

TIM – inwestycja na trudne czasy

Podtrzymujemy naszą opinię, iż TIM jest dobrą inwestycją na trudne czasy w gospodarce. Sprawdzony model działalności (asset light), bezpieczny bilans (cash netto) oraz kompetentny Zarząd pozwalają naszym zdaniem oczekiwać, że również nadchodzące zawirowania w gospodarce spółka wykorzysta dla dalszego wzmocnienia pozycji rynkowej. Liczymy się z pogorszeniem wyników finansowych w latach 2023-24, ale przepływy gotówkowe powinny pozostać stabilne. Sprzyjało to będzie utrzymaniu transferów do akcjonariuszy. Ambitna ścieżka rozwoju 3LP może ciążyć wynikom skonsolidowanym. Mając na uwadze pogorszenie otoczenia makroekonomicznego oraz gorsze wyniki biznesu logistycznego obniżyliśmy nasze prognozy na lata 2023-24. Niższe prognozy, zmiana parametrów modelu DCF oraz wskaźników wyceny spółek z grupy porównawczej wpłynęły na obniżenie wyceny końcowej. Wyznaczona wartość bieżąca spółki (37,9 zł/akcję) wciąż daje duży potencjał wzrostu.

Spowolnienie szansą dla TIM-u

Oczekujemy spadku aktywności w branży remontowo-budowlanej oraz inwestycjach przemysłowych w najbliższych kwartałach. W konsekwencji niższa będzie sprzedaż oraz marżowość TIM-u. Spółka jest naszym zdaniem dobrze przygotowana na pogorszenie koniunktury, tak pod względem finansowym, jak i operacyjnym. Ponadto Zarząd spółki ma duże kompetencje w prowadzeniu biznesu w trudnych warunkach rynkowych. Liczymy na wzmocnienie pozycji rynkowej TIM-u kosztem mniejszych konkurentów.

Umiejętne zarządzanie kapitałem obrotowym

Zarząd spółki prowadzi bardzo konserwatywną politykę w zakresie zarządzania płynnością. Aktywne zarządzanie magazynem i szybkie dostosowywanie jego poziomu do prognozowanej sprzedaży jest cechą charakterystyczną TIM-u. Uważamy, że takie podejście powinno się sprawdzić przede wszystkim w trudniejszych warunkach rynkowych. Przy obniżonej dynamice sprzedaży oczekujemy spadku wartości zapasów i uwolnienia pewnych zasobów gotówki.

Utrzymane transfery do akcjonariuszy

TIM jest spółką dywidendową i zakładamy, iż taką pozostanie także w przyszłości. Obecnie identyfikujemy dwa kierunki transferu środków finansowych do akcjonariuszy: dywidenda oraz buyback. Posiadane możliwości finansowe pozwalają na utrzymanie obu tych strumieni w latach 2022-24, a rozpoczęty niedawno skup akcji powinien zrównoważyć prognozowany spadek wartości wypłacanej dywidendy.

Rozwój segmentu logistycznego kosztuje

Spółka 3LP, pomimo nieudanej próby emisji akcji w celu pozyskania finansowania na nowe projekty, nie wstrzymała dynamicznego rozwoju. Przyrost powierzchni magazynowych będzie generował wzrost kosztów, który dopiero po pewnym czasie zostanie w pełni pokryty przychodami. Spodziewamy się, że w latach 2023-24 spółka zależna odpowiedzialna za biznes logistyczny może generować ujemne wyniki na poziomie netto, wpływając tym samym na obniżenie zysku skonsolidowanego.

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 31,9 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 33,8 zł oraz logistycznego: 8,0 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło wyznaczyć wartość bieżącą na 37,9 zł.

mln zł	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 064,9	1 314,3	1 508,0	1 398,6	1 501,2	1 641,3
EBITDA	80,5	144,6	156,8	123,4	102,0	166,3
zysk netto przyp. na akcj. jedn. dom.	31,7	90,9	99,1	64,8	39,0	87,7
EPS	1,43	4,10	4,46	3,14	2,05	4,61
DPS	2,20	2,40	2,72	2,16	1,70	2,65
P/E (x)	19,7	6,9	6,3	9,0	13,7	6,1
EV/EBITDA (x)	8,8	4,8	4,8	5,8	7,1	4,0

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

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

Kurs akcji	28,15 zł
Wycena	37,91 zł
Potencjał wzrostu	35%
Kapitalizacja	625 mln zł
Free float	63%
Śr. wolumen 6M	21 806



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	23,45%
K. Wiczorkowski	13,51%
NN OFE	7,05%
Pozostali	55,99%

Źródło: TIM, Noble Securities

Michał Sztabler

Analitik akcji

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

WYCENA

Wartość jednej akcji TIM SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF, z wagą 50% każda. **Na tej podstawie wyznaczaliśmy bieżącą wartość akcji na 37,9 zł.** Przy podejściu porównawczym osobno wyceniliśmy biznes handlowy i osobno logistyczny (w obu przypadkach stosując analizę wskaźnikową), a suma uzyskanych wartości złożyła się na łączną wartość. Przy doborze grupy spółek do analizy porównawczej, w przypadku segmentu handlowego zdecydowaliśmy się na spółki krajowe (działające w segmencie handlu hurtowego lub/i e-commerce), jak i zagraniczne (dystrybucja produktów z segmentu elektrotechniki), z kolei w przypadku segmentu logistycznego, z uwagi na brak odpowiedników na GPW, wybraliśmy podmioty zagraniczne.

Obniżenie wyceny względem naszego poprzedniego raportu wynika przede wszystkim ze zmiany parametrów modelu DCF oraz niższych wskaźników dla spółek porównawczych. Jednocześnie podnieśliśmy prognozy, tak dla segmentu handlowego (TIM SA) jak i logistycznego (3LP) co częściowo skompensowało spadek wyceny. Zmiany prognoz zostały opisane w dalszej części raportu.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)	poprzednio (zł)	zmiana
Wycena DCF	50%	33,9	51,4	-34%
Wycena porównawcza	50%	41,9	57,2	-27%
- obszar handel		33,8	36,6	-8%
- obszar logistyka		8,0	20,6	-61%
Wycena		37,9	54,3	-30%
Kurs akcji		28,2		
Potencjał wzrostu		35%		

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Dług netto na dzień 31/12/2021 w wysokości 73 mln zł (uwzględniający zobowiązania leasingowe wynikające z MSSF16),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Efektywna stopa podatkowa 20%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 6,8% (poprzednio 6,7%), premia za ryzyko w wysokości 7,2% (poprzednio 5,1%), beta na poziomie 1,0 (bez zmian).

DCF	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	1 508	1 399	1 501	1 641	1 778	1 806	1 834	1 863	1 892	1 922
NOPAT	106	72	47	98	108	108	108	107	107	107
Amortyzacja	25	33	43	43	43	43	43	43	43	43
Zmiany KON	-43	18	-8	-17	-17	-4	-4	-4	-4	-4
CAPEX	-70	-57	-38	-15	-15	-14	-15	-15	-15	-15
FCFF	17	67	44	110	118	133	133	132	132	131
WACC	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,88	0,78	0,70	0,62	0,55	0,49	0,43	0,38	0,34
DFCFF	17,3	58,8	34,2	76,5	73,1	72,9	64,5	57,1	50,6	44,7
SUMA DFCFF do 2031	550									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2031	813									
Zdyskontowana wartość rezydualna	277									
Wartość Firmy (EV)	827									
Dług netto 31.12.2021	73									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	754									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	33,9									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	34,8	35,9	37,2	38,8	40,7
WACC - 0,5%	33,4	34,4	35,5	36,9	38,5
WACC	32,0	32,9	33,9	35,2	36,6
WACC + 0,5%	30,8	31,6	32,5	33,6	34,8
WACC + 1,0%	29,6	30,3	31,1	32,1	33,2

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentuję kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
Premia za ryzyko	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
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	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%	8,83%
Koszt długu po tarczy	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
W.W.Grainger	132 991	20,2	19,4	17,6	13,6	13,2	12,2
Rexel	26 385	6,8	8,2	7,7	5,3	6,1	5,7
Intercars	6 404	8,1	7,6	6,9	6,6	6,2	5,8
Solar	2 775	6,3	8,6	9,4	4,7	5,9	6,3
Neuca	2 696	18,3	19,5	15,8	9,2	9,6	8,5
Eurocash	1 879	112,5	21,8	14,6	5,3	5,0	4,7
AB	816	4,9	5,8	5,9	4,3	5,0	5,1
Oponeo	513	19,9	17,6	13,3	9,9	9,7	8,2
Mediana		13,2	13,1	11,3	6,0	6,1	6,1
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		58,7	39,4	21,6	35,3	25,0	14,2
Waga		20%	15%	15%	20%	15%	15%
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)				33,8			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 9.12.2022 r. godz. 19:35

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
UPS	689 278	13,9	14,7	14,7	9,7	10,1	10,1
DSV	158 589	13,3	18,2	17,4	9,2	12,3	12,3
Kuehne+Nagel Int. AG	124 013	9,8	17,6	19,5	5,4	8,6	9,4
ZTO Express Cayman Inc	93 438	22,1	18,1	14,8	13,1	10,7	9,0
Expeditors International of Washington	76 143	12,1	18,1	20,2	7,5	11,5	12,9
JB Hunt Transport Services	81 722	18,2	18,6	17,6	9,6	9,7	9,2
CH Robinson Worldwide Inc	50 175	12,0	16,9	16,2	9,2	12,6	12,5
GXO Logistics	23 106	16,0	16,9	15,0	9,3	9,0	8,2
XPO Logistics	18 286	7,0	9,3	8,6	4,9	6,0	5,0
ID Logistics Group	7 177	25,1	22,1	19,9	7,2	6,4	6,0
Mediana					9,2	9,9	9,3
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					5,5	8,5	11,0
Waga					40%	30%	30%
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)				8,0			

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 9.12.2022 r. godz. 19:35

WYNIKI 3Q2022: niższa dynamika wzrostu, spadek marży

- W 3Q2022 wyraźnie osłabła dynamika wzrostu przychodów (+5% w GK TIM i 4% w TIM SA), choć nie było to zaskoczeniem zważywszy na raporty bieżące informujące o wynikach miesięcznych.
- Spadła marża brutto na towarach w TIM SA (do 20%, vs 21,7% w 3Q2021 i 24,7% w 2Q2022), co skutkowało spadkiem zysku brutto na towarach do ok. 70 mln zł (-4% r/r, -18% kw/kw). Częściowo za ten spadek odpowiadała redukcja zapasów w segmencie kabli i przewodów (marża niższa o 1-2 mln zł, tj. ok. 0,5 pp).
- Koszty ogólne wyniosły 60 mln zł w całej GK TIM (+19% r/r, -4% kw/kw), czyli wykazały wyższą dynamikę niż zysk brutto, co skutkowało spadkiem zarówno EBIT jak i EBITDA.
- Zwracamy uwagę na duży wzrost kosztów finansowych (saldo w Q3 na poziomie -6,3 mln zł), na co złożyły się wyższe odsetki, ale przede wszystkim wyższe różnice kursowe wynikające z wyceny finansowanych zobowiązań walutowych (leasing w 3LP).
- Wyższy był dług netto na koniec okresu (przede wszystkim wycena zobowiązań leasingowych przy wyższym kursie EUR/PLN).
- Wyraźnie spadły zapasy (-61,5 mln zł) oraz należności (-5 mln zł), ale równolegle obniżono poziom zobowiązań handlowych (-73 mln zł). W efekcie kapitał obrotowy netto (KON) ponownie wzrósł, tym razem o ok. 7 mln zł.
- W III kwartale TIM wypłacił dywidendę (26,6 mln zł), co dodatkowo wpłynęło na wzrost zadłużenia netto.

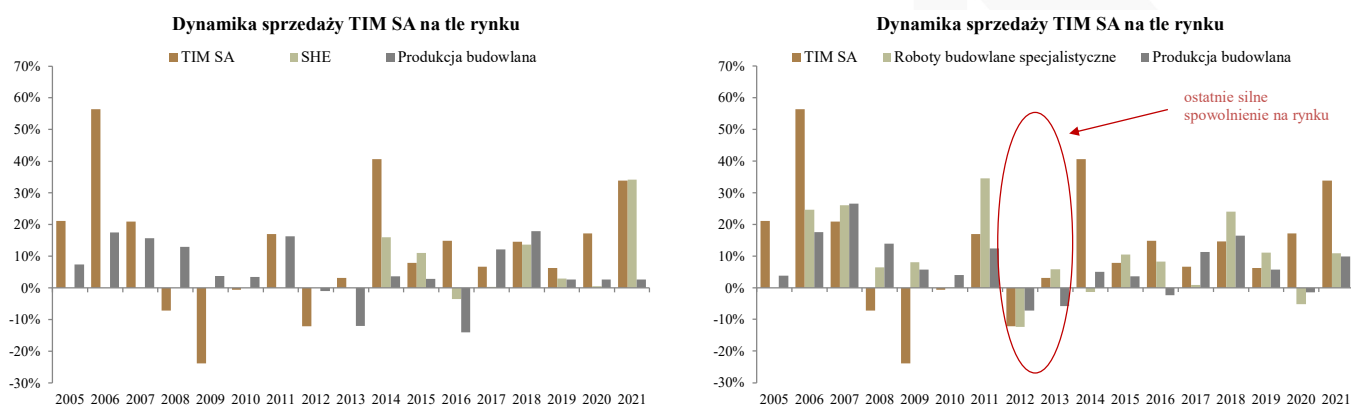
Wybrane dane finansowe (mln zł) - GK TIM	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	r/r	2021	2022P	r/r	% progn. NS
Przychody	348,2	363,8	410,0	362,5	364,4	5%	1 314,3	1 508,0	15%	75%
Zysk brutto na sprzedaży	86,5	90,7	100,5	101,6	86,1	0%	331,3	382,5	15%	75%
rentowność	25%	25%	25%	28%	24%		25%	25%		
Koszty działalności	50,5	61,6	59,0	62,3	60,0	19%	211,9	250,3	18%	72%
% sprzedaży	15%	17%	14%	17%	16%		16%	17%		
Saldo pozostałej działalności oper.	1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0		2,2	0,0		
EBIT	37,0	28,9	41,4	39,3	26,0	-30%	121,6	132,2	9%	81%
rentowność	11%	8%	10%	11%	7%		9%	9%		
EBITDA	42,8	34,8	47,3	45,2	31,7	-26%	144,6	156,8	8%	79%
rentowność	12%	10%	12%	12%	9%		11%	10%		
amortyzacja	5,8	5,9	5,8	5,9	5,7	-2%	23,0	24,6	7%	71%
Saldo działalności finansowej	-3,3	-1,1	-2,3	-2,7	-6,3		-5,9	-9,9		
Zysk netto	26,6	22,2	31,2	29,1	16,0	-40%	91,8	99,1	8%	77%
rentowność	8%	6%	8%	8%	4%		7%	7%		
Zysk netto powtarzalny	26,6	22,2	31,2	29,1	16,0	-40%	90,8	99,1	9%	77%
rentowność	8%	6%	8%	8%	4%		7%	7%		
Dług netto	98,1	73,2	45,0	85,2	114,6	17%	73,2	131,3	79%	133%
CF Oper.	0,2	57,2	37,2	-3,4	22,4	10077%	67,1	80,7	20%	70%
CAPEX	1,4	3,7	1,2	2,2	3,4	150%	5,8	70,0	1113%	10%
P/E	9,8	8,6	6,6	6,2	6,5		6,9	6,3		
EV/EBITDA	6,5	5,8	4,5	4,4	4,7		4,9	4,8		
Wybrane dane finansowe (mln zł) - TIM SA	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	r/r	2021	2022P	r/r	% progn. NS
Przychody	335,2	347,4	393,2	344,7	349,5	4%	1 252,3	1 438,9	34%	76%
EBITDA	34,0	27,1	39,6	38,8	25,9	-24%	108,7	127,4	111%	82%
Zysk netto	26,3	20,2	30,7	30,0	19,8	-25%	82,5	98,4	129%	82%

Źródło: TIM, P - prognozy Noble Securities

SEGMENT HANDLOWY (TIM SA): szukanie analogii historycznych

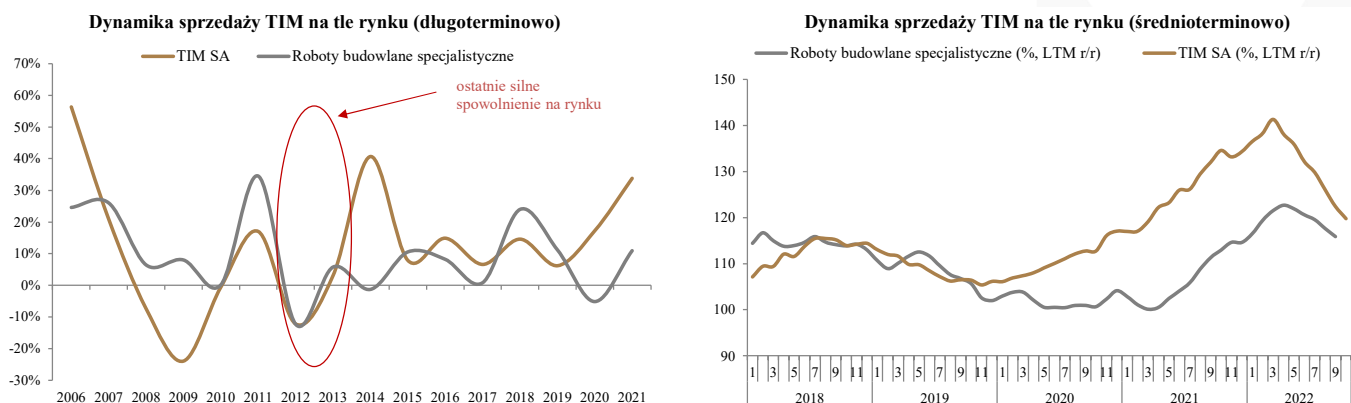
Choć powiązanie TIM SA (działalność handlowa) z branżą budowlaną jest coraz mniejsze, to jednak portfolio sprzedawanych produktów wciąż kwalifikuje spółkę jako dystrybutora materiałów elektrotechnicznych, z dużą wrażliwością na koniunkturę w budownictwie.

Z większymi spadkami na rynku budowlanym (w segmencie robót specjalistycznych, gdzie z kolei za ponad 50% odpowiadają roboty elektryczne) mieliśmy ostatnio do czynienia w 2012 r. Wówczas produkcja budowlana ogółem spadła o 7%, a w segmencie robót specjalistycznych spadki wyniosły aż 12%. Wtedy to też TIM zanotował 12-proc. spadek przychodów ze sprzedaży (biznes handlowy – TIM SA). Spadek rentowności nie był jeszcze znaczący (do 19,2%, -1,5 p.p.), ale spółka dość późno zareagowała na sytuację rynkową i dopiero w II półroczu aktywniej włączyła się walkę konkurencyjną schodząc z marż. Efekty prac nad poprawą konkurencyjności uwidoczniły się w pełni w roku następnym (2013 r.): udało się uzyskać wzrost przychodów (+3%) przy wciąż słabej koniunkturze w budownictwie (produkcja budowlana ogółem -6%, roboty specjalistyczne +6%); jednocześnie marża spadła aż o 3 p.p. (do 16,3%).

TIM vs rynek

Źródło: GUS, TIM, Noble Securities

Kolejny rok (2014 r.) przyniósł aż 40-proc. wzrost przychodów, ale został okupiony dalszą erozją marż (spadek do 14,1%, -2 p.p.). Wówczas też TIM rozpoczął zmianę modelu działalności w kierunku e-commerce, co miało naszym zdaniem decydujący wpływ na osiągnięte wyniki finansowe (tak w zakresie dynamiki wzrostu sprzedaży, jak i spadku rentowności). Głównie z tego powodu uznaliśmy wyniki 2014 r. jako mało miarodajne dla celów porównawczych, gdyż odzwierciedlające w większym zakresie zmiany dokonywane wewnątrz firmy, niż sytuację rynkową.

TIM vs branża

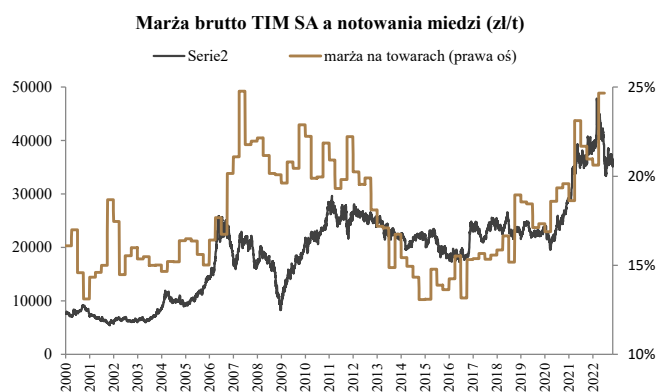
Źródło: GUS, TIM, Noble Securities

W kolejnych latach dynamika sprzedaży TIM-u w miarę wiernie odwzorowywała trendy w branży budowlanej, aż do 2020 r. W latach 2020-21 TIM SA wykorzystał swoje kompetencje w sprzedaży w kanale e-commerce, budując na tym przewagi konkurencyjne i zwiększając udziały rynkowe.

Z uwagi na pogorszenie sytuacji makroekonomicznej oraz gwałtowny wzrost stóp procentowych uderzający w rynek nieruchomości spodziewamy się spadku koniunktury w budownictwie objawiającym się ujemną dynamiką produkcji budowlanej (ogółem oraz w segmencie robót specjalistycznych). Trudno jest nam przewidzieć skalę tego spadku, ale najprawdopodobniej będzie to miało negatywny wpływ na wyniki TIM SA. Choć w 2022 r. spółka notuje jeszcze dodatnią dynamikę sprzedaży, jednak w ostatnich miesiącach jest ona niższa niż dynamika wzrostu cen (tak PPI, jak i CPI), co pokazuje naszym zdaniem realny spadek przychodów, odzwierciedlając trendy rynkowe.

Przyjmując *per analogia* zmianę przychodów TIM SA zbliżoną do notowanej w 2012 r., zakładamy 10-proc. spadek sprzedaży w 2023 r. Dynamika spadku może być niższa z uwagi na inflację, jednak spadek notowań miedzi (jednego z głównych składników kosztowych produktów elektrotechnicznych, przede wszystkim kabli i przewodów) będzie działał w kierunku obniżenia cen. Spadek marż nie powinien być jeszcze znaczący, przyjęliśmy -1,5 p.p.

Dostrzegamy silną korelację osiągniętych marż z sytuacją na rynku miedzi



Źródło: Bloomberg, TIM, Noble Securities

W kolejnym roku spodziewamy się stabilizacji sytuacji makroekonomicznej, co pozwoli na lekkie odbicie sprzedaży (+5% r/r). Dostrzegamy zagrożenie dla wysokości marż, gdyż TIM zapewne podejmie walkę konkurencyjną, a przy stosunkowo niskich kosztach operacyjnych może pozwolić sobie na znaczne obniżenie marż bez ryzyka generowania straty. Alternatywnym rozwiązaniem jest poprawa konkurencyjności oferty poprzez złagodzenie warunków handlowych (przy relatywnie niewielkich obniżkach cen), co objawiłoby się w zwiększeniu zadłużenia i tym samym koszty pojawiłyby się w części finansowej zamiast w operacyjnej. Obecna bardzo dobra sytuacja bilansowa TIM SA (cash netto) pozwala na taki ruch, jednak znając konserwatywne podejście Zarządu do bezpieczeństwa płynności firmy traktujemy go jako mniej prawdopodobny.

SEGMENT LOGISTYCZNY (3LP): rozwój kosztuje

Spółka 3LP, pomimo nieudanej próby emisji akcji w celu pozyskania finansowania na nowe projekty, nie wstrzymała dynamicznego rozwoju. W II półroczu 2022 r. uruchomiono 2 nowe magazyny: Syców (17 tys. m²) oraz Siechnice (3. obiekt w tej lokalizacji, 25 tys. m²). W przyszłym roku planowane jest uruchomienie kolejnych 2 magazynów: Zgierz (17 tys. m², od 2Q2023) oraz Słubice (46 tys. m², od 4Q2023). Tym samym na koniec 2023 r. 3LP będzie zarządzało łącznie ok. 250 tys. m² powierzchni magazynowej, z czego ok. 175 tys. m² własnej powierzchni i ok. 72 tys. w ramach zarządzania magazynem należącym do Oponeo. Dodatkowo na przełomie 2023/24 oddany do użytku zostanie nowy shuttle system (automatyka magazynowa) zlokalizowany w uruchomionym w tym roku nowym magazynie w Siechnicach (dedykowanym przede wszystkim obsłudze Ikea).

Wszystkie te inwestycje wpłyną na wzrost kosztów w latach 2022-24, zarówno kosztów amortyzacji (szacowany wzrost z ok. 17,5 mln zł w 2021 r. do ok. 35 mln zł w 2024 r.), jak i kosztów finansowych (z ok. 6 mln zł w 2021 r. do ok. 16 mln zł w 2024 r.). Jednocześnie postępowo będzie stopniowe wypełnianie nowych powierzchni przychodami, jednak w tempie niższym, niż pojawiać się będą koszty (przede wszystkim koszty stałe związane z funkcjonowaniem magazynów). Dynamice przyrostu przychodów 3LP nie będzie też sprzyjało spodziewane pogorszenie koniunktury w gospodarce (tak krajowej, jak i w krajach ościennych – nowy magazyn w Słubicach miałby obsługiwać głównie rynek wschodniemiecki).

Bardziej konserwatywne spojrzenie na perspektywy 3LP stało za korektą naszych prognoz dotyczących tego obszaru działalności GK TIM. Spodziewamy się, że w latach 2023-24 spółka zależna odpowiedzialna za biznes logistyczny może generować ujemne wyniki na poziomie netto, wpływając tym samym na obniżenie zysku skonsolidowanego. Pierwszym rokiem z dodatnim wynikiem netto w 3LP będzie rok 2025, kiedy koszty się ustabilizują (nie prognozujemy wzrostu powierzchni magazynowych), a przychody (wynikające z wypełnienia magazynów) powinny wciąż rosnąć.

TRANSFERY DO AKCJONARIUSZY: dywidenda i buyback

TIM jest spółką dywidendową i zakładamy, iż taką pozostanie także w przyszłości. Obecnie identyfikujemy dwa kierunki transferu środków finansowych do akcjonariuszy:

1. Dywidenda.

TIM ma wdrożoną politykę dywidendową na lata 2021-23 precyzyjnie określającą wysokość wypłaty. W przypadku wypracowania jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym co najmniej na poziomie 15 mln zł, dywidenda powinna wynieść 22,2 mln zł brutto (1,00 zł/akcję) plus 50% ewentualnej nadwyżki jednostkowego zysku netto w danym roku obrotowym ponad kwotę 22,2 mln zł. Przy zysku netto niższym niż 15 mln zł Zarząd proponuje wysokość dywidendy na podstawie oceny sytuacji finansowej spółki. W naszych prognozach wielkość zysku w TIM SA nie spada poniżej wspomnianego progu 15 mln zł, dlatego też założyliśmy wypłatę dywidendy w kwocie powyżej 1,00 zł/akcję.

Źródłem finansowania dywidendy jest fundusz dywidendowy (obecnie zyski zatrzymane), gdzie zgromadzono środki w wysokości ok. 86 mln zł (stan na koniec 2021 r.) oraz wypracowany zysk netto. Znaczna część zysków zatrzymanych zasiliła w tym roku kapitał rezerwowy finansujący buyback (szerzej o tym piszemy poniżej), dlatego nie należy zakładać wykorzystania zatrzymanych zysków z lat poprzednich do ewentualnego zwiększenia dywidendy w latach 2021-23.

W ostatnich latach, bardzo dobrych pod względem generowanych zysków, TIM wypłacał zaliczkę na poczet dywidendy, najczęściej w grudniu danego roku obrotowego. W prognozach na kolejne lata założyliśmy utrzymanie tej zasady, przy czym zaliczka będzie stała i wyniesie 0,50 zł/akcję.

2. Skup akcji własnych.

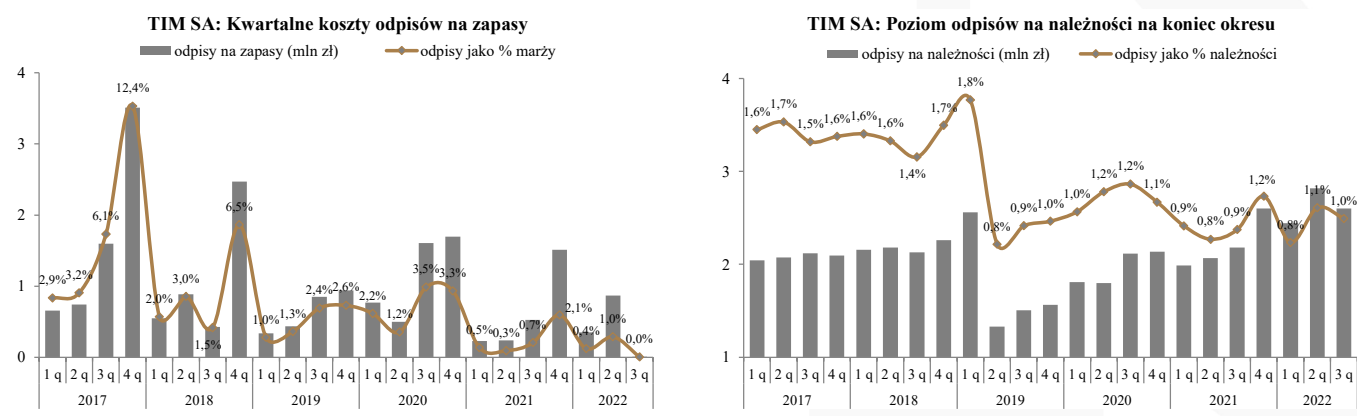
Tegoroczne WZA uchwaliło 3-letni (tj. trwający do połowy 2025 r.) program skupu akcji własnych w kwocie do 100 mln zł. Spółka może nabyć maksymalnie 3.199.200 akcji własnych (14,41% kapitału zakładowego), po cenie nie wyższej niż 55 zł. Skupione akcje przeznaczone są do umorzenia, choć w wyjątkowej sytuacji mogą zostać odsprzedane. TIM będzie dokonywał zakupów na sesjach giełdowych zgodnie z obowiązującymi przepisami w tym zakresie. Finansowanie buybacku pochodzić ma ze specjalnie utworzonego w tym celu kapitału rezerwowego, na który przetransferowano już 65 mln zł z zysków z lat poprzednich, a do końca br. zapewne zostanie uzbierana pełna kwota 100 mln zł. Po uchwaleniu przez Zarząd spółki regulaminu skupu akcji w połowie listopada, spółka już dokonała pierwszych zakupów akcji na GPW. W modelu uwzględniliśmy skup maksymalnej ilości 3,2 tys. szt. akcji po obecnej cenie rynkowej (ok. 27 zł/akcję), co stanowiłoby łączny wydatek na poziomie ok. 86 mln zł (tj. poniżej kwoty maksymalnej); przyjęliśmy równe rozłożenie wydatków w latach 2023-24 (po ok. 43 mln zł rocznie), choć TIM rozpoczął buyback już w 2022 r.

ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM OBROTOWYM

Zarząd spółki prowadzi bardzo konserwatywną politykę w zakresie zarządzania płynnością. Świadczy o tym niski poziom odpisów na zapasy (średnio 0,7% wypracowanej marży w ostatnich 2 latach) oraz należności (ok. 1% wartości należności). Nawet w trudnych dla branży i spółki latach 2012-13 odpisy nie przekraczały 0,4% przychodów; najwięcej spółka odpisała w 2017 r. (6,5 mln zł, ok. 1% przychodów). Oczywiście zdarzały się wyprzedaże wolniej rotujących towarów lub towarów o dużej zmienności cen (jak kable i przewody, np. w 3Q2022), jednak nie miało to dużego znaczenia dla poziomu zysku, a pozwalało uwolnić znaczne zasoby gotówki.

Aktywne zarządzanie magazynem i szybkie dostosowywanie jego poziomu do prognozowanej sprzedaży jest cechą charakterystyczną TIM-u. Uważamy, że takie podejście powinno się sprawdzić przede wszystkim w trudniejszych warunkach rynkowych, a takich spodziewamy się w nadchodzących kwartałach. Przy obniżonej dynamice sprzedaży oczekujemy spadku wartości zapasów. Cykl rotacji zapasów wahał się w ostatnich latach w przedziale 40-45 dni (do 1,5x wartości miesięcznej sprzedaży, co w obecnych warunkach oznaczałoby ok. 150-160 mln zł), taki też poziom założyliśmy w modelu. Liczymy się z możliwym tymczasowym zwiększeniem tego wskaźnika, o ile posiadanie „przewymiarowanego” poziomu zapasów pozwoliłoby TIM-owi poprawić swoją pozycję konkurencyjną i tym samym podnieść rentowność sprzedaży. Biorąc pod uwagę zdolności finansowe spółka jest w stanie podjąć takie działania.

Restrykcyjna polityka handlowa



Źródło: TIM, Noble Securities

ŚRODOWISKO, SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ I ŁAD KORPORACYJNY (ESG)

Od 2019 r. spółka realizuje strategię odpowiedzialnego biznesu (tzw. „Strategia TIM pro”). W związku ze ścisłą współpracą TIM S.A. ze spółką 3LP S.A. i charakterem działalności tej spółki, w dokumencie tym uwzględniono również rekomendacje działań i cele dla 3LP S.A. dotyczące wpływu na środowisko naturalne. Podstawą działań w zakresie ochrony środowiska są przepisy prawa oraz analiza wpływu na otoczenie. TIM nie ma wdrożonej jednolitej polityki środowiskowej na poziomie Grupy. Spółki odrębnie określają i realizują swoje cele z zakresu monitorowania wpływu na środowisko i minimalizowania negatywnego wpływu na stan środowiska naturalnego. Ze względu na charakter prowadzonej działalności, w szczególności na fakt, iż w TIM S.A. praca ma wyłącznie biurowy charakter, politykę w zakresie ochrony środowiska posiada tylko spółka 3LP S.A. Spółka logistyczna ma największy potencjał do podejmowania działań w zakresie zużycia energii i takie działania aktywnie realizuje. W GK TIM wdrożone zostały założenia odnośnie do budżetowania działań społecznych i sponsoringowych, jak też zasady programu grantowego oraz działań wolontaryjnych pracowników. Celem zapewnienia dostępu do młodej kadry chcącej zdobywać doświadczenie Grupa realizuje programy stażowe oraz współpracuje aktywnie z uczelniami. Stażyści mogą rozwijać się w obszarach: e-commerce, marketingu, analiz biznesowych, HR, zakupów, IT, sprzedaży, księgowości i finansów.

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

mln zł	2019	2020	2021	2022P nowa	2022P stara	zmiana	2023P nowa	2023P stara	zmiana	2024P nowa	2024P stara	zmiana
TIM SA												
Przychody	798	936	1 252	1 439	1 479	-3%	1 295	1 621	-20%	1 361	1 704	-20%
Zysk na towarach	141	174	265	308	310	0%	258	318	-19%	235	342	-31%
<i>marża na towarach</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,5%</i>	<i>21,0%</i>		<i>20,0%</i>	<i>19,7%</i>		<i>17,3%</i>	<i>20,1%</i>	
Koszty operacyjne	120	139	166	191	202	-5%	180	219	-18%	187	233	-20%
EBITDA	36	52	109	127	120	6%	89	114	-22%	60	126	-52%
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,1%</i>		<i>6,9%</i>	<i>7,0%</i>		<i>4,4%</i>	<i>7,4%</i>	
Zysk netto powtarzalny	23	31	83	98	91	8%	67	85	-21%	42	94	-55%
3LP												
Przychody	87	115	142	162	178	-9%	187	213	-12%	228	245	-7%
Przychody poza grupę	26	41	62	69	94	-27%	104	127	-19%	140	158	-11%
EBIT	2	9	18	10	22	-53%	8	22	-64%	6	22	-71%
EBITDA	16	25	36	29	47	-37%	34	57	-40%	42	67	-37%
<i>marża EBITDA</i>	<i>18,8%</i>	<i>21,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>18,1%</i>	<i>26,3%</i>		<i>18,2%</i>	<i>26,8%</i>		<i>18,3%</i>	<i>27,1%</i>	
Grupa Kapitałowa TIM												
Przychody	890	1 065	1 314	1 508	1 573	-4%	1 399	1 748	-20%	1 501	1 862	-19%
towary	854	1 018	1 248	1 434	1 474	-3%	1 290	1 615	-20%	1 357	1 698	-20%
usługi	36	46	66	74	99	-25%	108	133	-19%	145	164	-12%
Koszty operacyjne	156	188	212	250	274	-9%	276	324	-15%	320	369	-13%
<i>udział w przychodach</i>	<i>17,5%</i>	<i>17,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,6%</i>	<i>17,4%</i>		<i>19,7%</i>	<i>18,5%</i>		<i>21,3%</i>	<i>19,8%</i>	
EBITDA	53	80	145	157	166	-6%	123	171	-28%	102	193	-47%
<i>marża EBITDA</i>	<i>6,0%</i>	<i>7,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,6%</i>		<i>8,8%</i>	<i>9,8%</i>		<i>6,8%</i>	<i>10,3%</i>	
Saldo finansówki	-7	-14	-6	-10	-6	74%	-10	-7	43%	-11	-7	61%
zysk netto powtarzalny	20	32	91	99	105	-5%	65	97	-33%	39	106	-63%
CAPEX	18	23	6	70	70	0%	57	57	0%	38	38	0%
Dywidenda	18	27	49	57	38	50%	41	57	-27%	44	53	
Dług netto	92	81	73	131	86	53%	140	77	82%	194	18	996%
P/E	31,9	19,7	6,9	6,3	5,1		9,0	5,5		13,7	5,1	
EV/EBITDA	13,5	8,8	4,8	4,8	3,7		5,8	3,6		7,1	2,9	

Źródło: Spółka, P - prognozy Noble Securities

WYNIKI I PROGNOZY FINANSOWE

TIM SA (mln zł)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	935,7	1252,3	1438,9	1295,0	1361,5	1494,5
Zysk brutto na sprzedaży	178,0	269,4	313,5	262,8	239,5	303,2
<i>marża na towarach</i>	<i>18,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>20,0%</i>
Koszty operacyjne	138,5	166,0	191,5	180,3	186,6	201,5
<i>% przychodów</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,5%</i>
Zysk na sprzedaży	39,5	103,3	122,0	82,5	52,9	101,7
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	5,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	45,4	103,3	122,0	82,5	52,9	101,7
EBITDA	51,5	108,7	127,4	89,3	60,2	109,4
Koszty i przychody finansowe netto	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-4,5
Zysk netto raportowany	36,0	82,5	98,4	66,8	42,4	78,7
Zysk netto powtarzalny	30,8	82,5	98,4	66,8	42,4	78,7
Amortyzacja	6,1	5,5	5,5	6,8	7,3	7,7
CAPEX	-8,0	-2,8	-10,0	-15,0	-10,0	-11,7
CF operacyjny	13,3	37,1	84,9	89,3	42,4	71,8
Dywidenda	26,6	48,8	56,6	41,4	44,5	32,3
Dług netto	1,0	-0,6	-19,0	-7,5	48,9	21,1
Rotopino (mln zł)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	86,7		wylączone z konsolidacji			
Zysk netto	2,6		wylączone z konsolidacji			
3LP (mln zł)	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody razem	114,7	142,2	162,2	187,4	227,9	243,5
Przychody zewnętrzne	40,7	61,9	69,0	103,5	139,8	146,7
EBIT	9,3	18,3	10,2	7,9	6,2	21,3
EBITDA	24,8	35,8	29,3	34,1	41,8	56,9

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

Skonsolidowany rachunek zysków i strat	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	1 064,9	1 314,3	1 508,0	1 398,6	1 501,2	1 641,3
Zysk brutto na sprzedaży	239,7	331,3	382,5	366,3	379,2	450,0
Koszty sprzedaży i zarządu	187,5	211,9	250,3	275,9	320,1	326,9
Zysk na sprzedaży	52,2	119,4	132,2	90,4	59,1	123,0
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	6,1	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	58,3	121,6	132,2	90,4	59,1	123,0
Koszty i przychody finansowe netto	-13,8	-5,9	-9,9	-10,4	-10,9	-14,7
Zysk przed opodatkowaniem	44,6	115,6	122,3	80,0	48,2	108,3
Podatek dochodowy	7,4	23,9	23,2	15,2	9,2	20,6
Zysk netto raportowany	37,1	91,8	99,1	64,8	39,1	87,7
Zysk netto powtarzalny	31,7	90,9	99,1	64,8	39,1	87,7
Amortyzacja	22,1	23,0	24,6	33,0	42,9	43,3
EBITDA	80,5	144,6	156,8	123,4	102,0	166,3

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

Skonsolidowany bilans	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa	467,1	536,5	661,4	639,9	656,7	670,6
Aktywa trwałe	171,2	154,0	199,4	223,4	218,5	189,9
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP	160,9	143,9	189,3	213,3	208,4	179,8
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne aktywa trwałe	10,3	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Aktywa obrotowe	295,8	382,6	462,0	416,5	438,2	480,8
Zapasy	103,3	140,4	157,7	141,9	149,2	163,8
Należności handlowe	180,1	230,7	281,9	253,7	266,7	292,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,1	9,7	20,7	19,2	20,6	22,5
Inne aktywa obrotowe	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pasywa	467,1	536,5	661,4	639,9	656,7	670,6
Kapitał własny razem	163,1	211,6	241,9	239,7	189,9	245,3
Zobowiązania długookresowe	87,9	80,3	68,2	60,1	51,9	45,2
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	77,8	69,0	56,9	48,8	40,7	33,9
Inne	10,1	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Zobowiązania krótkookresowe	216,0	244,6	351,3	340,1	414,8	380,1
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	14,3	13,9	95,0	109,5	172,4	114,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	182,2	210,8	236,5	212,9	223,8	245,7
Inne	19,5	19,9	19,7	17,7	18,7	20,5

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

Skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Zysk brutto	44,6	115,6	122,3	80,0	48,2	108,3
Amortyzacja	22,1	23,0	24,6	33,0	42,9	43,3
Zmiana kapitału obrotowego	-12,3	-58,8	-42,9	18,3	-8,5	-17,0
Zapłacony podatek dochodowy	-10,1	-22,7	-23,2	-15,2	-9,2	-20,6
CF operacyjny	38,8	67,1	80,7	131,3	82,7	134,6
CAPEX	-22,9	-5,8	-70,0	-57,0	-38,0	-14,7
Inwestycje kapitałowe	-15,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dezinvestycje i inne	61,3	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	22,9	0,6	-70,0	-57,0	-38,0	-14,7
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	69,0	6,3	54,8	-65,2
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-26,6	-48,8	-56,6	-41,4	-44,5	-32,3
CF finansowy	-68,0	-69,1	12,4	-79,5	-34,1	-97,5
CF	-6,3	-1,4	23,1	-5,2	10,6	22,5
Stan środków pieniężnych na początek okresu	17,4	11,1	9,7	32,9	27,7	38,3
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	11,1	9,7	32,9	27,7	38,3	60,8

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
marża EBITDA	7,6%	11,0%	10,4%	8,8%	6,8%	10,1%
marża EBIT	5,5%	9,3%	8,8%	6,5%	3,9%	7,5%
marża netto	3,5%	7,0%	6,6%	4,6%	2,6%	5,3%
Dług netto	81,0	73,2	131,3	139,1	192,5	125,4
Dług netto/EBITDA	1,0	0,5	0,8	1,1	1,9	0,8
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	20,6	19,0	19,0
Dywidenda na akcję	2,20	2,40	2,72	2,16	1,70	2,65
P/BV	3,8	2,9	2,5	2,4	2,8	2,1

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

Roczne stopy wzrostu	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	20%	23%	15%	-7%	7%	9%
EBITDA	52%	80%	8%	-21%	-17%	63%
EBIT	79%	108%	9%	-32%	-35%	108%
Zysk netto	90%	147%	8%	-35%	-40%	125%
Zysk netto powtarzalny	62%	187%	9%	-35%	-40%	125%

Źródło: TIM (2020-2021), Noble Securities (2022-2025)

OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM

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

ZASTRZEŻENIA PRAWNE
PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

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

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy 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 nieistotne.

NS ani Analityk nie udziela 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 MOGĘBY 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.

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

NS zapewnia, że Raport został przygotowany z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak NS ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne. W przypadku gdy Raport wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Raportu ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Investowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Raport analityczny nie może być traktowany jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji. Ogólny opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na www.noblesecurities.pl w zakładce Dom maklerski/Rachunek maklerski/Dokumenty. NS zwraca uwagę, że choć powyższe informacje zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą NS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się inwestor, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez NS. Inwestor powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Inwestorzy korzystający z Raportu nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Raport został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności z zgodnie z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Raport stanowi badanie inwestycyjne, o którym mowa w art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania portfelami, o których mowa w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju.

Raport

- jest upubliczniony na stronie internetowej NS: <https://noblesecurities.pl/dom-maklerski/analizy2/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/1792-tim-s-a>,
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczony do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Raportu zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Raportu.

UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 12.12.2022, godz. 9.05 . Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 12.12.2022, godz. 9.15.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/aktualizacja dotycząca TIM SA

Rekomendacja/aktualizacja	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Data wydania	31.01.2020	26.06.2020	02.12.2020	05.05.2021	14.10.2021	06.06.2022
Kurs z dnia rekomendacji	11,4	10,9	16,2	28,4	42,6	33,5
Cena docelowa	17,3	17,1	27,3	39,6	62,3	54,3
WIG w dniu rekomendacji	56 923,36	49 725,89	53 983,67	59 960,14	74 524,78	57 588,03

Wykaz wszystkich rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Cena bieżąca	Różnica do Ceny Docelowej	Data wydania (1)	Data ważności (2)	Sporządził (3)
Aplisens	nd	18,3	14,4	14,10	30%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
Aparator	Redukuj	12,9	15,0	14,70	-12%	06.12.2022	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7	9,60	6%	06.12.2022	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0	277,50	34%	26.10.2022	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6	41,20	-26%	20.10.2022	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0	82,60	18%	20.10.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0	15,70	11%	17.10.2022	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1	15,90	86%	07.10.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	4,7	3,8	3,50	34%	06.09.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Redukuj	286,8	351,5	357,40	-20%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Akumuluj	13,0	12,1	13,58	-4%	10.08.2022	9M	Dariusz Dadej
Amica	Trzymaj	69,7	71,4	83,50	-17%	05.08.2022	9M	Michał Sztabler
Wielton	Redukuj	4,9	5,5	6,93	-29%	12.07.2022	9M	Michał Sztabler
Krynicky Recykling (4)	nd	20,9	22,6	22,70	-8%	04.07.2022	24M	Dariusz Dadej
Captor Therapeutics	Kupuj	163,0	116,0	170,00	-4%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	29,3	14,9	16,10	82%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Molecure	Kupuj	21,7	13,2	16,22	34%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	51,8	23,5	59,60	-13%	28.06.2022	9M	Krzysztof Radojewski
CD Projekt	Zawieszona	nd				24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Ten Square Games	Zawieszona	nd	117,0			24.06.2022	9M	Maciej Kietliński
Aparator	Redukuj	12,2	14,8	14,70	-17%	06.06.2022	9M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	16,0	14,1	14,10	13%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,8	9,60	6%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	54,3	31,4	28,60	90%	06.06.2022	24M	Michał Sztabler
11 bit studios	Zawieszona	nd	502,0			18.05.2022	9M	Maciej Kietliński
Forte	Akumuluj	38,9	33,0	21,20	83%	13.05.2022	9M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	33,1	19,0			02.05.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Bioton	nd	7,2	4,1			19.04.2022	24M	Krzysztof Radojewski
Selvita	Kupuj	96,2	78,5			08.04.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Mobruk	Kupuj	500,9	398,0			07.04.2022	9M	Dariusz Dadej
Artifex Mundi	Zawieszona	nd	10,1			28.03.2022	9M	Maciej Kietliński
Celon Pharma	Kupuj	42,2	24,8			16.03.2022	9M	Krzysztof Radojewski
Creepy Jar	Zawieszona	812,0	700,0			15.03.2022	9M	Maciej Kietliński
LW Bogdanka	Trzymaj	57,9	55,6			11.03.2022	9M	Michał Sztabler
Tauron PE	W aktualizacji	3,5	2,7	2,15	65%	10.03.2022	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	19,1	11,4			03.03.2022	24M	Dariusz Dadej
BoomBit	Zawieszona	nd	18,3			04.02.2022	9M	Maciej Kietliński
Krynicky Recykling (4)	nd	31,8	19,6			05.01.2022	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	11,8	10,6			22.12.2021	24M	Michał Sztabler
CD Projekt	Zawieszona	nd	193,0			21.12.2021	9M	Maciej Kietliński

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia,

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

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Maciej Kietliński - pracownik Noble Securities do 2022-06-30

(4) Spółka w trakcie realizacji procedury wycofywania z obrotu na GPW

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW

sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 39

Modelowe portfele w ramach doradztwa inwestycyjnego

Krzysztof Radojewski

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

Biotechnologia

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 36

Spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie

Dariusz Dądej

dariusz.dadaj@noblesecurities.pl

tel: +48 22 660 24 83

mobile: +48 781 910 497

Krzysztof Ojczyk, MPW

krzysztof.ojczyk@noblesecurities.pl

tel: +48 12 422 31 00

Analiza techniczna

Mateusz Chrzanowski

mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl

