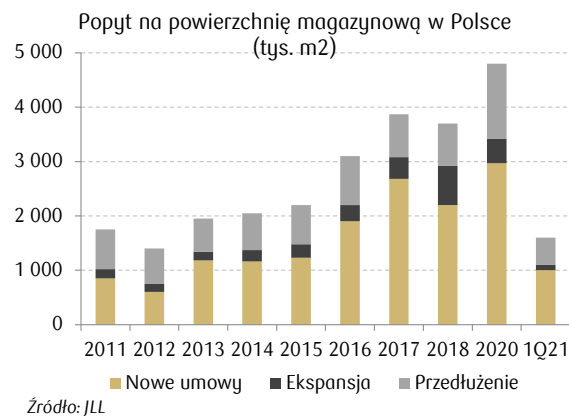
Sektor budowlany

Pod względem wartości sprzedaży, odbiorcą oferty TIM w przeważającej części jest - pośrednio lub bezpośrednio - sektor budowlany.

Ujemna dynamika produkcji budowlanej obszarze budownictwa kubaturowego i infrastrukturalnego w Polsce, szczególnie silna od połowy 2020 i na początku 2021 r., w ostatnich miesiącach wyhamowała. Z kolei do rosnącej liczby pustostanów mocna przyczyniła się w naszej ocenie pandemia (niższy popyt na powierzchnie biurowe połączony ze zwiększającą się liczbą powierzchni biurowej ogółem). Jest to w naszej ocenie sytuacja przejściowa i spodziewamy się spadku pustostanów od roku 2023.



Jeśli chodzi o budownictwo mieszkaniowe, po ubiegłorocznym spowolnieniu w ilości wydanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów (utrudnienia pracy urzędów wydających pozwolenia, niepewna sytuacja gospodarcza), w tym roku widać zdecydowane odbicie. Liczba pozwoleń na budowę wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy (stan na sierpień) wyniosła niemal 212 tys. Rośnie też liczba rozpoczętych budów.





TIM

Załącznik:

Popyt na powierzchnie magazynowe w Polsce rośnie. Według danych JLL popyt na powierzchnię magazynową wciąż utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie i po I kw. osiągnął 34% wartości notowanej w 2020r.

Rynek

Naszym zdaniem popyt ze strony sektora budowlanego będzie w najbliższych kwartałach rósł w związku z ilością rozpoczętych już budów.

TIM

Załącznik:

Cele finansowe

Strategia

W kwietniu 2019 roku TIM przyjął strategię na lata 2019-2021. Głównym celem strategii jest osiągnięcie przez spółkę TIM S.A. rocznych przychodów na poziomie co najmniej 1 mld PLN oraz rentowności EBITDA nie niższej niż 3,6%.

Powyższe cele TIM chce osiągnąć poprzez dalszy rozwój hybrydowego modelu sprzedaży artykułów elektrotechnicznych, przy jednoczesnym rozwoju alternatywnych modeli handlu materiałami technicznymi (dropshipping, marketplace i B2B2C). TIM liczy, że do 2021 roku alternatywne formy sprzedaży będą odpowiadały za 10% przychodów TIM S.A.

W naszych prognozach zakładamy, że w 2021 roku spółka osiągnie 1,3 mld PLN przychodów (pomimo sprzedaży pod koniec 2020 r. Rotopino, 30% powyżej założonego prognozy 1 mld PLN) i rentowność EBITDA na poziomie 10,4% (znacznie powyżej celu).

Program motywacyjny TIM

Pod koniec października 2020 akcjonariusze TIM uchwalili program motywacyjny na lata 2021-2023. Program zakłada objęcie 1,1 mln akcji (ok. 5% akcji istniejących) przez zarząd TIM i zarządy spółek zależnych po spełnieniu kryterium wynikowego.

Program zakłada osiągnięcie 63mln PLN EBITDA w 2021 roku, 66 mln PLN EBITDA w 2022 roku i 70 mln PLN EBITDA w 2023 roku. Cena obejmowania akcji w 3 kolejnych latach wynosi 10.34. Rozwodnienie wynikające z programu wynosi około 3%. Zakładamy kontynuację tego sposobu gratyfikacji kadry kierowniczej również w kolejnych latach. Pełne szacowane rozwodnienie (pomniejszające wycenę) z tego tytułu szacujemy na 7,2%.

TIM pro

Strategia „TIM pro” dotyczy rozwoju całej organizacji w obszarze zrównoważonego rozwoju. W jej ramach wyznaczone zostały trzy kierunki dotyczące działań profesjonalnych, proaktywnych i prospołecznych (akcje wolontariatu pracowniczego, promowanie aktywnego trybu życia i wspieranie lokalnych społeczności).

TIM deklaruje, że do 2021 roku chce przeznaczać na ostatni z wymienionych kierunków do 1% zakładanego na dany rok zysku brutto TIM S.A.

Dywidenda

Pod koniec marca TIM przyjął politykę dywidendową zakładającą coroczne przedkładanie Walnemu Zgromadzeniu propozycji wypłaty dywidendy określonej w zależności od poziomu wypracowanego zysku netto, z uwzględnieniem potrzeb kapitałowych wynikających z dalszego rozwoju grupy, sytuacji płynnościowej oraz sytuacji rynkowej.

Polityka zakłada, że:

1. W przypadku wypracowania jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym na poziomie co najmniej 15 mln PLN – wypłata dywidendy w wysokości 22 199 200 PLN (1 PLN/akcję), powiększonej o 50% ewentualnej nadwyżki jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym ponad kwotę 22 199 200 PLN
2. W przypadku wypracowania jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym w wysokości poniżej 15 mln PLN, zarząd proponuje wysokość dywidendy na podstawie oceny sytuacji finansowej, rynkowej i potrzeb inwestycyjnych TIM.



TIM

Załącznik:

Na podstawie powyższej polityki dywidendowej spółki założyliśmy, że z zysku za 2021 r. TIM wypłaci 1,6 PLN dywidendy na akcję, z zysku za 2022 r. 1,68 PLN/akcję, a za 2023 r. 1,77 PLN dywidendy na akcję.

Strategia

W naszych prognozach zakładamy, że dywidenda będzie wypłacana raz w roku (tj. w danym roku kalendarzowym wypłacana będzie dywidenda z zysku wypracowanego w poprzednim roku).

TIM

Załącznik:

Poniżej wskazujemy ryzyka specyficzne dla biznes modelu TIM:

Czynniki ryzyka

Ryzyko marży: Dystrybucyjny biznes model TIM działa na dość niskiej marży (prognozowana marżą FCF za 2020 rok z podstawowego biznesu na poziomie 2.7%). Jakikolwiek negatywne czynniki wpływające na sprzedaż lub rentowność, będą miały zwielokrotniony (przez mechanizm silnej dźwigni operacyjnej) wpływ na generowany strumień pieniężny.

Ryzyko konkurencji: Spółka jest pionierem i liderem biznesu online w swojej branży. Istnieje istotne ryzyko, że firmy konkurencyjne będą w coraz większym stopniu dostrzegać przewagę tego biznes modelu i konkurencja się nasili. To może skutkować presją na sprzedaż i marżę.

Ryzyko koniunktury: Segment rynku, w którym działa spółka jest skorelowany z sytuacją gospodarczą w Polsce, a w szczególności z sytuacją samego sektora budowlanego. Sektor budowlany charakteryzuje się dużą cyklicznością. Pogorszenie koniunktury może mieć negatywny wpływ na TIM.

Ryzyko zmian cen surowców i zapasów: istotną grupą produktową TIMu są kable i przewody. W ich przypadku, nawet 90% ceny może stanowić koszt miedzi. Znaczny spadek jej ceny mógłby się wiązać z potencjalną utratą wartości posiadanych przez spółkę zapasów.

Ryzyko związane z pandemią: Pandemia niewątpliwie wsparła sprzedaż online we wszystkich segmentach, przyspieszając już istniejące trendy. To wsparcie jest też widoczne w wysokich dynamikach sprzedaży TIM. Otwartym pytaniem pozostaje dynamika sprzedaży internetowej w hurcie elektrotechnicznym po pandemii. Inną istotną kwestią są zakłócenia ogólnoswiatowych łańcuchów dostaw - problemy z dostępnością surowców, produktów, podzespołów, etc.

Ryzyko walutowe: Ryzyko to występuje w 3LP i dotyczy płatności za długoterminowy wynajem hal magazynowych (płatności w euro). Stanowią one ok. 9% w relacji do kosztów operacyjnych ponoszonych przez tę spółkę. Ryzyko walutowe w TIM SA nie jest istotne.

Ryzyko kredytowe: Opóźnienia w terminowym regulowaniu należności przez kluczowych klientów mogą negatywnie na wyniki finansowe grupy.

Ryzyko związane z awarią systemów informatycznych lub ataku hakerskiego: Grupa TIM jest w wysokim stopniu z informatyzowana, a jej działalność operacyjna oparta jest o sprawnie działający system IT. Jakikolwiek niepożądane zdarzenie w tym obszarze może skutkować okresowym brakiem możliwości prowadzenia działalności, czy utratą zaufania klientów.

Artur Iwański	(Zastępca dyrektora)	(+48 22) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Biuro Analiz Rynkowych			
Tomasz Kasowicz	(dyrektor BAR, sektor paliwowy i chemiczny)	(+48 22) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(+48 22) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor farmaceutyczny i rolny)	(+48 22) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gry, przemysł)	(+48 22) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor energetyczny i wydobywczy)	(+48 22) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(+48 22) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(+48 22) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(+48 22) 580 33 68	alicjazaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, budownictwo)	(+48 22) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(+48 22) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analizy Technicznej			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Biuro Klientów Instytucjonalnych			
Krzysztof Kubacki	(dyrektor)	(+48 22) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(+48 22) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Michał Sergejev	(menadżer zespołu)	(+48 22) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Piotr Dedećus	(sales)	(+48 22) 521 91 40	piotr.dedecus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU ANALIZY INWESTYCYJNEJ ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza analiza inwestycyjna (dalej: „Analiza”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz 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, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Niniejsza Analiza została sporządzona na indywidualne zamówienie TIM SA, za wynagrodzeniem.

Ileokroć w Analizie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się Analiza. W przypadku, gdy Analiza dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w Analizie odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej Analizie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Analiza została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Analizy były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Analizie. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Analizy. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Analizę z należyłą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Analizy w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Analizy. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne analizy, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Analizie. Takie analizy odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych analiz nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza Analiza nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane analizy. Analitycy sporządzający analizy otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

ESG: niefinansowy miernik oceny przedsiębiorstw w zakresie ich zrównoważonego rozwoju. Obejmuje aspekty środowiskowe, społeczne oraz te związane z zarządzaniem. Im bardziej zrównoważony biznes, tym wyższa pozycja rankingowa w modelu BM PKO BP (skala ocen: 1-10)

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Wycena BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Analizy

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
TIM	5

Objaśnienia:

- W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
- BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
- BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania analizy.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej analizy, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Analizy.

Ujawnienia

Analiza nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu analizy, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących analizy, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewni rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Analiza została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą analizę a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia Analizy.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia analizy jest tożsama z datą i godziną przekazania analizy w formie elektronicznej klientom.

Ilkroć w treści analizy podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.