

TIM – wyższa marża w handlu, 3LP na plusie

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu detalicznego oraz e-commerce. Spółka po okresie restrukturyzacji weszła w fazę wzrostu oraz poprawy wyników na każdym poziomie. Zgodnie z moimi przewidywaniami, przyjęty niskokosztowy model działalności zwiększył konkurencyjność oferty TIM-u, a aktywne zarządzanie sprzedażą pozwoliło zwiększać rentowność. Osobno wyceniłem segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość bieżąca spółki (17,3 zł/akcję) daje ponad 50-proc. potencjał wzrostu kursu.

Lepsze wyniki TIM SA w 2019 r. przyczyną podwyższenia prognoz

Wyniki skonsolidowane TIM-u za 3 kwartały 2019 r. oceniam jako bardzo dobre. Zdecydowanie lepiej radzi sobie biznes handlowy (przede wszystkim TIM SA), zwracam uwagę przede wszystkim na wyraźną poprawę marży na sprzedaży towarów. Wysoki poziom wykonania prognoz skłonił mnie do rewizji w górę moich oczekiwań, zarówno na rok 2019 jak i lata kolejne.

Potencjał do wypłaty dywidendy

TIM utworzył fundusz dywidendowy, w którym po decyzji zarządu w sprawie wypłaty dywidendy zaliczkowej za 2019 r. (0,80 zł) powinno znaleźć się ok. 33 mln zł (ok. 1,5 zł/akcję). Biorąc pod uwagę prognozowane przeze mnie przepływy operacyjne i wyhamowanie wydatków inwestycyjnych, TIM ma potencjał finansowy do utrzymania wysokich wypłat z zysku w latach kolejnych. Oczekuję dywidendy z zysku za 2019 r. na poziomie nie niższym niż za rok ubiegły, co oznaczałoby dopłatę min. 0,20 zł/akcję w roku bieżącym.

Insider kupuje

Zwracam uwagę na systematycznie pojawiające się informacje o zwiększaniu zaangażowania w akcje przez osoby powiązane z Zarządem spółki. Od początku 2019 r. insiderzy kupili łącznie 191 tys. akcji (0,9% kapitału) w cenach 7,5-11 zł za akcję. Ostatnia tego typu informacja pojawiła się w połowie stycznia (ponad 20 tys. szt., w cenie ok. 11 zł za akcję).

Ryzyka dla prognoz i wyceny

Wśród głównych czynników ryzyka, jakie widzę dla moich prognoz jest zahamowanie trendu wzrostowego w branży budowlanej i powrót wojny cenowej wśród dystrybutorów (w efekcie spadek marż i kłopoty z należnościami) oraz zbyt wolne pozyskiwanie zewnętrznych klientów w logistyce (3LP).

Wartość akcji TIM-u oszacowałem na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 15,3 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 15,1 zł oraz logistycznego: 4,1 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło mi wyznaczyć wartość bieżącą na 17,3 zł.

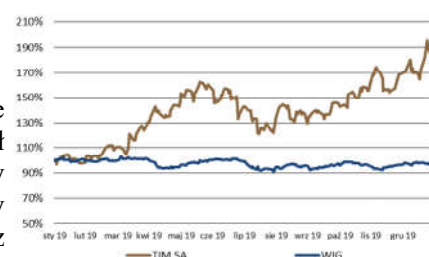
mln zł	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	887,9	958,1	1 011,6	1 045,4
EBITDA	7,3	31,1	51,1	54,5	54,2	57,5
zysk netto przyp. na akcji, jedn. dom.	-3,7	11,9	20,8	22,0	22,3	26,8
EPS	-0,17	0,54	0,94	0,99	1,00	1,21
DPS	0,00	1,00	1,00	0,75	0,70	0,74
P/E (x)	nd	21,3	12,2	11,5	11,4	9,5
EV/EBITDA (x)	35,5	9,2	7,0	6,0	5,8	5,2

Źródło: TIM, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe, prognozy 2019-22 wg MSSF 16

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 31.01.2020 o godz. 8:40. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 31.01.2020 o godz. 8:45.

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	11,4 zł
Wycena	17,3 zł
Potencjał wzrostu	51%
Kapitalizacja	253 mln zł
Free float	45%
Śr. wolumen 6M	16 683



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%

Michał Sztabler

Analityk akcji

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

RAPORT ANALITYCZNY

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 17,3 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%	15,3
Wycena porównawcza	50%	19,2
- obszar handel		15,1
- obszar logistyka		4,1
Wycena		17,3
Kurs akcji		11,4
Potencjał wzrostu		51%

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 103 mln zł (prognoza NS),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2% (poprzednio 3,5%), premia za ryzyko w wysokości 7,14% (poprzednio 6%), beta na poziomie 1,0.

WYCENA DCF

DCF	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	958	1 012	1 045	1 070	1 095	1 120	1 147	1 174	1 201	1 229
NOPAT	26	25	29	31	31	32	32	33	34	34
Amortyzacja	22	22	21	20	21	22	23	24	24	25
Zmiany KON	-6	-5	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3
CAPEX	-7	-6	-14	-13	-12	-13	-13	-15	-16	-15
FCFF	35	37	33	36	38	39	39	40	39	41
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Współczynnik dyskonta	0,93	0,86	0,80	0,74	0,69	0,64	0,59	0,55	0,51	0,47
DFCFF	32,4	32,1	26,5	26,4	26,3	24,7	23,4	22,0	19,8	19,4
SUMA DFCFF do 2029	253									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2029	403									
Zdyskontowana wartość rezydualna	190									
Wartość Firmy (EV)	443									
Dług netto 31.12.2019	103									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	340									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	15,3									

Źródło: Noble Securities

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	15,5	16,6	18,1	20,0	22,8
WACC - 0,5%	14,4	15,4	16,6	18,2	20,4
WACC	13,5	14,3	15,3	16,7	18,5
WACC + 0,5%	12,6	13,3	14,2	15,3	16,8
WACC + 1,0%	11,8	12,4	13,2	14,1	15,4

RAPORT ANALITYCZNY

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	2022P	2019P	2020P	2022P
W.W.Grainger	65 599	17,9	16,7	15,5	11,4	10,9	10,4
Electrocomponents	15 567	19,1	18,1	17,0	13,2	12,2	11,4
Rexel	14 587	9,9	9,2	8,5	7,1	6,8	6,5
Eurocash	2 690	30,8	24,4	21,7	12,0	10,5	9,1
Intercars	3 301	13,6	12,2	11,1	9,8	9,3	8,5
Solar	1 374	20,9	10,1	9,6	6,5	5,8	5,6
Neuca	1 802	15,2	13,6	12,6	11,4	10,5	9,6
Oponeo	334	17,1	20,0	18,5	11,9	11,9	10,1
AB	405	6,9	6,4	6,1	6,2	5,9	5,7
Mediana		17,1	13,6	12,6	11,4	10,5	9,1
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		17,7	13,8	12,0	17,4	16,4	13,4
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)					15,1		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.01.2020 r. godz. 7:45

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2019P	2020P	2022P	2019P	2020P	2022P
DSV	99 765				18,9	14,9	13,1
XPO Logistics	32 339				9,3	8,7	8,1
Cia de Distribucion Integral	11 572				4,0	3,8	3,6
Kerry Logistics	10 579				8,1	7,4	6,8
ID Logistics Group	4 302				11,1	9,5	8,1
Wincanton	1 900				7,8	7,6	7,4
Self Storage	1 016				20,2	15,5	13,1
Mediana					9,3	8,7	8,1
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					2,8	4,3	5,2
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					4,1		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 31.01.2020 r. godz. 7:45

RAPORT ANALITYCZNY
WYNIKI 2019R

Wyniki skonsolidowane TIM-u za 3 kwartały 2019 r. oceniam jako bardzo dobre. Gdyby odnieść je do prognoz z czerwcowego (2019 r.) raportu Noble Securities spółka zrealizowała 73% prognozowanych przez nas na cały rok przychodów, 86% EBITDA oraz 90% zysku netto. Zdecydowanie lepiej radzi sobie biznes handlowy (przede wszystkim TIM SA, po delistingu Rotopino dysponuję jedynie danymi finansowymi podmiotu dominującego), nieco słabiej było w segmencie logistycznym (3LP). Wysoki poziom wykonania prognoz skłonił mnie do rewizji oczekiwań. Szerzej o korekcie piszę w dalszej części raportu.

Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM	3Q18	4Q18	1Q19	2Q18	3Q19	r/r	kw/kw
Przychody	214,3	223,9	207,5	210,2	229,6	7,1%	9,3%
Zysk brutto na sprzedaży	39,5	48,3	43,5	44,8	48,1	21,7%	7,2%
rentowność	18%	22%	21%	21%	21%		
Koszty sprzedaży + zarządu	34,3	41,1	36,4	37,2	38,3	11,6%	3,0%
% sprzedaży	16%	18%	18%	18%	17%		
Saldo pozostałej działalności oper.	1,8	-3,0	0,0	0,0	0,1		
EBIT	7,0	4,2	7,1	7,6	9,8	41%	28,8%
rentowność	3%	2%	3%	4%	4%		
EBITDA	9,9	7,3	11,9	12,9	15,0	52%	16,2%
rentowność	5%	3%	6%	6%	7%		
amortyzacja	2,9	3,0	4,7	5,3	5,2	76,0%	-1,9%
Saldo działalności finansowej	-0,6	-0,2	-2,0	-1,3	-3,9		
Zysk netto	5,1	3,4	3,9	4,6	5,7	13,5%	24,9%
rentowność	2%	2%	2%	2%	2%		
Zysk netto powtarzalny	3,2	5,0	3,9	4,6	5,7	78,0%	24,9%
rentowność	2%	2%	2%	2%	2%		
Dług netto	20,2	31,2	113,9	118,9	94,6	368%	-20,4%
P/E	46,7	21,3	18,9	15,2	13,2		
EV/EBITDA	14,3	10,5	11,0	8,9	7,1		
Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA	3Q18	4Q18	1Q19	2Q18	3Q19	r/r	kw/kw
Przychody	196,4	200,6	188,1	188,1	207,2	5,5%	10,2%
EBITDA	5,9	4,6	8,9	9,6	9,0	52,4%	-5,9%
Zysk netto	3,9	2,6	5,7	6,1	6,5	65,1%	7,0%
Wybrane dane finansowe (mln zł) - 3LP	3Q18	4Q18	1Q19	2Q18	3Q19	r/r	kw/kw
Przychody	3,9	4,6	3,8	4,7	10,5	169,6%	122,8%
EBITDA	2,2	1,1	2,4	2,8	5,4	144,6%	93,2%

Źródło: TIM, 3LP - szacunki Noble Securities, P - prognozy Noble Securities

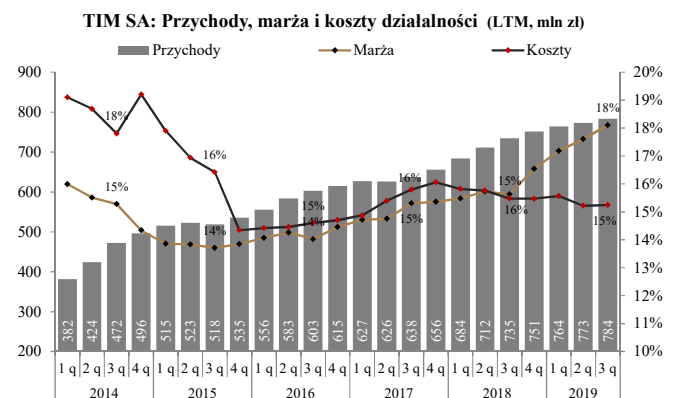
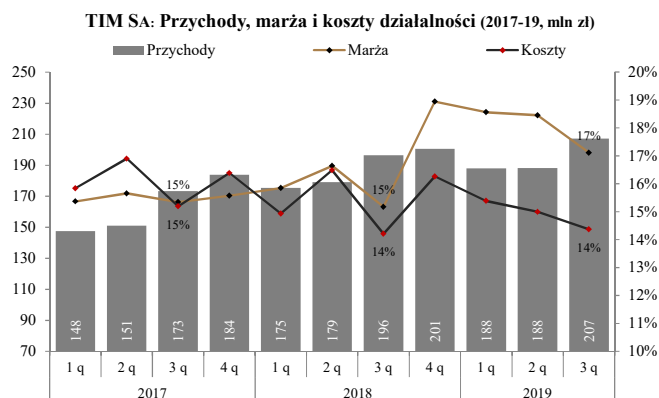
SEGMENT HANDLOWY
Przychody i marże
Wzrost przychodów i marży w TIM SA

Za bardzo wysoki poziom wykonania prognoz odpowiada przede wszystkim spółka dominująca TIM SA, która po 3 kwartałach wykonała ok. 75% mojej prognozy przychodów i wyraźnie przekroczyła oczekiwane zyski EBITDA oraz netto (z raportu Noble Securities z dn. 16/06/2019). Zaprezentowane przez spółkę dane sprzedażowe za grudzień'19 wskazują, iż udało się osiągnąć zakładane przeze mnie przychody na cały 2019 r.

Na uwagę zasługuje szczególnie wzrost marży na towarach do poziomu ok. 18,5% w I półroczu 2019 r. Tak wysokie marże TIM realizował ostatnio w 2012 r., czyli na znacznie lepszym rynku. Nawet nieznaczne pogorszenie rentowności w III kwartale 2019 r. nie spowodowało marży poniżej 18% (liczonej dla okresu ostatnich 12 miesięcy - LTM).

RAPORT ANALITYCZNY

Odbudowa marży przy rosnących przychodach

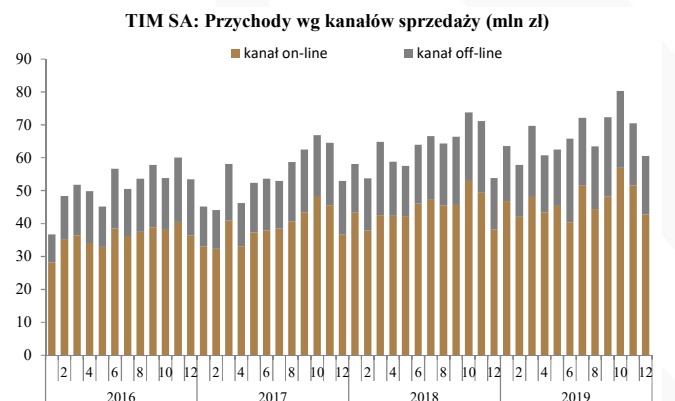
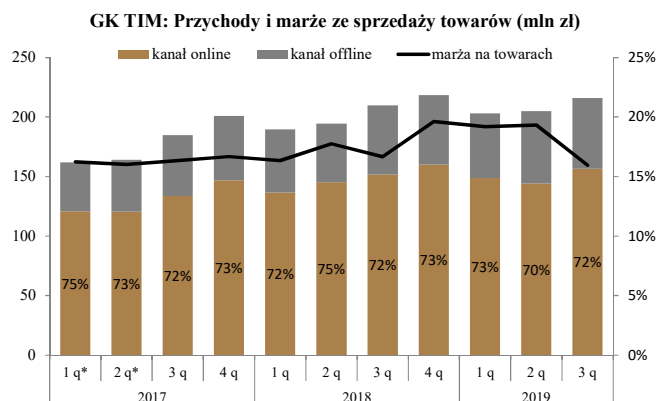


Źródło: TIM, Noble Securities

Stabilizacja struktury biznesu

Udział kanału internetowego w segmencie handlowym ustabilizował się na poziomie 72-73% łącznych przychodów ze sprzedaży towarów. Wyjątkiem był II kwartał 2019 r., kiedy to w czerwcu zrealizowano dostawy w ramach tzw. sprzedaży inwestycyjnej, wykazywanej w kanale off-line. W grupie kapitałowej udział on-line jest wyższy z uwagi na stricte internetowy model sprzedaży towarów w Rotopino.

Udział kanału online utrzymuje się na stabilnym poziomie



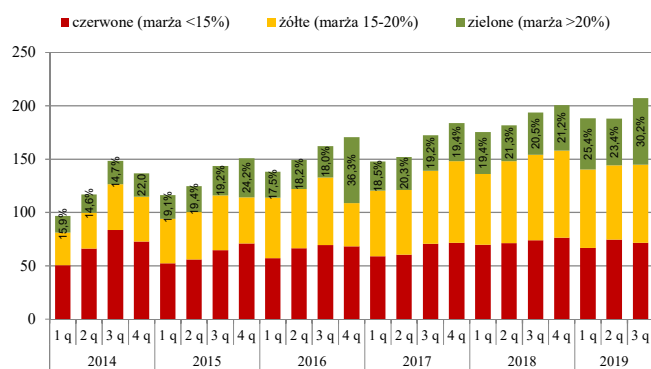
Źródło: TIM, Noble Securities

Zwiększenie udziału towarów o wyższej marży

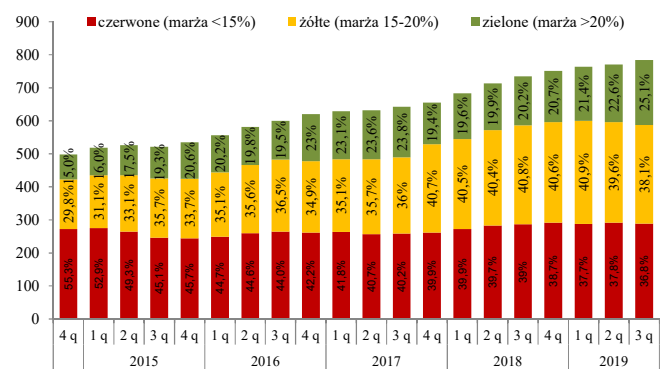
Zarząd niezmiennie dużą uwagę zwraca na strukturę oferowanego asortymentu, aktywnie promując sprzedaż bardziej marżowych towarów. Pozwala to podnieść średnią rentowność bez istotnego korygowania cen (marż) na poszczególnych pozycjach. Najbardziej rentowna grupa towarów (tzw. „zielona”, gdzie marża >20%) stanowi już ponad 25% przychodów (w ujęciu całorocznym), podczas gdy w 2014 r. miała udział na poziomie ok. 15%. Z drugiej strony odsetek niskomarżowego asortymentu (tzw. grupa „czerwona” z marżą <15%, głównie towary masowe jak kable i przewody) spadł wyraźnie poniżej 40% sprzedaży (vs ok. 55% w 2014 r.).

Zarządzanie strukturą sprzedaży w celu zwiększenia marży

Struktura sprzedaży: grupy produktowe (kwartalnie, mln zł)



Struktura sprzedaży: grupy produktowe (LTM, mln zł)



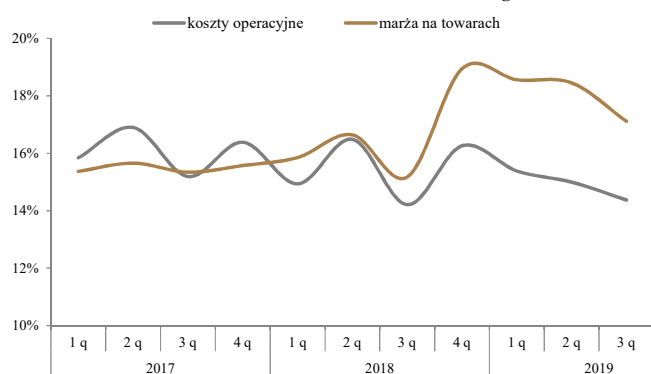
Źródło: TIM, Noble Securities

Koszty działalności

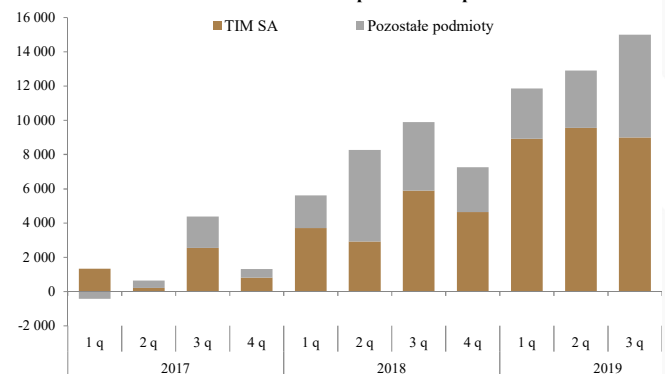
Model niskokosztowy w jakim obecnie funkcjonuje TIM pozwolił obniżyć udział kosztów operacyjnych z ok. 19-20% wartości przychodów w latach 2012-14 do ok. 15% w roku 2019. Jednocześnie efekty przyniosły prace nad poprawą marż. Skutkiem tych działań jest wyraźny wzrost rentowności począwszy od II połowy 2018 r. Wyniki realizowane przez podmiot dominujący wciąż stanowią o obrazie całej grupy. Sytuacja powinna zmienić się w 2020 r., kiedy to wyniki biznesu logistycznego zaczną bardziej ważyć w skonsolidowanych wynikach grupy kapitałowej. Pierwsze symptomy tej zmiany widoczne były już w wynikach III kwartału 2019 r.

Wzrost zysków w TIM SA wzmocniony poprawą wyników w pozostałych spółkach

TIM SA: Rentowność biznesu handlowego



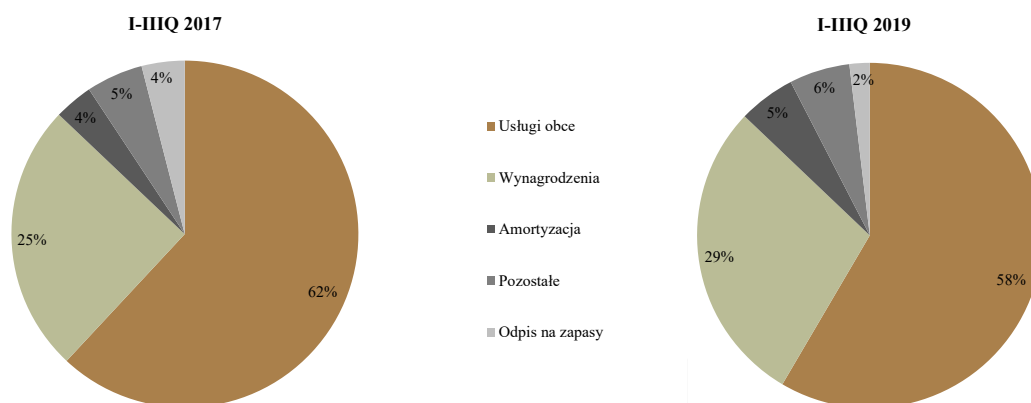
GK TIM: EBITDA w podziale na spółki



Źródło: TIM, Noble Securities

Po przeniesieniu działalności logistycznej (obsługa magazynu i realizacja wysyłki towaru) do spółki zależnej 3LP główną pozycją kosztów operacyjnych w TIM-ie stały się usługi obce. W okresie ostatnich dwóch lata struktura kosztów nie uległa istotnej zmianie. Warto odnotowania jest stopniowe zmniejszenie udziału kosztów zmiennych (usługi obce realizowane przede wszystkim przez 3LP) i wzrost znaczenia kosztów stałych (przede wszystkim wynagrodzenia). Do niskich poziomów spadły odpisy na zapasy (wg Zarządu spółki jest to już docelowy poziom, który powinien zostać utrzymany w kolejnych latach). Spadek kosztów obsługi logistycznej wiązać należy z poprawą sytuacji w 3LP i pozyskaniem przez spółkę zależną kolejnych kontraktów zewnętrznych. Z kolei wysoka dynamika kosztów pracy jest częściowo pochodną poprawy zysków w TIM SA i wypłat zmiennej części wynagrodzenia (TIM jako firma handlowa ma wyższy udział części premijowej w funduszu płac), dlatego nie dostrzegam w tym istotnych zagrożeń dla przyszłych wyników spółki.

Struktura kosztowa TIM SA

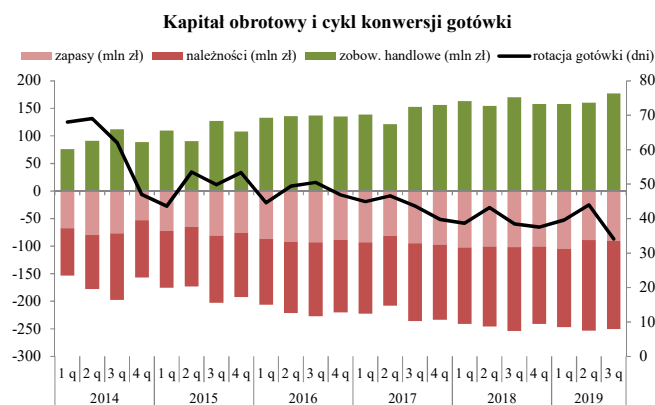


Źródło: TIM, Noble Securities

Kapitał obrotowy

Rotacja zapasów, zobowiązań oraz należności po III kwartale 2019 r. pozostaje pod kontrolą, z niewielką naturalną zmiennością. Cykl konwersji gotówki utrzymuje trend spadkowy, w samym Q3 obniżył się do poziomu 34 dni. Nie widzimy zagrożeń dla spółki wynikających z wdrożenia od początku 2020 r. Ustawy ograniczająca zatory płatnicze. Średni termin spłaty zobowiązań w TIM SA to ok. 75 dni, natomiast należności ok. 70 dni. TIM jako duży podmiot w rozumieniu Ustawy, zapewne nie będzie korzystał z ochrony jaką daje Ustawa (zmniejszenie czasu spływu należności do 60 dni). Z kolei w rozliczeniach z dostawcami też nie spodziewam się istotnych zmian, jako że w większości partnerami są duże krajowe firmy produkcyjne lub przedstawicielstwa zagranicznych koncernów (transakcje symetryczne, strony mogą umówić się na dłuższy niż 60 dni okres zapłaty). Biorąc pod uwagę obecny poziom sprzedaży, skrócenie cyklu rotacji zobowiązań o 1 dzień skutkowałoby wzrostem kapitału obrotowego o 2 mln zł.

Szybsza rotacja gotówki



Źródło: TIM, Noble Securities

Analizując zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (druga obok marży istotna pozycja w ocenie biznesu handlowego) zwracam uwagę na w miarę zbilansowany poziom należności i zobowiązań handlowych. W związku z tym pozycją, która wymaga dodatkowego finansowania zewnętrznego są zapasy. TIM szczyty się jedną z największych w branży ofertą towarów na magazynie. Stany magazynowe były systematycznie rozbudowywane do połowy 2017 r. Od tamtego momentu wielkość dostępnego asortymentu jest optymalizowana w celu dostosowania do realizowanej sprzedaży. Pozwoliło to ograniczyć przyrost wartości zapasów przy rosnącej sprzedaży i tym samym poprawić cykl obrotu gotówki. Obecnie TIM SA dysponuje ofertą obejmującą ok. 68 tys. pozycji (tzw. SKU – ang. stock keeping unit, tj. unikalnych jednostek magazynowych), z czego średnio w miesiącu co najmniej 70% znajduje klientów. W opinii przedstawicieli spółki poziom ten można jeszcze obniżyć (do ok. 65 tys.

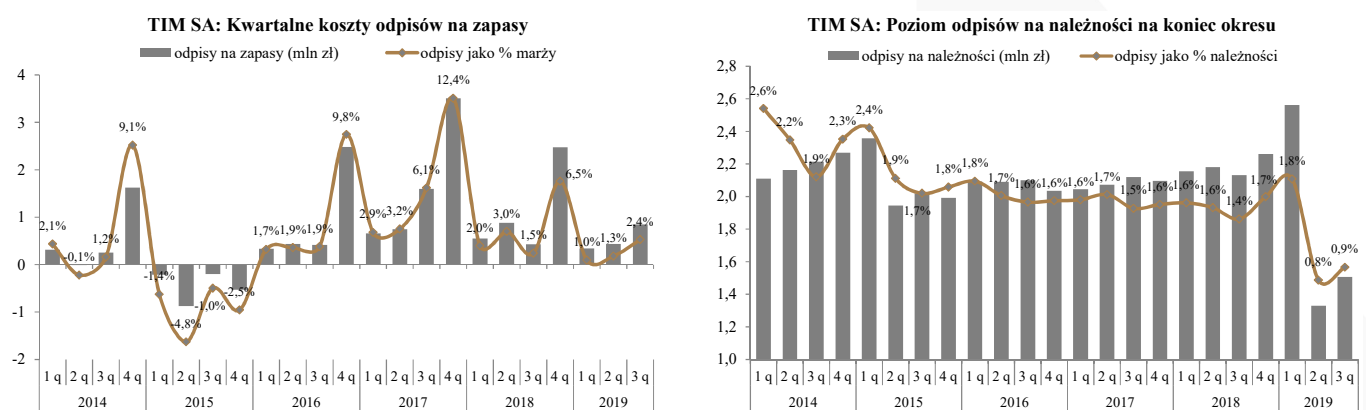
SKU), ograniczając przyrost kapitału obrotowego. Dodatkowe 50 tys. SKU będących w ofercie TIM jest magazynowe u dostawców spółki (z czego do ok. 50% ma podgląd stanów ilościowych).

Odpisy na zapasy i należności

Spółka niezmiennie stosuje restrykcyjną politykę handlową w obszarze zarządzania magazynem oraz wpływem należności, co widoczne jest zarówno w wielkościach bezwzględnych (niskie koszty odpisów) jak i wskaźnikach mierzących efektywność tej polityki. Zwracamy uwagę na niski poziom odpisów w II i III kwartale 2019 r.

W 2019 r. na rynku doszło do wzrostu składek na ubezpieczenie należności, czego skutkiem były wyższe koszty w TIM SA o ok. 0,4 mln zł. Poziom składki nie powinien się zmienić w 2020 r., dlatego ewentualny wzrost kosztów z tego tytułu będzie marginalny (powiązany ze wzrostem stanu należności, które są mocno skorelowane ze zmianą wielkości sprzedaży).

Odpisy na zapasy i należności pod kontrolą



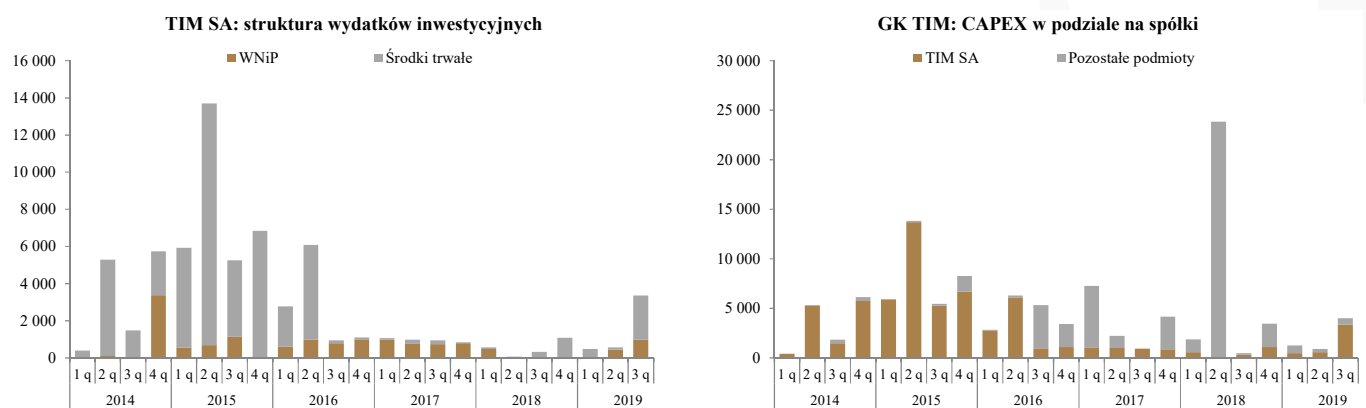
Źródło: TIM, Noble Securities

Niskie nakłady inwestycyjne zgodne z wcześniejszymi deklaracjami Zarządu

Wydatki inwestycyjne biznesu handlowego, przy wydzieleniu działalności logistyczno-magazynowej do spółki zależnej 3LP, sprowadzają się do rozwoju systemu IT wspierającego e-commerce oraz niewielkich wydatków odtworzeniowych.

Po 9 miesiącach 2019 r. CAPEX w TIM SA wyniósł ok. 4,5 mln zł, przy czym dopiero w III kwartale 2019 r. widoczny był wzrost wydatków na rzeczowe środki trwałe. W całej grupie sięgnął 6 mln zł.

CAPEX części handlowej coraz niższy



Źródło: TIM, Noble Securities

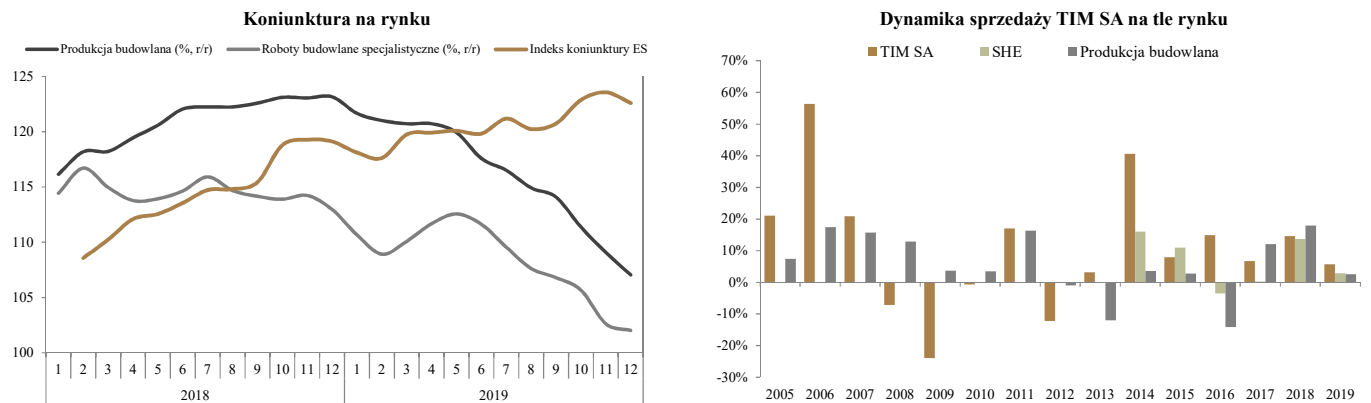
Rynek

Pomimo negatywnych trendów widocznych w branży budowlanej w 2019 r. rynek elektroinstalacyjny zachowywał się relatywnie dobrze. Również wyniki TIM-u na tle sektora prezentowały się poprawnie.

RAPORT ANALITYCZNY

Oznacza to, iż wieloletnie starania Zarządu zmierzające do ograniczenia wpływu koniunktury w budownictwie na wyniki TIM SA zaczęły przynosić pierwsze efekty.

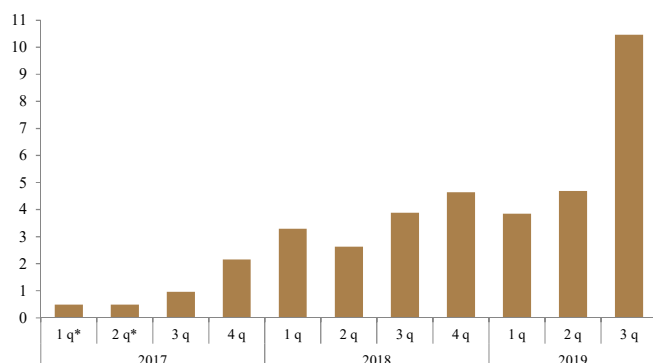
Powiązanie z rynkiem budowlanym słabnie



Źródło: TIM, GUS, Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki (SHE), Elektrosystemy (ES), Noble Securities

SEGMENT LOGISTYCZNY: 3LP
Przychody

Po uruchomieniu współpracy z dwoma dużymi klientami, tj. Ikea i widzącym w Polsce dystrybutorem opon (w obu przypadkach są to 3-letnie kontrakty), od połowy 2019 r. wyraźnie wzrosły przychody spółki logistycznej, a udział podmiotów spoza grupy zwiększył się do ok. 35%. W 2020 r. wyniki powinny być znacznie lepsze, gdyż oba ww. kontrakty będą uwzględnione w wynikach spółki przez cały rok.

Systematyczny wzrost biznesu logistycznego
3LP: Przychody z usług logistycznych (mln zł)


* dane szacunkowe na podstawie raportu półrocznego

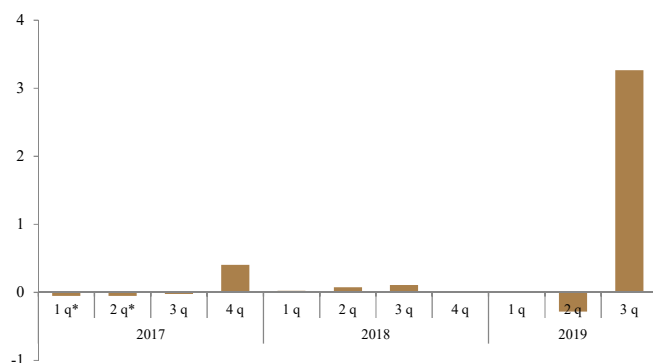
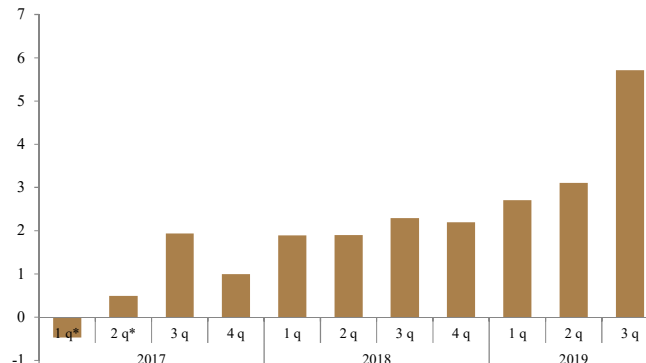
Źródło: TIM, Noble Securities

Koszty. Dźwignia operacyjna

Pierwsze półrocze dla biznesu logistycznego było słabsze od naszych szacunków z uwagi na:

- brak przychodów z dużych kontraktów (a działalność charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną),
- ponoszone koszty przygotowania powierzchni magazynowych pod obsługę ww. kontraktów (np. wynajem dodatkowego magazynu).

Efekt dźwigni finansowej i skokowej poprawy wyników od II półrocza wyraźnie widać na poniższych wykresach.

Rosnące zyski biznesu logistycznego
3LP: marża brutto na sprzedaży (mln zł)

3LP: EBITDA (mln zł)


* szacunki Noble Securities na podstawie raportu skonsolidowanego oraz raportów jednostkowych TIM SA oraz Rotopino SA

Źródło: TIM, Noble Securities

CAPEX. Sprzedaż aktywów.

Wydatki inwestycyjne w części logistycznej były w 2019 r. nieznaczne, wg naszych szacunków zamknęły się kwotą ok. 1 mln zł.

RAPORT ANALITYCZNY

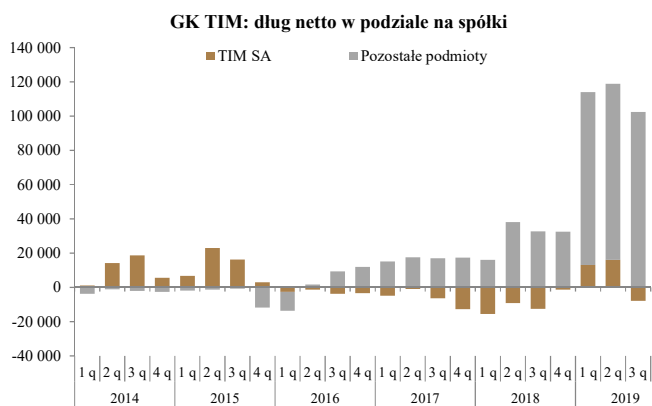
W I połowie 2019 r. TIM wynajął dodatkowe 10 tys. mkw. powierzchni magazynowej na potrzeb obsługi logistycznej zwiększonej współpracy z widzącym w Polsce dystrybutorem opon. Na dziś potencjał magazynowy 3LP pozwala jeszcze zwiększyć przychody o ok. 50% z poziomu 80 mln zł (szacunki NS na rok 2019 dla spółki 3LP).

Uważam, że obecny standing finansowy zarówno GK TIM, jak i samej spółki 3LP jest już na tyle dobry, że może sobie pozwolić na finansowanie kolejnych inwestycji w nieruchomości z własnych środków (+ kredyty). Ponadto spółka dysponuje aktywami (nieruchomości nieprodukcyjne), których sprzedaż stanowić ma dodatkowy zastrzyk finansowy. W II połowie ub.r. doszło do sprzedaży nieruchomości przy ul. Stargardzkiej we Wrocławiu. I choć spółka nie osiągnęła na transakcji zysku, to wpłynęło do niej ok. 6,5 mln zł gotówki (ujęte w prognozach NS).

Zadłużenie.

W 3LP skupiło się niemal całe zadłużenie grupy kapitałowej, tj. ok. 100 mln zł (stan na 30.09.2019, uwzględniający wdrożenie standardu MSSF16). Poziom długu będzie systematycznie malał wraz z spłatą zobowiązań z długoterminowych umów najmu (powierzchnie biurowe do 2025 r., a magazyny do 2031 r.). Szacuję, że poziom zadłużenia netto spadł na koniec roku do ok. 90 mln zł, co stanowi 5,5xEBITDA. Jest to poziom akceptowalny dla tego typu biznesu (tym bardziej we wczesnej fazie rozwoju).

3LP odpowiada za większość zadłużenia w GK TIM



Źródło: TIM (od 2019 r. z uwzględnieniem standardu MSSF16), Noble Securities

RAPORT ANALITYCZNY
KOREKTA PROGNOZ

Korekta prognoz finansowych dotyczy przede wszystkim:

- wyższej marży na sprzedaży towarów w TIM SA,
- wyższych przychodów w 3LP,
- niższej rentowności w 3LP,
- wyższych kosztów finansowych, głównie z uwagi na MSSF16,
- wyższego CAPEX w 2019 r.

mln zł	2017	2018	2019P			2020P			2021P		
			nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana	nowa	stara	zmiana
TIM SA											
Przychody	655,7	751,5	794,7	800,0	-0,7%	834,5	840,0	-0,7%	876,2	882,0	-0,7%
Zysk na towarach	100,7	124,4	139,4	132,4	5,3%	144,7	139,0	4,1%	146,3	145,9	0,2%
<i>marża na towarach</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>16,7%</i>		<i>17,5%</i>	<i>16,7%</i>		<i>16,8%</i>	<i>16,7%</i>	
Koszty operacyjne	105,4	116,3	117,9	119,3	-1,2%	124,0	123,8	0,2%	128,3	128,4	-0,1%
EBIT	1,3	12,9	28,5	20,2	41,3%	28,1	22,7	23,9%	25,7	25,3	1,6%
EBITDA	4,9	17,2	34,9	26,6	31,4%	34,5	29,1	18,6%	32,1	31,7	1,3%
<i>marża EBITDA</i>	<i>0,7%</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,4%</i>	<i>3,3%</i>		<i>4,1%</i>	<i>3,5%</i>		<i>3,7%</i>	<i>3,6%</i>	
Zysk netto	0,7	10,2	22,9	16,2	41,7%	22,6	18,8	20,2%	21,1	21,2	-0,2%
Zysk netto powtarzalny	0,7	12,6	22,9	16,2	41,7%	22,6	18,8	20,2%	21,1	21,2	-0,2%
3LP											
Przychody	60,2	74,2	82,0	80,3	2,1%	100,0	81,8	22,2%	110,0	83,3	32,1%
Przychody poza grupę	4,1	14,4	26,2	20,0	31,2%	50,0	23,0	117,4%	60,0	26,0	130,8%
EBIT	-7,0	1,1	2,5	5,9	-57,1%	4,6	6,2	-25,7%	6,1	6,6	-7,5%
EBITDA	-0,7	7,6	16,2	17,3	-6,4%	20,0	17,7	13,2%	22,1	18,0	22,7%
<i>marża EBITDA</i>	<i>-1,1%</i>	<i>10,2%</i>	<i>19,8%</i>	<i>21,6%</i>		<i>20,0%</i>	<i>21,6%</i>		<i>20,1%</i>	<i>21,6%</i>	
Grupa Kapitałowa TIM											
Przychody	719,2	830,3	887,9	886,9	0,1%	958,1	936,6	2,3%	1 011,6	983,4	2,9%
towary	706,0	805,3	854,6	859,8	-0,6%	900,7	906,1	-0,6%	943,9	949,6	-0,6%
usługi	13,2	25,0	33,3	27,1	22,9%	57,4	30,5	88,5%	67,8	33,8	100,4%
Koszty operacyjne	126,3	143,5	154,1	145,9	5,6%	183,1	154,3	18,7%	196,3	161,9	21,2%
<i>udział w przychodach</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>16,4%</i>		<i>19,1%</i>	<i>16,5%</i>		<i>19,4%</i>	<i>16,5%</i>	
EBIT	-3,2	19,9	31,1	26,1	19,1%	32,7	28,9	13,2%	31,8	31,9	-0,3%
EBITDA	7,3	31,1	51,1	46,2	10,8%	54,5	49,9	9,1%	54,2	53,5	1,4%
<i>marża EBITDA</i>	<i>1,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,2%</i>		<i>5,7%</i>	<i>5,3%</i>		<i>5,4%</i>	<i>5,4%</i>	
Saldo finansówki	-1,1	-1,1	-5,4	-6,7	-19,8%	-5,6	-3,0	87,5%	-4,3	-1,9	126,7%
zysk netto	-3,7	15,1	20,8	15,7	32,5%	22,0	21,0	4,6%	22,3	24,3	-8,3%
zysk netto powtarzalny	-3,7	11,9	20,8	15,7	32,5%	22,0	21,0	4,6%	22,3	24,3	-8,3%
CAPEX	10,5	29,3	18,0	10,0	80,0%	7,0	6,0	16,7%	6,0	6,0	0,0%
Dług netto	4,5	31,2	102,5	81,8	25,4%	76,5	61,0	25,4%	59,2	36,1	64,0%
P/E	-68,6	21,3	12,2	16,1		11,5	12,0		11,4	10,4	
EV/EBITDA	35,5	9,2	7,0	7,3		6,0	6,3		5,8	5,4	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

Przychody bez zmian. Biorąc pod uwagę raportowane wyniki sprzedażowe TIM SA uzyskane w całym roku 2019 podtrzymuję moje prognozy przychodów skonsolidowanych. W obu głównych spółkach sprzedaż będzie zbliżona do oczekiwań.

Wyraźny wzrost marży na towarach w TIM SA. Pozytywnie zaskoczyła skala poprawy marży w spółce-matce (+1 p.p. r/r). Szczególnie wysoki poziom osiągnęła w I półroczu (ok. 18,5% vs 16,3% w analogicznym okresie ub.r.). Spodziewam się jej spadku w II połowie roku w okolice wyniku osiągniętego w III kwartale 2019 r. (ok. 17%). W kolejnych latach tak wysoki poziom może być trudny do uzyskania, niemniej spadki nie powinny być znaczące. Przyjąłem w prognozach utrzymanie podobnej marży na towarach w 2020 r. (ok. 17,5%), potem spadek do 16,8% (średnia z lat 2017-20).

Wyższe koszty operacyjne w 3LP. Pomimo wyższych przychodów w spółce logistycznej 3LP, wzrost kosztów (amortyzacja, usługi obce, płace) był jeszcze wyższy, co nie pozwoliło na wzrost zysku operacyjnego do poziomów przeze mnie zakładanych. Odchylenie wyniku EBITDA nie było już tak znaczące. W kolejnych latach wzrost przychodów (wynikający m.in. z pełnego uwzględnienia sprzedaży usług do dwóch głównych klientów zewnętrznych: Ikea, Oponeo) przy wysokim udziale kosztów stałych (wysoka dźwignia operacyjna tego biznesu) przyniesie efekt w postaci wyższych zysków.

Wyższe koszty finansowe. Wdrożenie standardu MSSF16 zwiększyło koszty finansowe do ok. 2 mln zł kwartalnie (vs 0,4 mln zł kwartalnie w poprzednich okresach), pojawiły się też koszty finansowania inwestycji oddanych w połowie 2019 r. (leasing finansowy). Dodatkowo znaczna część zadłużenia (głównie wynikającego z MSSF16 – najem długoterminowy, ok. 75 mln zł) denominowana jest w EUR, co obciąża wynik różnicami kursowymi. Choć po 3 kwartałach wpływ różnic kursowych był negatywny (szacuję go na ok. -1 mln zł), to na koniec roku TIM powinien być osiągnąć dodatnie różnice w kwocie ok. +0,5 mln zł. M.in. z tego powodu oczekuję bardzo dobrych wyników w IV kwartale 2019 r. W kolejnych latach nie prognozuję różnic kursowych, jednak same koszty odsetkowe przy wieloletnim (jeszcze 12 lat w przypadku umów najmu magazynu, 7 lat przy umowach najmu powierzchni biurowej) okresie użytkowania aktywów będą negatywnie wpływały na zyski.

TIM SA (mln zł)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	655,7	751,5	794,7	834,5	876,2	898,1
Zysk brutto na sprzedaży	106,1	131,0	146,4	152,1	154,1	157,9
<i>marża na towarach</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,8%</i>	<i>16,8%</i>
Koszty operacyjne	105,4	116,3	117,9	124,0	128,3	130,9
<i>% przychodów</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,6%</i>
Zysk na sprzedaży	0,7	14,8	28,5	28,1	25,7	26,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	0,6	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,3	12,9	28,5	28,1	25,7	26,9
EBITDA	4,9	17,2	34,9	34,5	32,1	33,3
Koszty i przychody finansowe netto	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	0,4	0,4
Zysk netto raportowany	0,7	10,2	22,9	22,6	21,1	22,2
Zysk netto powtarzalny	0,7	12,6	22,9	22,6	21,1	22,2
Amortyzacja	3,6	4,3	6,4	6,4	6,4	6,4
CAPEX	-3,8	-1,6	-7,0	-6,0	-5,0	-6,4
CF operacyjny	12,5	19,7	23,5	25,5	23,9	26,6
Dywidenda	0,0	22,2	17,8	4,4	16,6	15,6
Dług netto	-12,7	-1,3	12,3	-2,7	-4,9	-9,5
Rotopino (mln zł)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	56,6	60,8	66,9	73,6	75,4	77,3
Zysk brutto na sprzedaży	9,5	11,4	12,5	13,7	14,1	14,4
<i>marża na towarach</i>	<i>16,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>
Koszty operacyjne	9,5	10,8	12,5	13,7	14,1	14,4
<i>% przychodów</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>
Zysk na sprzedaży	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
3LP (mln zł)	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody razem	60,2	74,2	82,0	100,0	110,0	120,0
Przychody zewnętrzne	4,1	14,4	26,2	50,0	60,0	70,0
EBIT	-7,0	1,1	2,5	4,6	6,1	9,5
EBITDA	-0,7	7,6	16,2	20,0	22,1	24,2

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	887,9	958,1	1 011,6	1 045,4
Zysk brutto na sprzedaży	123,6	161,1	185,2	215,9	228,1	242,3
Koszty sprzedaży i zarządu (bez MSSF16)	126,3	143,5	154,1	183,1	196,3	205,9
Koszty sprzedaży i zarządu			154,1	183,1	196,3	205,9
Zysk na sprzedaży (bez MSSF16)	-2,7	17,7	31,1	32,7	31,8	36,4
Zysk na sprzedaży			31,1	32,7	31,8	36,4
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	-0,5	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT (bez MSSF16)	-3,2	19,9	31,1	32,7	31,8	36,4
EBIT			31,1	32,7	31,8	36,4
Koszty i przychody finansowe netto (bez MSSF16)	-1,1	-1,1	-5,4	-5,6	-4,3	-3,4
Koszty i przychody finansowe netto			-5,4	-5,6	-4,3	-3,4
Zysk przed opodatkowaniem	-4,3	18,7	25,7	27,1	27,5	33,0
Podatek dochodowy	-0,4	3,6	4,9	5,2	5,2	6,3
Zysk netto raportowany (bez MSSF16)	-3,7	15,1	20,8	22,0	22,3	26,8
Zysk netto raportowany			20,8	22,0	22,3	26,8
Zysk netto powtarzalny (bez MSSF16)	-3,7	11,9	20,8	22,0	22,3	26,8
Zysk netto powtarzalny			20,8	22,0	22,3	26,8
Amortyzacja (bez MSSF16)	10,4	11,2	20,1	21,7	22,4	21,1
Amortyzacja			20,1	21,7	22,4	21,1
EBITDA (bez MSSF16)	7,3	31,1	51,1	54,5	54,2	57,5
EBITDA			51,1	54,5	54,2	57,5

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany bilans	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa	366,4	370,0	451,2	464,1	466,4	470,0
Aktywa trwałe	110,9	116,2	186,7	171,9	155,5	148,5
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP (bez MSSF16)	91,9	100,7	171,1	156,4	140,0	133,0
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP			171,1	156,4	140,0	133,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Inne aktywa trwałe	13,1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Aktywa obrotowe	255,5	253,8	264,6	292,2	310,8	321,5
Zapasy	98,2	102,0	109,0	117,6	124,2	128,4
Należności handlowe	142,7	142,1	152,0	164,0	173,2	179,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	13,5	2,2	2,3	9,3	12,2	12,9
Inne aktywa obrotowe	1,1	7,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Pasywa	366,4	370,0	451,2	464,1	466,4	470,0
Kapitał własny razem	164,7	155,4	153,3	170,8	176,5	187,6
Zobowiązania długookresowe	23,3	36,1	96,6	82,2	67,8	57,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	12,7	25,3	85,8	71,4	56,9	46,3
Inne	10,6	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Zobowiązania krótkookresowe	173,8	178,5	201,3	211,1	222,1	225,3
Kredyty, pożyczki i inne zob. fin. (bez MSSF16)	5,3	8,1	4,6	0,0	0,0	0,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe			14,4	14,4	14,4	10,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	157,6	157,2	168,1	181,4	191,6	198,0
Inne	10,8	13,2	18,7	15,3	16,1	16,7

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Zysk netto	-3,7	15,1	20,8	22,0	22,3	26,8
Amortyzacja	10,4	11,2	20,1	21,7	22,4	21,1
Zmiana kapitału obrotowego	8,2	-1,2	-5,1	-6,2	-4,8	-3,0
CF operacyjny	13,8	27,2	35,8	37,5	39,9	44,9
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
Dezynwestycje i inne	1,4	15,4	6,3	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-6,8	-2,7	-0,7
CF inwestycyjny	-9,1	-7,1	-11,7	-13,8	-8,7	-14,8
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	15,4	-6,2	-19,0	-14,4	-14,4
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	-22,2	-17,8	-4,4	-16,6	-15,6
CF finansowy	0,4	-31,4	-23,9	-23,5	-31,1	-30,0
CF	5,1	-11,3	0,1	0,2	0,1	0,1
Stan środków pieniężnych na początek okresu	8,4	13,5	2,2	2,3	2,5	2,6
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	13,5	2,2	2,3	2,5	2,6	2,7

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Wybrane wskaźniki	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
marża EBITDA	1,0%	3,7%	5,8%	5,7%	5,4%	5,5%
marża EBIT	-0,4%	2,4%	3,5%	3,4%	3,1%	3,5%
marża netto	-0,5%	1,8%	2,3%	2,3%	2,2%	2,6%
Dług netto (bez MSSF16)	4,5	31,2	24,9	-1,2	-18,5	-33,6
Dług netto			102,5	76,5	59,2	44,0
Dług netto/EBITDA	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	0,8
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	0,00	1,00	1,00	0,75	0,70	0,74
P/BV	1,6	1,7	1,7	1,5	1,5	1,4

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Roczne stopy wzrostu	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	8%	15%	7%	8%	6%	3%
EBITDA	-37%	328%	65%	7%	-1%	6%
EBIT	nd	nd	56%	5%	-3%	14%
Zysk netto	nd	nd	38%	6%	1%	20%
Zysk netto powtarzalny	nd	nd	75%	6%	1%	20%

Źródło: TIM (2017-2018), Noble Securities (2019-2022), prognozy na lata 2019-22 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
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 publiczne 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 ocen, 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 porównywalnych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości).

INTERESY LUB KONFLIKTY INTERESÓW, KTÓRE MOGŁYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU

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

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Raportu należne od NS nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez NS lub innymi rodzajami transakcji, które prowadzi NS lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią grupy, do której należy NS lub z opłatami za transakcje, które otrzymują NS lub te osoby. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od NS z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych NS, w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych Emitenta. Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH UNIKANIE

Szczegółowe zasady postępowania w przypadku powstania konfliktów interesów zawarte są w „Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Noble Securities S.A.” dostępnym na stronie internetowej www.noblesecurities.pl w zakładce: „O nas”/„Regulacje”/„Polityka informacyjna”.

Struktura wewnętrzna NS zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. W szczególności Analitycy nie posiadają dostępu do informacji o transakcjach zawieranych na rachunek własny NS oraz do zleceń Klientów. NS dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. NS dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiąganych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

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

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną 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.

RAPORT ANALITYCZNY

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 znajdował 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: 31.01.2020, godz. 8.40 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 31.01.2020, godz. 8.45.

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
Data wydania	17.06.2019 godz. 10:45
Kurs z dnia rekomendacji	9,8
Cena docelowa	14,1
WIG w dniu rekomendacji	59 092,01

RAPORT ANALITYCZNY

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)
PKP Cargo	Kupuj	30,6	20,9	18,3	67%	07.01.2020	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	17,3	10,5	10,0	73%	03.01.2020	nd	Michał Sztabler
Forte	Trzymaj	29,5	30,9	31,4	-6%	20.12.2019	9M	Dariusz Dadej
Amica	Akumuluj	165,2	138,0	143,0	16%	13.12.2019	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	479,2	388,0	428,5	12%	11.12.2019	9M	Kamil Jędrej
Apator	Akumuluj	24,4	21,4	20,7	18%	28.11.2019	9M	Michał Sztabler
Dino Polska	Trzymaj	129,0	134,2	159,0	-19%	25.11.2019	9M	Dariusz Dadej
CD Projekt	Trzymaj	232,3	243,0	277,9	-16%	15.10.2019	9M	Kamil Jędrej
Bogdanka	Redukuj	31,6	35,2	30,0	5%	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	48,2	14%	16.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Eurocash	Akumuluj	27,0	22,7	19,3	40%	11.09.2019	9M	K. Radojewski, D. Dadej
Bioton	nd	7,5	5,3	3,7	101%	26.07.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
MCI Capital	nd	26,5	7,3	10,8	147%	28.06.2019	24M	K. Radojewski, K. Jędrej
TIM	nd	14,1	9,8	11,4	24%	17.06.2019	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Akumuluj	464,7	395,0			06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5			21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7			20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0			28.03.2019	zawieszona	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4			15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski

(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 dn. 31.10.2019), Michał Sztabler - Analityk Akcji, Kamil Jędrej - Analityk Akcji, 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 30
 Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

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

Kamil Jędrej
kamil.jedrej@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 37

Dariusz Dadej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
 tel: +48 22 213 22 19
 mobile: +48 781 910 497

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