

Toya – Cały czas do przodu

Toya należy do czołówki firm sprzedających narzędzia ręczne i elektronarzędzia w Polsce i w Europie Środkowo-Wschodniej. Mocną stroną spółki jest posiadanie zespołu product managerów, którzy dbają o wysoką jakość i ciągły rozwój oferty produktowej. Toya posiada dwa podmioty zależne w Chinach, znajdujące się blisko największych fabryk świata i portów przeładunkowych. Strategia grupy kapitałowej zakłada dalszą ekspansję geograficzną - obecnie sprzedaż prowadzona jest już do ponad 100 krajów. Widzimy duży potencjał do wzrostu skali działalności i poprawy wyników w długim terminie, wyznaczamy cenę docelową za akcję na 10,1 zł.

Uruchomienie nowego magazynu w Chinach

Po uruchomieniu, w lipcu ub. r., nowego centrum logistyczno-magazynowego w Baibu Town w Chinach, łączna powierzchnia magazynowa grupy Toya zwiększyła się do 73,5 tys. m². Taka wielkość magazynów, naszym zdaniem, powinna pozwolić na wzrost sprzedaży rocznej do 1 mld zł, bez konieczności wynajmowania zewnętrznych magazynów. Nowe centrum logistyczne umożliwi stworzenie zapasów buforowych na wypadek zakłóceń w łańcuchach dostaw czy skokowego wzrostu popytu. Ma też być przyczółkiem do zaktywizowania sprzedaży w Azji, Afryce, Ameryce i Australii.

Odbudowa Ukrainy opcją na wzrost przychodów w przyszłości

Opcją dla spółki jest zakończenie wojny w Ukrainie – obecnie Toya kieruje na tamten rynek 5% swojej sprzedaży. Przypuszczamy, że w przypadku odbudowy Ukrainy sprzedaż narzędzi i elektronarzędzi istotnie się zwiększy, Toya, utrzymując od wielu lat relacje z klientami z Ukrainy i dysponując dużymi zapasami, może być jednym z istotniejszych beneficjentów wzrostu sprzedaży w tym regionie.

Solidne wyniki w najbliższych latach

Wyniki finansowe grupy dość systematycznie się poprawiają. Na przestrzeni ostatnich 14 lat tylko w 2 latach wystąpił spadek przychodów: w trakcie ogólnoswiatowego kryzysu w 2009 r. (-11% r/r) i podczas istotnego spowolnienia gospodarczego w 2012 r. (-4% r/r). Grupę cechuje wysoka ściągalność należności – większość jest ubezpieczana w renomowanych instytucjach finansowych. W 2023 r. prognozujemy zbliżony poziom przychodów co w 2022 r. Uważamy, że spowolnienie gospodarcze przeciągnie się na 2024 r., ale zakładamy, że Toya nieznacznie zwiększy sprzedaż (+4% r/r), m.in. dzięki posiadaniu nowego magazynu w Chinach. W kolejnych latach prognozujemy wzrosty sprzedaży na poziomie ok +8% r/r.

Wartość akcji Toya oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodą DCF na 9,05 zł oraz porównawczą na 11,37 zł. Pierwszej z metod przypisaliśmy 90% wagi, drugiej – 10%. Cenę docelową w horyzoncie 9-miesięcznym wyznaczaliśmy na 10,1 zł, co daje 62% potencjał wzrostu kursu akcji.

mln zł	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	542,1	686,7	762,6	756,0	786,2	850,0
EBITDA	93,6	113,2	112,8	112,0	117,4	133,5
EBIT	82,1	98,9	97,6	95,8	100,4	115,5
Zysk netto przypisany akcjonariuszom j. d.	64,9	77,4	70,2	72,6	77,1	90,0
EPS	0,87	1,03	0,94	0,97	1,03	1,20
DPS	0,80	0,29	0,00	0,00	0,29	0,51
P/E (x)	7,2	6,1	6,7	6,5	6,1	5,2
EV/EBITDA (x)	5,3	4,9	4,8	4,3	3,8	3,2

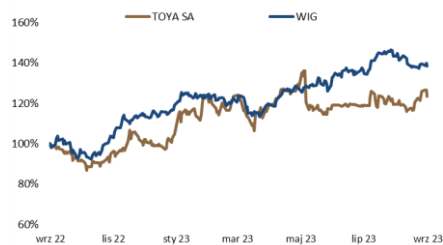
Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

Zakończenie sporządzania rekomendacji nastąpiło 7.09.2023 o godz. 13:00. Pierwsze rozpowszechnienie rekomendacji nastąpiło 7.09.2023 o godz. 13:10.

NOBLE
SECURITIES
DOM MAKLECKI

(Raport inicjujący)

Cena bieżąca	6,25 zł
Cena docelowa (9M)	10,1 zł
Potencjał wzrostu	62%
Kapitalizacja	469 mln zł
Free float	45%
Śr. wolumen 6M	44 734



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

PROFIL SPÓŁKI

Toya jest importerm i dystrybutorem narzędzi ręcznych, elektronarzędzi, sprzętów codziennego użytku, wytwarzanych w oparciu o własne projekty. Spółka posiada w ofercie ok. 11,5 tys. produktów i co roku wzbogaca swoje portfolio o ok. 700 nowych wyrobów. Toya sprzedaje towary do ponad 100 krajów na całym świecie.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Jan Szmidt	37,7%
Romuald Szałagan	12,9%
Generali OFE	6,7%
Beata Szmidt	4,3%
Pozostali	38,5%

Źródło: Toya S.A.

Dariusz Nawrot

Starszy Analityk Akcji

dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
+48 783 391 515

Spis treści

Wycena	3
Wycena metodą DCF	3
Wycena metodą porównawczą	4
Model biznesowy	5
Dostawcy, rynki docelowe, kanały sprzedaży	9
Sytuacja finansowa	12
Dywidendy	13
Akcjonariat	14
Strategia	15
Rynek elektronarzędzi i narzędzi ręcznych	16
Logistyka narzędzi	18
Czynniki ryzyka i szanse	20
Założenia do prognoz wyników	21
Tabele z wynikami finansowymi i prognozami	22

WYCENA

Akcje Toya wyceniliśmy przy wykorzystaniu dwóch metod: DCF z wagą 90% i analizy porównawczej z wagą 10%. Drugiej z metod przypisaliśmy niski udział ze względu na to, że na polskiej giełdzie nie ma spółek o bardzo zbliżonym profilu działania do Toya. Z kolei spółki zagraniczne zajmujące się sprzedażą elektronarzędzi prowadzą bardziej globalną działalność, są notowane na rynkach rozwiniętych, z wyraźną premią do polskich podmiotów (premia za mniejsze ryzyko kraju).

W horyzoncie 9-miesięcznym cenę docelową akcji Toya wyznaczyliśmy na poziomie 10,1 zł. Przy wycenie nie uwzględnialiśmy żadnych zdarzeń jednorazowych.

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	90%	9,05
Wycena porównawcza	10%	11,37
Średnia ważona metod		9,28
Cena docelowa (9M)		10,1
Cena aktualna		6,25
Potencjał		62%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Prognozy finansowe na lata 2023-2032.
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na 1 września 2023 r.
- Dług netto na 30.06.2023 r. – 31,5 mln zł.
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 1%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5,6%, premia za ryzyko - 6,3%, Beta na poziomie 1,0.

WYCENA DCF

DCF	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży	756	786	850	918	991	1 071	1 156	1 249	1 349	1 457
NOPAT	77	80	92	95	102	108	115	122	129	140
Amortyzacja	16	17	18	18	19	19	19	20	20	21
Zmiany KON	-5	-26	-34	-50	-37	-40	-44	-47	-51	-55
CAPEX	-12	-10	-12	-16	-17	-18	-19	-19	-20	-21
FCFF	75	61	65	48	66	69	72	75	79	84
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Współczynnik dyskonta	0,97	0,87	0,78	0,69	0,62	0,56	0,50	0,45	0,40	0,36
DFCFF	73	53	50	33	41	39	36	34	32	30
SUMA DFCFF do 2032	420									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	1%									
Wartość rezydualna po 2032	809									
Zdyskontowana wartość rezydualna	291									
Wartość Firmy (EV)	711									
Dług netto 30.06.2023	32									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	679									
Liczba akcji (w mln)	75,0									
Wartość na 1 akcję	9,05									

Źródło: Noble Securities

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	8,8	9,2	9,6	10,0	10,6
WACC - 0,5%	8,5	8,8	9,1	9,5	10,0
WACC	8,1	8,4	8,7	9,1	9,5
WACC + 0,5%	7,8	8,0	8,3	8,6	9,0
WACC + 1,0%	7,5	7,7	7,9	8,2	8,6

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Premia za ryzyko	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
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	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt długu po tarczy	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Dług netto/EV	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
WACC	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o akcje zagranicznych producentów elektronarzędzi i narzędzi ręcznych. Z racji tego, że są to podmioty ogólnosiwiatowe, o kapitalizacji wielokrotnie większej od Toyi, do wyceny porównawczej zastosowaliśmy 25% dyskonta. Do wyceny przyjęliśmy prognozowane wskaźniki P/E i EV/EBIDTA na lata 2023 – 2025. Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę 1 akcji na 11,37 zł.

Poniżej zaprezentowane jest podsumowanie wyceny porównawczej:

Wycena porównawcza	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
SOLAR A/S-B SHS	2 071	7,3	7,4	6,7	5,3	5,5	5,1
REXEL SA	30 283	8,2	8,1	7,7	6,0	5,9	5,7
BERGMAN & BEVING AKTIEBOLAG	1 603	18,6	20,1	17,7	10,0	9,1	8,4
MOMENTUM GROUP KOMPONENTER &	1 817	25,6	22,6	19,8	15,5	13,8	13,2
EINHELL GERMANY AG-VORZUG	2 462	8,8	8,0	7,2	7,3	6,7	6,1
MAKITA CORP	31 761	74,1	29,8	21,0	24,4	14,7	11,8
MOMENTUM GROUP KOMPONENTER &	1 817	25,6	22,6	19,8	15,5	13,8	13,2
STANLEY BLACK & DECKER INC	61 455	89,4	19,4	13,7	17,7	11,5	9,7
TECHTRONIC INDUSTRIES CO LTD	75 693	17,4	14,6	12,5	12,2	10,6	9,5
FISKARS OYJ ABP	6 569	16,7	13,7	12,3	9,8	8,4	7,9
SNAP-ON INC	59 456	14,2	13,9	13,9	10,6	10,3	10,9
Mediana		17,4	14,6	13,7	10,6	10,3	9,5
Toya	469	6,5	6,1	5,2	4,3	3,8	3,2
Premia/dyskonto do mediany		-63%	-58%	-62%	-59%	-63%	-66%
Implikowana wartość godziwa Toya		12,7	11,3	12,3	10,0	10,5	11,4
Waga wskaźnika		17%	17%	17%	17%	17%	17%
Średnia ważona wartość 1 akcji Toya		11,37					

Źródło: serwis Bloomberg, dane na: 7.09.2023, godz. 10:10

Model biznesowy

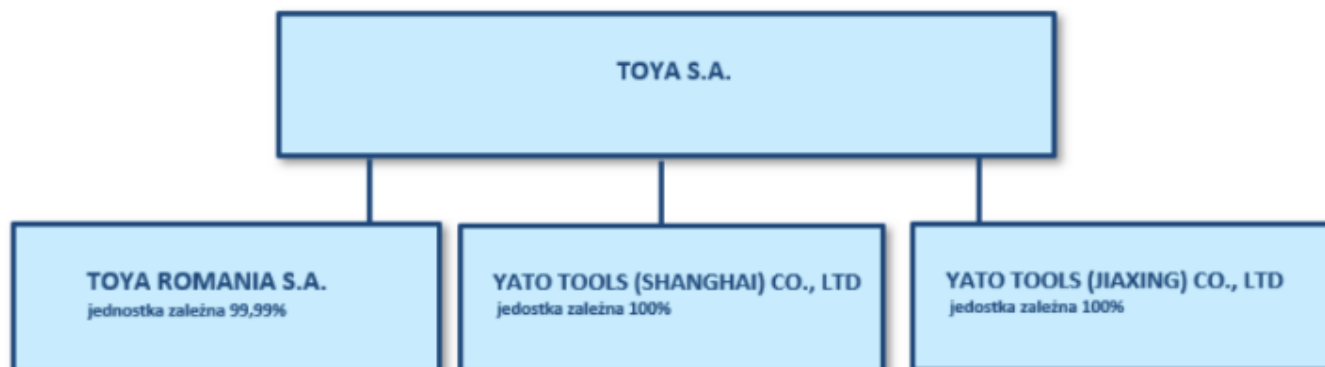
Toya jest importerem i dystrybutorem narzędzi ręcznych, elektronarzędzi, sprzętów codziennego użytku oraz w mniejszym zakresie innych wyrobów przemysłowych takich jak: artykuły BHP, akcesoria wyposażenia kuchni i łazienki oraz lokali gastronomicznych. Spółka posiada w ofercie ok. 11,5 tys. produktów dostępnych pod 6 własnymi markami i co roku wprowadza do oferty ok. 700 nowych produktów. Toya dostarcza swoje wyroby do ponad 100 krajów na całym świecie, współpracuje z największymi sieciami handlowymi, jak i lokalnymi dystrybutorami. Grupa kapitałowa Toya posiada 5 centrów dystrybucji (we Wrocławiu, Nadarzynie, Bukareszcie, Szanghaju, Bajdu Town) o powierzchni magazynowej 73,5 tys. m² i zatrudnia około 540 pracowników w Polsce, Rumunii i Chinach.

Toya istnieje od ponad 30 lat, została założona przez 3 osoby fizyczne, z których dwie do tej pory są głównymi akcjonariuszami.

Najważniejsze etapy w historii grupy Toya:

- 1990 r. – powstanie we Wrocławiu Toya Import-Eksport spółka cywilna,
- 2001 r. – zmiana formy prawnej ze spółki cywilnej na spółkę akcyjną Toya S.A.; budowa centrum dystrybucyjno-logistycznego we Wrocławiu; uruchomienie oddziału w Pruszkowie,
- 2003 r. – początek rozwoju marek: YATO, STHOR, VOREL, POWER UP, FALA, FLO; powstanie spółki Toya Romania w Bukareszcie,
- 2007 r. – utworzenie oddziału w Nadarzynie z centrum dystrybucyjno-logistycznym; likwidacja oddziału w Pruszkowie,
- 2008 r. – utworzenie spółki Yato China w Szanghaju z centrum biurowo-logistycznym o powierzchni 3 tys. m²,
- 2011 r. – debiut akcji Toya S.A. na GPW w Warszawie,
- 2012 r. – uruchomienie sklepu internetowego toya24.pl,
- 2014 r. – objęcie 100% udziałów w spółce Yato Tools Co. Ltd. w Szanghaju,
- 2016 r. – rozpoczęcie oferowania produktów dla branży profesjonalnego wyposażenia gastronomii i uruchomienie drugiego sklepu internetowego – yatogastro.com,
- 2019 r. – otwarcie nowego biura i magazynu w Bukareszcie; utworzenie w Chinach drugiej spółki – Yato Tools (Jiaxing),
- 2020 r. – zwiększenie powierzchni magazynowej oddziału w Nadarzynie do 27 tys. m²,
- 2022 r. – uruchomienie centrum logistyczno-dystrybucyjnego w miejscowości Baibu Town, w prowincji Jiaying.

W skład grupy kapitałowej Toya, oprócz spółki matki wchodzi 3 spółki zależne: 2 zlokalizowane w Chinach, jedna w Rumunii.



Źródło: Toya S.A.

Toya S.A. jest spółką dominującą z siedzibą centralną we Wrocławiu. Zarządza ona strategią oraz budową wartości portfela spółek zależnych. Dysponuje dwoma centrami logistycznymi: we Wrocławiu (z magazynem o powierzchni 6 tys. m²) oraz w Nadarzynie (wynajmowany magazyn o powierzchni 27 tys. m²). Spółka matka zajmuje się projektowaniem produktów, zlecaniem ich wytworzenia (głównie fabrykom w Chinach) oraz nadzorem jakościowym produkcji. Dzięki ponad 20-letniej współpracy z wytwórcami chińskimi spółka postrzegana jest jako wiarygodny partner handlowy, co wzmacnia jej pozycję konkurencyjną na rynku lokalnym. Spółka matka zajmuje się koordynacją i rozwojem sprzedaży eksportowej w Europie.

Toya Romania została utworzona w 2003 roku jako spółka zależna z siedzibą oraz centrum logistycznym w Bukareszcie. W 2019 roku otwarte zostało nowe centrum biurowe z magazynem o powierzchni 7,5 tys. m² i wysokości 13 m.

Yato Tools (Shanghai) Co., Ltd. powstała w 2008 roku jako spółka współkontrolowana z siedzibą oraz centrum logistycznym w Szanghaju. Spółka posiada magazyn o powierzchni 3 tys. m². W 2014 roku kontrolę nad spółką w pełni przejęła Toya S.A. Yato Tools (Shanghai) zajmuje się zlecaniem produkcji u chińskich poddostawców, koordynuje zamówienia i wysyłki do Polski i Rumunii, prowadzi też sprzedaż eksportową na rynkach azjatyckich, afrykańskich i amerykańskich. W Szanghaju zatrudnieni są również product managerowie.

Yato Tools (Jiaxing) Co., Ltd. została założona w 2019 roku jako spółka zależna z siedzibą w Baibu Town, z kapitałem zakładowym w wysokości 12,5 mln USD. Przy jej siedzibie w lipcu 2022 r. uruchomione zostało nowoczesne centrum logistyczno-dystrybucyjne, z magazynem o powierzchni blisko 30 tys. m², wyposażonym w nowoczesną automatykę – system shuttle.

Toya oferuje produkty pod sześcioma markami:

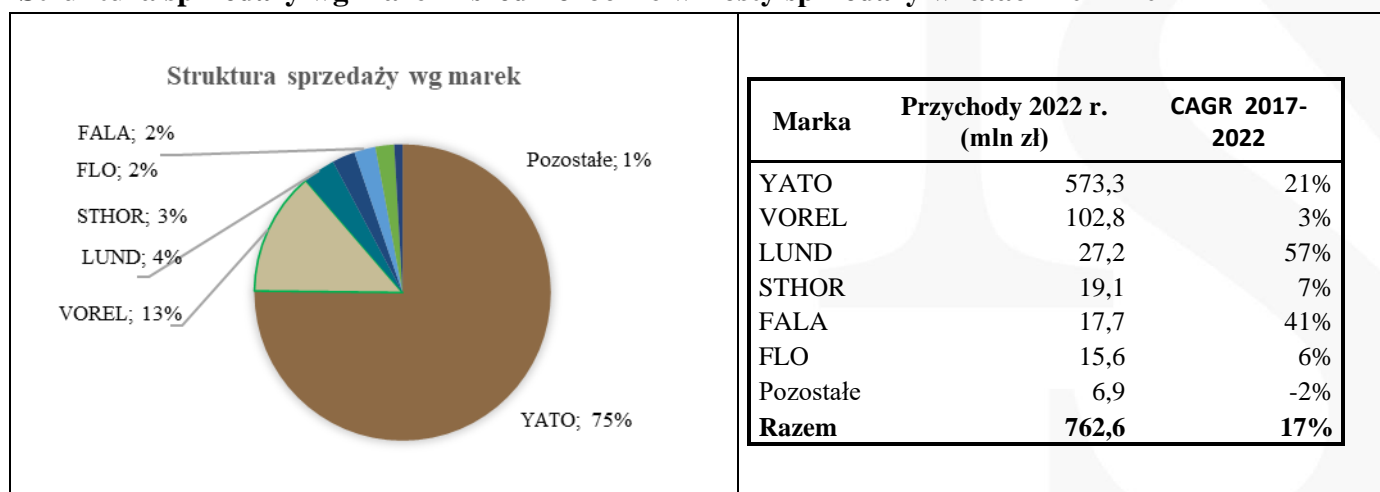
- **YATO** – najstarsza, najbardziej rozpoznawalna i wiodąca marka Toya (75% udział w skonsolidowanych przychodach ze sprzedaży grupy Toya w 2022 r.), notująca największe wzrosty sprzedaży w ostatnich latach. Produkty tej marki wykonane są z wysokiej jakości stali stopowych z użyciem nowoczesnych technologii obróbki cieplnej i chemicznej. W ramach tej marki oferowana jest szeroka gama profesjonalnych narzędzi ręcznych i pneumatycznych, przeznaczonych do pracy w warunkach przemysłowych i serwisowych, przede wszystkim: narzędzia warsztatowe, budowlane i ogrodowe, takie jak: klucze płaskie, nasadowe, udarowe, dynamometryczne i wzmacniacze momentu, wkręta i końcówki wkrętakowe, szczypce i klucze do rur, narzędzia dla elektryków, młotki, dłuta, przecinaki i siekiery, ściski, imadła i sporniki, narzędzia tnące i skrawające, narzędzia hydrauliczne, narzędzia do łączenia, narzędzia miernicze, pneumatyczne, narzędzia i wyposażenie warsztatu samochodowego. W 2016 r. oferta została rozszerzona o produkty dla gastronomii profesjonalnej – garnki, patelnie, dzbanki, pojemniki i przybory, ale także sprzęt do obróbki mechanicznej (krajalnice, miksery, maszynki do mielenia) i termicznej (grille, kuchenki, palniki) oraz urządzenia wielkogabarytowe jak witryny chłodnicze i stoły. Sprzęt dla gastronomii stanowi obecnie kilka procent skonsolidowanej sprzedaży Toya.
- **VOREL** (13% udziału w sprzedaży w 2022 r.) to marka, która przez ok. 10 lat (od 2002 r. do 2011 r.) posiadała największy udział w sprzedaży produktów Grupy. Asortyment tej marki obejmuje narzędzia ręczne warsztatowe i budowlane, które przeznaczone są głównie dla majsterkowiczów „DIY” oraz gospodarstw domowych. Oferta produktowa VOREL obejmuje m.in. klucze płaskie, nasadowe, akcesoria i zestawy, wkręta i końcówki wkrętakowe, szczypce i klucze do rur, narzędzia dla elektryków, młotki, dłuta, przecinaki i siekiery, ściski i imadła, narzędzia tnące, hydrauliczne, do łączenia, budowlane, miernicze, pneumatyczne, narzędzia i wyposażenie warsztatu samochodowego, elektronarzędzia i akcesoria, sprzęt spawalniczy, sejfy, kłódki, zamki, torby, skrzynki narzędziowe, wózki, artykuły bhp, artykuły elektryczne.
- **LUND** (3% przychodów skonsolidowanych w 2022 r.) jest marką powstałą w połowie 2010 r., pod którą Grupa sprzedaje elektronarzędzia. Obejmuje ona swoją ofertą szeroki zakres elektronarzędzi pomocnych przy podstawowych pracach remontowych, wykończeniowych i dekoracyjnych. Marka LUND dedykowana jest majsterkowiczom do użytku w domu i przydomowym warsztacie. Grupy asortymentowe marki LUND to m.in.: wiertarki udarowe, wiertarko-wkrętaarki akumulatorowe, szlifierki kątowe, wielofunkcyjne, oscylacyjne, polerki, wyrzynarki, pilarki tarczowe, strugi, opalarki, pompy zanurzeniowe.
- **STHOR** (3% skonsolidowanej sprzedaży w 2022 r.) - nowoczesne elektronarzędzia powszechnego użytku. Oferta tej marki skierowana jest do majsterkowiczów i gospodarstw domowych, którzy nie wykorzystują narzędzi w celach profesjonalnych. Są to, między innymi: wiertarki udarowe, urządzenia akumulatorowe, młoty udarowo-obrotowe, szlifierki, wyrzynarki, pilarki tarczowe, strugi, lutownice, urządzenia do prac dekoratorskich.
- **FALA** (2% skonsolidowanej sprzedaży 2022 r.) – elementy wyposażenia łazienek: baterie, komplety łazienkowe i prysznicowe, korki automatyczne, słuchawki prysznicowe, szyny łazienkowe, wagi łazienkowe, deski i nakładki toaletowe, akcesoria łazienkowe.
- **FLO** (2% skonsolidowanej sprzedaży 2022 r.) – narzędzia do pracy w ogrodzie: ręczne, elektryczne, spalinowe, akcesoria ogrodowe.



Źródło: Toya S.A.

Marką dominującą w sprzedaży grupy jest YATO – średnioroczne tempo wzrostu sprzedaży produktów pod tą marką w minionych 5 latach wyniosło +21%. Marki LUND i FALA w tym okresie zanotowały większy progres w ujęciu procentowym, ale wynikało to z niskiego poziomu sprzedaży w 2017 r.

Struktura sprzedaży wg marek i średnioroczne wzrosty sprzedaży w latach 2017-2022



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

Toya jest również dystrybutorem produktów włoskiej firmy GAV – głównie narzędzi pneumatycznych, które wzbogacają ofertę produktową Toyi. Niewielka część towarów nabywana jest od innych producentów i oferowana w sprzedaży internetowej – chodzi o wzbogacenie asortymentu w e-commerce.

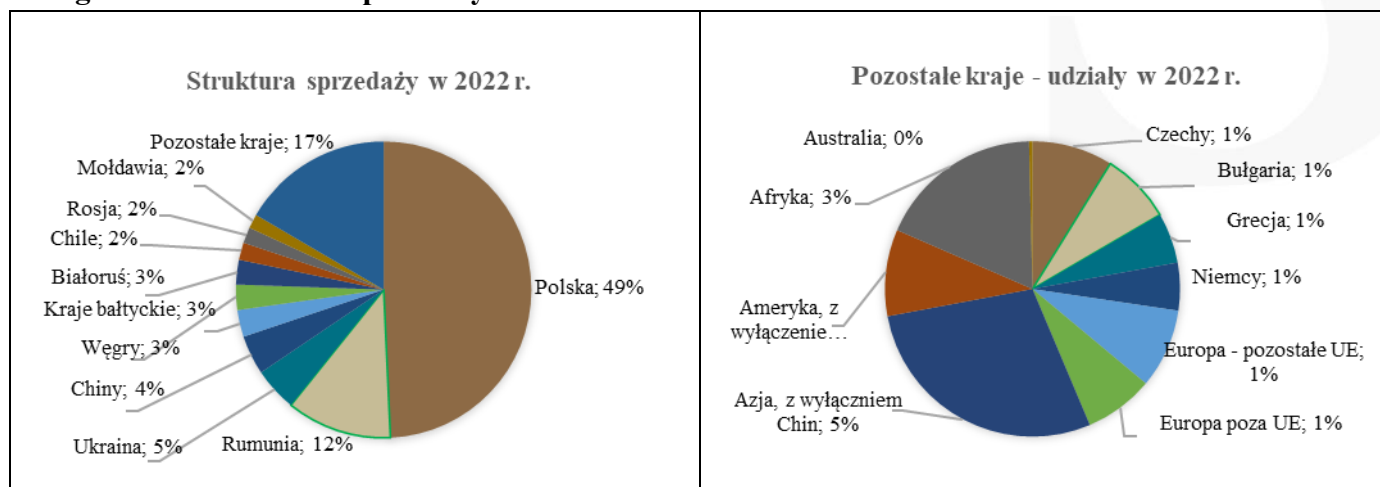
Dostawcy, rynki docelowe, kanały sprzedaży

Spółka współpracuje z kilkuset dostawcami zagranicznymi i kilkudziesięcioma krajowymi. Głównymi producentami i dostawcami towarów są firmy położone na terenie Chin (80-90% dostaw), w dużo mniejszym zakresie podmioty z innych krajów azjatyckich i z Polski. Spółka dokonuje zakupów z Chin według cen wyrażonych w juanie i dolarze amerykańskim, w ostatnich latach walutą dominującą w rozliczeniach staje się juan. Mimo znaczących zakupów w walutach obcych, Toya nie zabezpiecza ryzyka kursowego. Część sprzedaży jest realizowana również w walutach obcych (eksport poza Chiny i Polskę), co częściowo ogranicza ryzyko kursowe. Patrząc przez pryzmat raportowanych przez spółkę wyników w ostatnich 15 latach, nawet w okresach dynamicznych krótko- i średnioterminowych wahań kursów walutowych, trudno dostrzec zauważalnie negatywny wpływ różnic kursowych na osiągnięte przez Toyę marże.

Toya od kilku lat sprzedaje ok. 50% swoich produktów na krajowym rynku. Sprzedaż eksportowa kierowana jest do ponad 100 krajów na świecie, spółka skupia się jednak na regionie Europy Środkowo-Wschodniej (trafia tu około 38% sprzedaży): Rumunii, Ukrainie, Węgrach, krajach bałtyckich, Mołdawii, Czechach, Bułgarii, Niemczech. Mimo wojny w Ukrainie, Toya nadal sprzedaje swoje wyroby do Rosji i Białorusi. Spółka przestrzega jednak wszystkich sankcji nałożonych na podmioty, osoby oraz towary wskazane w odpowiednich aktach prawnych przez polski rząd, struktury Unii Europejskiej, rządy innych państw czy instytucje międzynarodowe. Toya w Europie Wschodniej nie posiada aktywów, a transakcje z lokalnymi klientami mają charakter krótkoterminowy (po wybuchu wojny relacje z częścią klientów są zamrożone).

Wśród krajów azjatyckich, poza Chinami, relatywnie duża sprzedaż realizowana jest w Turkmenistanie (6,8 mln zł w 2022 r.) i Zjednoczonych Emiratach Arabskich (4,6 mln zł w 2022 r.). W Afryce największym rynkiem zbytu jest Republika Kongo (7,5 mln zł sprzedaży) a w Ameryce – Chile (14,5 mln zł w 2022 r.). Sprzedaż do tych krajów realizowana jest przez spółki chińskie: Yato Tools (Shanghai) i Yato Tools (Jiaxing).

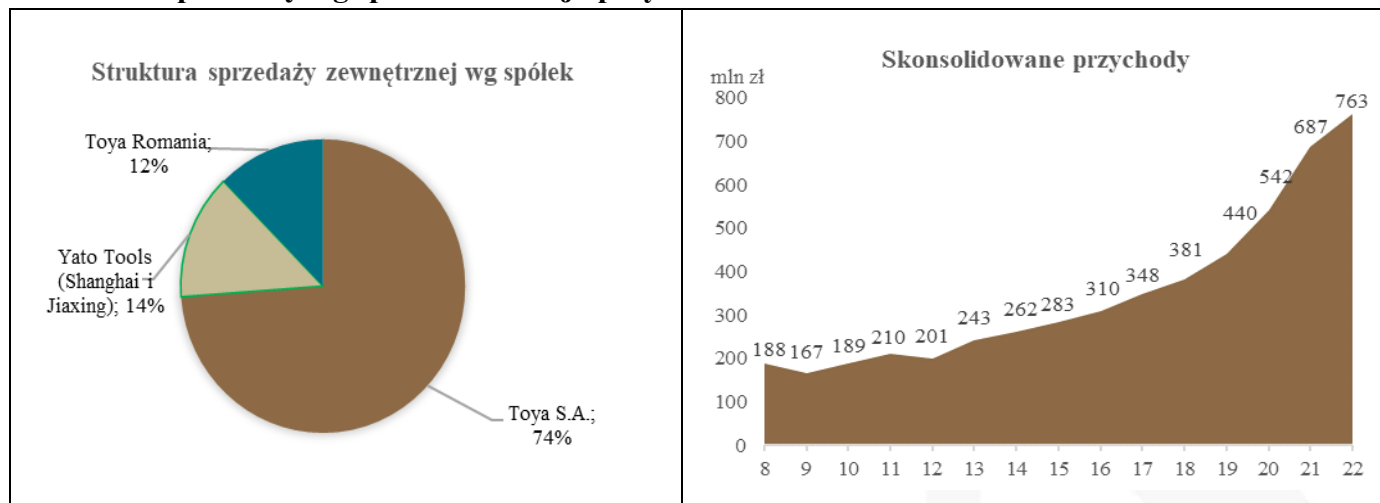
Geograficzna struktura sprzedaży w 2022 r.



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

W ciągu ostatnich 14 lat skonsolidowane przychody zwiększyły się z 188 mln zł w 2008 r. do 763 mln zł, a średnioroczne tempo wzrostu (CAGR) w tym okresie wyniosło +10%. W podziale na spółki nadal zdecydowanie największa sprzedaż zewnętrzna realizowana jest przez Toya S.A. (74% skonsolidowanych przychodów w 1H'23), następnie Toya Romania (14%) i obie spółki chińskie (12%).

Struktura sprzedaży wg spółek i ewolucja przychodów



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

Produkty sprzedawane przez grupę podlegają pewnej sezonowości związanej z warunkami atmosferycznymi. Oferta jest jednak bardzo szeroka i dopasowana do pór roku, sezonowych wahań więc praktycznie nie widać.

Grupa wyróżnia 4 kanały dystrybucji swoich produktów:

- dwa w ramach tzw. rynków lokalnych, czyli tam gdzie znajdują się spółki z grupy kapitałowej (Polska, Rumunia, Chiny) i realizują sprzedaż na terenie danego kraju poprzez:
 - kanał hurtowy – sprzedaż do hurtowni, dystrybutorów, sklepów patronackich,
 - sieci handlowe – tym kanałem sprzedaż jest realizowana przede wszystkim w Polsce, głównie do kilku dużych sieci marketów budowlanych, w mniejszym stopniu w Rumunii, w Chinach ten sposób sprzedaży nie występuje.

Trzecim kanałem dystrybucji jest eksport, czyli sprzedaż zagraniczna Toya S.A. (w Europie) oraz chińskich spółek Yato Tools (Shanghai) i Yato Tools (Jiaying) – do Azji (poza Chinami), Ameryki, Afryki, Australii. Sprzedaż w tym kanale odbywa się poprzez dystrybutorów i przedstawicieli handlowych.

Czwartym kanałem jest sprzedaż detaliczna – głównie sprzedaż online, w tym poprzez własny sklep internetowy. Ten kanał wykazuje się największą dynamiką wzrostu (średnioroczny wzrost na poziomie 50% w ostatnich 10 latach).

Największa część sprzedaży jest realizowana poprzez kanał hurtowy (ok. 48%), przede wszystkim w Polsce, następnie w Rumunii i Chinach. Drugi pod względem udziału jest kanał eksportowy (ok. 33%). Dystrybucja poprzez sieci handlowe realizowana jest głównie w Polsce, w mniejszym stopniu w Rumunii. Sprzedaż tym kanałem zwiększa się najwolniej – średnio +5% w ostatnich 10 latach.

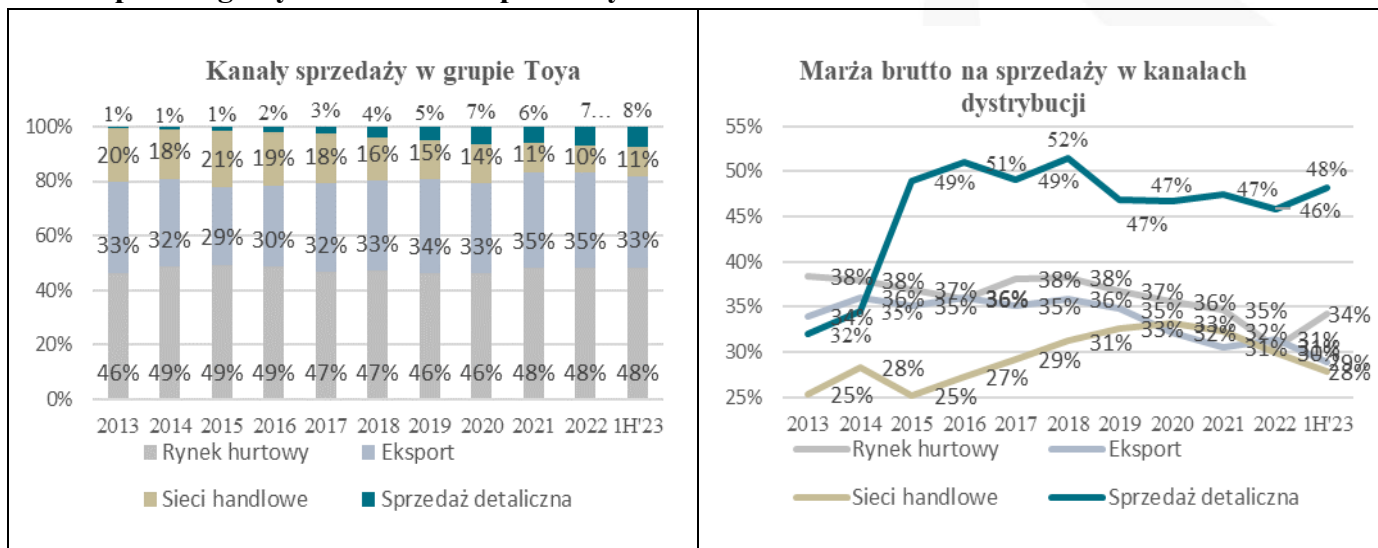
W ramach sprzedaży detalicznej wykazywana jest głównie sprzedaż realizowana za pośrednictwem sklepu internetowego oraz popularnych platform internetowych, zakupów dokonują głównie klienci z Polski.

W kanale dystrybucji hurtowej Grupa współpracuje z kilkudziesięcioma dystrybutorami oraz odbiorcami hurtowymi we wszystkich województwach w Polsce oraz wieloma sklepami, a także z odbiorcami hurtowymi na terenie Rumunii i Chin.

W Rumunii dominującym kanałem sprzedaży jest rynek hurtowy – od kilku lat stanowi ok. 90% sprzedaży realizowanej w tym kraju. Ok. 8-9% sprzedaży kierowanej jest poprzez sieci handlowe, a zaledwie 1% poprzez sprzedaż detaliczną (zakupy internetowe). Toya stara się zwiększać udziały w rynku rumuńskim głównie przez rozbudowę sieci przedstawicieli handlowych i pozyskiwanie odbiorców wśród specjalistycznych sklepów oraz odbiorców instytucjonalnych.

Na przestrzeni ostatnich 10 lat sprzedaż przez kanał hurtowy i eksportowy utrzymuje się na zbliżonym poziomie w całkowitej strukturze sprzedaży. Wyraźnie za to zmniejsza się sprzedaż poprzez sieci handlowe (z 20% udziału w sprzedaży ogółem w 2013 r. do 11% obecnie), które coraz częściej zastępują towary zewnętrznych producentów własnymi markami. W ostatnich 6 latach zauważalnie zwiększa się sprzedaż e-commerce (z 1% przed 10 laty do 8% obecnie). Najbardziej rentowna jest właśnie sprzedaż drogą internetową (ok. 48% marży brutto na sprzedaży), najmniej rentowna jest sprzedaż poprzez sieci handlowe (ok. 28%). Generalnie na przestrzeni 8 lat nie występują duże wahania marżowości w poszczególnych kanałach sprzedażowych – odchylenia nie przekraczają 6 pkt proc, przy średnim poziomie marży brutto na sprzedaży w ostatnich 10 latach na poziomie 35%.

Udział poszczególnych kanałów w sprzedaży i rentowność



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

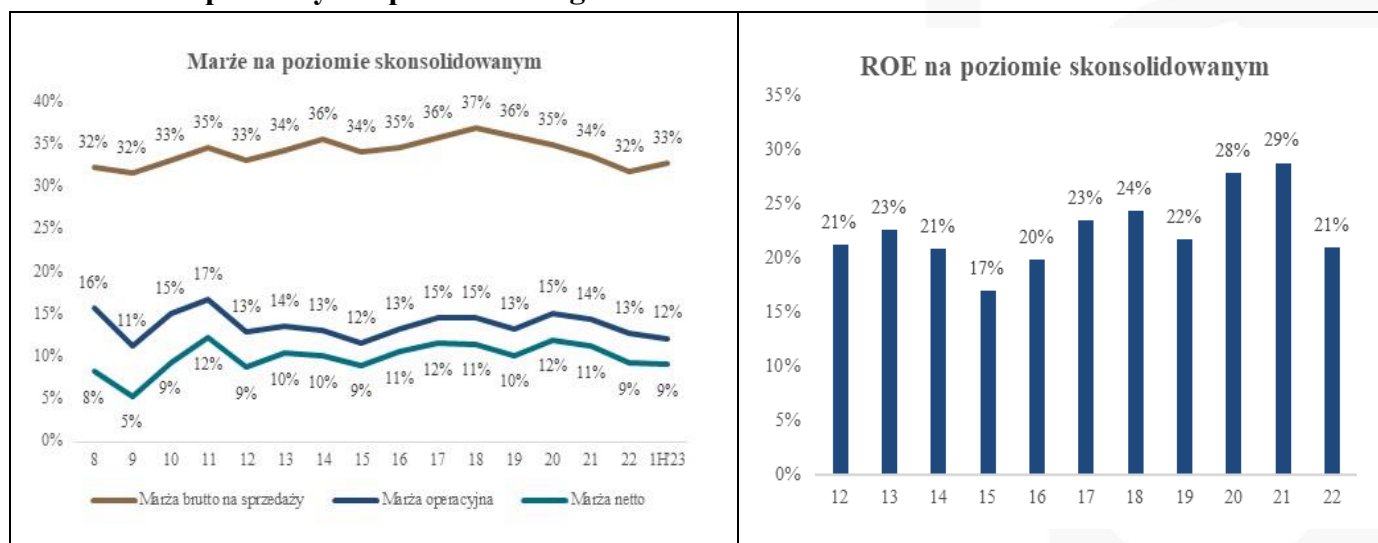
Sytuacja finansowa

Wyniki finansowe grupy dość systematycznie się poprawiają. Na przestrzeni ostatnich 14 lat tylko w 2 latach wystąpił spadek przychodów: w trakcie ogólnoswiatowego kryzysu w 2009 r. (-11% r/r) i podczas istotnego spowolnienia gospodarczego w 2012 r. (-4% r/r).

Grupę cechuje wysoka ściągalność należności – większość jest ubezpieczana w renomowanych instytucjach finansowych. Tam, gdzie ubezpieczenia brak, stosowane są limity zamówień dla poszczególnych klientów i bieżący monitoring spływu należności. Sprzedaż do klientów z Ukrainy, Białorusi, Rosji czy na bardziej ryzykowne rynki realizowana jest w oparciu o przedpłaty. Odpisy na należności w ostatnich latach nie przekraczają 0,5% skonsolidowanych przychodów.

Mimo zawirowań na rynku, związanych z wahaniami kursów walutowych, cen surowców, kosztów transportu, mediów (gazu, energii elektrycznej) czy też okresowego spadku popytu, Toya utrzymuje wysoką rentowność prowadzonej działalności – marża brutto na sprzedaży w ostatnich 15 latach oscyluje w przedziale 32 – 37%. Marże operacyjna i netto również utrzymują się na satysfakcjonującym poziomie – pierwsza średnio na poziomie 14%, druga ok. 10%. Wysoki jest zwrot na kapitale własnym – na poziomie skonsolidowanym w ostatnich 13 latach średnio wynosi 23%.

Rentowność sprzedaży i kapitału własnego



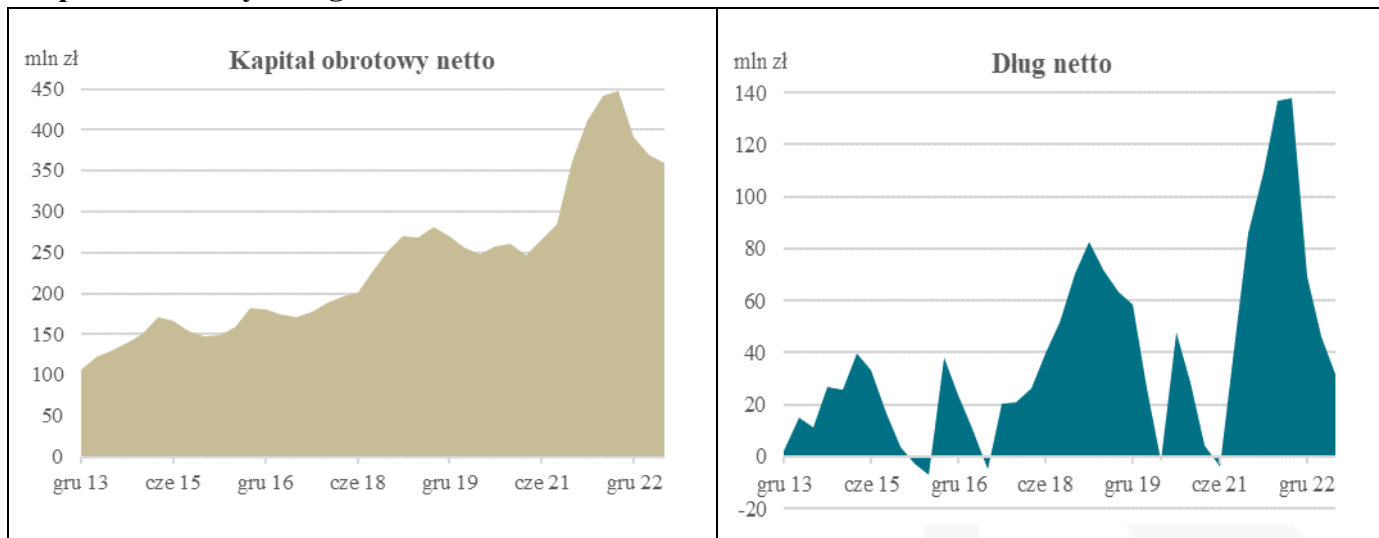
Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

Poziom marży brutto na sprzedaży w 2022 r. był najniższy od kryzysu z 2009 r. W pierwszym półroczu 2023 r. rentowność zaczęła się poprawiać, spodziewamy się utrzymania tej tendencji również w drugiej połowie 2023 r. (m.in. dzięki mocnemu złotemu).

Jak w przypadku większości spółek handlowych, których sprzedaż się zwiększa, tak i w przypadku Toyi, wzrost przychodów pociąga za sobą wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy (zwiększają się poziomy zapasów i należności). Toya w tym zakresie prowadzi jednak bardzo bezpieczną politykę – aktywa obrotowe w głównej mierze finansowane są kapitałami własnymi. Dług netto w grupie okresowo rośnie, zwłaszcza w przypadku przyspieszenia tempa sprzedaży bądź ryzyka zakłóceń w łańcuchach dostaw (zwiększanie stanów magazynowych), długoterminowo utrzymuje się jednak na poziomie

nieznacznie przekraczającym zero. Na koniec pierwszego półrocza 2023 r. spółki z grupy Toya miały jedynie 33,5 mln zł kredytów bankowych, a zadłużenie netto z uwzględnieniem zobowiązań leasingowych (22,7 mln zł) wynosiło 31,5 mln zł.

Kapitał obrotowy i dług netto

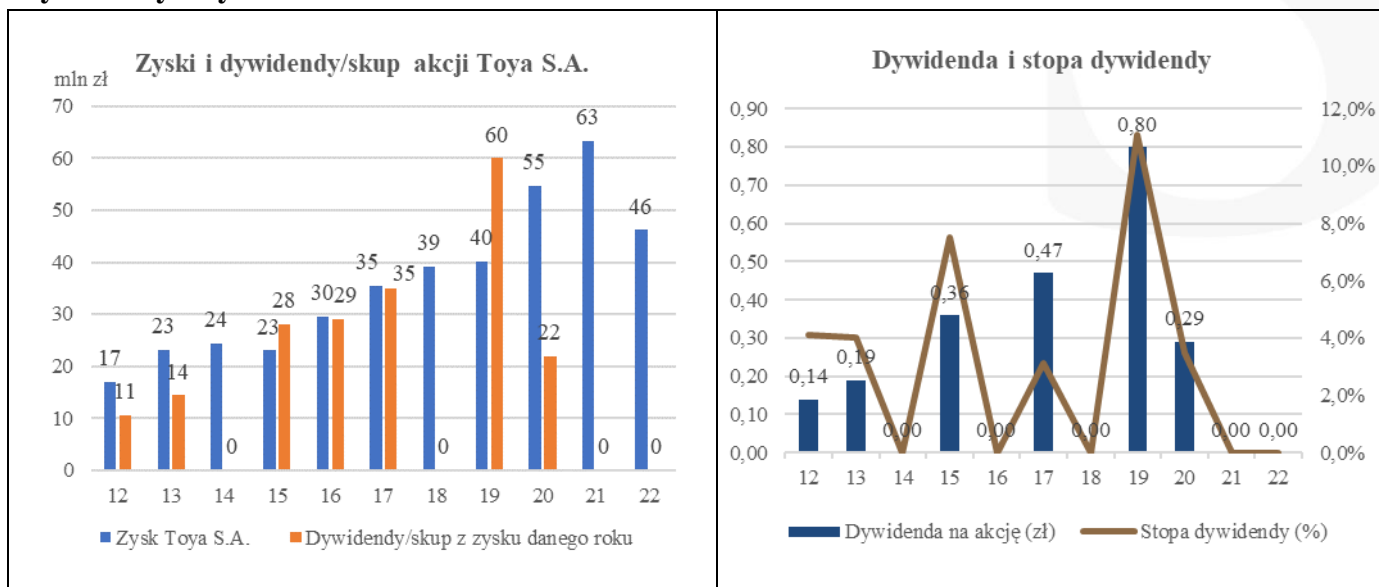


Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

Dywidendy

Toya nie uchwaliła polityki dywidendowej, ale z reguły dzieli się zyskiem z akcjonariuszami. Od wejścia na giełdę, w ciągu ostatnich 11 lat, spółka 6-krotnie wypłaciła dywidendę, raz przeprowadziła skup akcji (w 2018 r. z zysku 2017 r.). Łączna suma wypłaconych dywidend i skupionych akcji od 2012 r. wyniosła 199 mln zł i stanowiła 50% zysków netto Toya S.A. w tych latach. Kwota ta jednocześnie była około 8-krotnie wyższa od środków pozyskanych przez spółkę od inwestorów przy wejściu na giełdę w 2011 r.

Dywidendy Toya S.A.



Źródło: Toya S.A., opracowanie Noble Securities

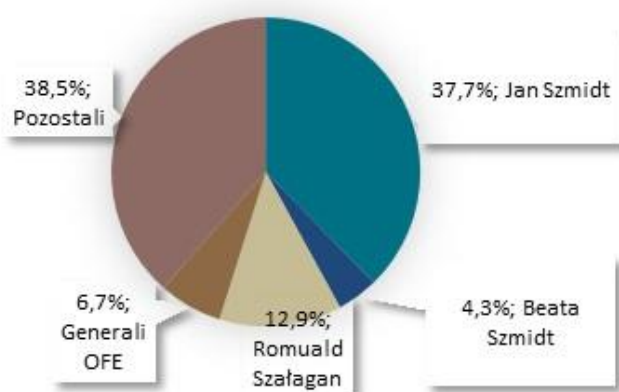
W ostatnich 2 latach spółka nie zdecydowała się podzielić zyskiem z akcjonariuszami, głównie ze względu na większe wydatki inwestycyjne na budowę magazynu w Chinach oraz niestabilność ekonomiczną będącą konsekwencją wybuchu wojny w Ukrainie i znaczących podwyżek stóp procentowych ze strony RPP i ECB. Obecnie sytuacja bilansowa spółek z grupy jest dosyć dobra, dlatego już w przyszłym roku zakładamy powrót do wypłaty dywidend – liczymy na przeznaczenie na dywidendę ok. 1/3 jednostkowego zysku netto, w kolejnych latach spodziewamy się stopy wypłaty na poziomie 50%.

Akcjonariat

Toya wyemitowała 75,042 mln akcji. Każda z akcji uprawnia do 1 głosu. W ramach subskrypcji publicznej, w 2011r. wyemitowanych zostało 9,263 mln akcji, które zostały sprzedane po 2,8 zł za sztukę. Wpływy z emisji akcji wyniosły 26 mln zł brutto. Od wejścia spółki na giełdę przeprowadzonych zostało kilka niewielkich emisji akcji w ramach programu motywacyjnego dla menedżerów spółki oraz nieco większa emisja, 2,330 mln akcji po 4,25 zł za akcję, w 2014 r. dla pana Su Gang w zamian za udziały w spółce Yato Tools (Shanghai). Z kolei w 2018 r. umorzono 3,289 mln akcji skupionych w 2017 r. w ramach buy backu.

Obecnie głównymi akcjonariuszami spółki są jej dwaj założyciele: Romuald Szałagan (12,9% akcji) i Jan Szmidt (37,7% akcji) oraz żona drugiego z nich, Beata Szmidt (4,3%). Trzeci z założycieli, Tomasz Koprowski, 3 lata temu sprzedał wszystkie posiadane akcje (miał 15,8% akcji spółki). Trzech członków zarządu posiada łącznie 0,3% akcji Toya S.A. Łącznie osoby powiązane ze spółką kontrolują 55% akcji. Największym inwestorem finansowym jest Generali OFE, posiadające w portfelu inwestycyjnym 6,7% akcji spółki.

Struktura akcjonariatu na 30-06-2023



Źródło: Toya S.A.

Strategia

Strategia wzrostu Toya opiera się na jak najlepszym dopasowaniu oferty produktowej do oczekiwań klientów i zapewnieniu dostępności wszystkich produktów z oferty dla każdego klienta. Proces dopasowania oferty realizowany jest między innymi poprzez zespół product managerów (jest ich ponad 30, zatrudnionych w Polsce i w Chinach) dysponujących bardzo szeroką wiedzą o produkcie, technikach kształtowania jego wizerunku, znających zwyczaje klientów i kształtujące się trendy. Osoby te uczestniczą w branżowych targach na całym świecie, odbywają wiele spotkań z dostawcami i klientami, by z jednej strony lepiej zrozumieć ograniczenia produkcyjne, z drugiej - oczekiwania rynkowe co do wzornictwa produktów. Wsparciem dla rozwoju asortymentu wyrobów jest nowoczesna technologia IT oraz systemy i urządzenia wspomagające zarządzanie produktem. Co roku projektanci opracowują około 700 nowych produktów.

Od kilkunastu lat spółka realizuje strategię ekspansji na rynki międzynarodowe, skupiając się przede wszystkim na rynkach Europy Środkowo-Południowej i Wschodniej. Głównymi rynkami zbytu w tej części kontynentu są: Polska, Rumunia, Ukraina, Węgry, kraje bałtyckie, Białoruś, Mołdawia, Czechy, Bułgaria, Rosja i Niemcy. W ramach strategii rozwoju w Europie Toya zamierza wzmacniać pozycję przede wszystkim na rynkach środkowo-europejskich, na których jest już obecna: na Węgrzech, Bałkanach, w Rumunii.

W szybszej ekspansji zagranicznej ma pomóc uruchomiony w lipcu 2022 r. centralny magazyn wysokiego składowania w Chinach, położony w specjalnej strefie ekonomicznej, w Baibu Town, w prowincji Zhejiang. Magazyn jest wyposażony w nowoczesną automatykę (system shuttle) i infrastrukturę umożliwiającą szybką i elastyczną realizację dostaw, bez angażowania znacznych zasobów ludzkich. Lokalizacja magazynu jest bardzo dobra – blisko dwóch portów morskich, jednych z największych centrów przeładunkowych świata, a jednocześnie w stosunkowo niewielkiej odległości od największych dostawców. Ma on pełnić rolę magazynu buforowego między niezależnymi dostawcami a klientami. Dzięki niemu spółka będzie mogła zamawiać większe partie produktów (z nadwyżką do bieżących potrzeb sprzedażowych) i uzyskiwać korzystniejsze warunki cenowe. Utrzymywanie relatywnie wysokich stanów magazynowych będzie stanowić przewagę konkurencyjną spółki w przypadku zakłóceń w łańcuchach dostaw (tak jak miało to miejsce w trakcie pandemii) czy zmieniających się preferencji zakupowych klientów na poszczególnych rynkach. Duży asortyment towarów w magazynie ma też umożliwić wzrost sprzedaży w szeroko rozumianej Azji, Afryce, Ameryce Południowej i Środkowej, Australii (rozwojem sprzedaży na tych kontynentach zajmują się dwie spółki zależne – Yato Tools (Shanghai) i Yato Tolls (Jiaxing)). W konsekwencji powinno to przyczynić się do zdynamizowania sprzedaży grupy Toya względem konkurencji, zwłaszcza w kanale e-commerce. Efektem ubocznym będą wyższe koszty finansowania wysokich stanów magazynowych. Biorąc jednak pod uwagę ponad 30% marżę brutto na sprzedaży, jaką realizuje Toya, uważamy, że takie działanie jest zasadne.

Posiadanie podmiotów zależnych w Chinach postrzegamy jako atut grupy Toya. Dzięki temu znajomość uwarunkowań panujących na chińskim rynku jest lepsza, reakcja na zmiany w otoczeniu może być szybsza, monitoring produkcji może być prowadzony na bieżąco, możliwa jest szybsza zmiana wytwórcy w przypadku niedochowania parametrów technicznych towarów. Przedstawiciele spółek Yato Tools regularnie uczestniczą w targach organizowanych w kraju, które często są inspiracją do tworzenia

nowych produktów czy też zmian w designie oferowanych dotychczas, stosowanie do aktualnych trendów rynkowych - Chiny są największym producentem narzędzi i elektronarzędzi na świecie, stąd w trakcie targów, pokazów można zapoznać się z najnowszymi tendencjami na rynku, planami konkurencji, oczekiwaniami klientów.

W ramach strategii rozwoju biznesu Toya monitoruje też rynek pod kątem przejęć firm, które stworzyłyby wartość dodaną dla Grupy. Póki co, grupa dość skutecznie rozwija się organicznie (przykładem może być rozpoczęta w 2016 r. sprzedaż produktów dla profesjonalnej gastronomii, która obecnie ma już kilkuprocentowy udział w skonsolidowanej sprzedaży), ale potencjalna akwizycja w przyszłości mogłaby pozwolić na skokowy wzrost skali prowadzonej działalności – przede wszystkim rozważane jest wejście w nowe grupy produktowe, ale możliwe jest też przejęcie podmiotu ułatwiającego wejście na nowe rynki/umocnienie pozycji na istniejących.

Rynek elektronarzędzi i narzędzi ręcznych

Szeroko rozumiany globalny rynek „home improvment” w 2022 r., według Euromonitor, miał wartość 317 mld USD. W ujęciu nominalnym zwiększył się w ubiegłym roku o 4% (+12% w stosunku do przed covidowego 2019 r.), jednak po skorygowaniu o inflację, zmniejszył się o 3% (-1% w relacji do 2019 r.).

Obecnie wartość światowego rynku narzędzi ręcznych i elektronarzędzi wynosi ok. 70 mld dolarów, przy czym występują pewne rozbieżności w szacunkach wielkości tego rynku, w zależności od tego jak się go definiuje – kwestie zaliczania (bądź nie) niektórych urządzeń i narzędzi wykorzystywanych do porządkowania terenu, zbierania śmieci, w pracach ogrodowych.

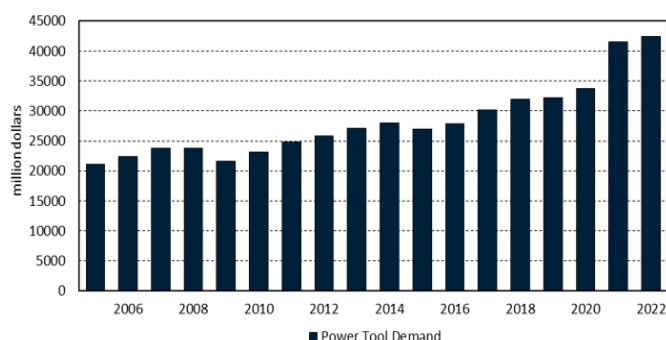
W ramach rynku narzędzi można wyróżnić dwa segmenty: narzędzia ręczne (ok. 1/3 całego rynku) i elektronarzędzia (2/3). Udział tych drugich w strukturze sprzedaży systematycznie się zwiększa (motorem są kraje rozwinięte gospodarczo), podobna tendencja prawdopodobna jest w kolejnych latach – praca z wykorzystaniem elektronarzędzi jest szybsza, łatwiejsza, tendencja do wyboru elektronarzędzi rośnie wraz z bogaceniem się społeczeństw (choć nie wszystkie narzędzia ręczne można zastąpić elektronarzędziami). Najbardziej dynamicznie rosnącą grupą elektronarzędzi są (i będą w najbliższych latach) urządzenia bezprzewodowe. W dystrybucji elektronarzędzi coraz większe znaczenie będzie miał kanał e-commerce – obecnie odpowiada on za ok. 12% sprzedaży (ok. 5 mld USD).

Dominującym graczem w eksporcie narzędzi i elektronarzędzi są Chiny – w ujęciu wolumenowym odpowiadają za ok. 67% światowego eksportu, w ujęciu wartościowym za ok. 49% (wg szacunków IndexBox z grudnia 2022 r.). Największym importerem są USA (24% udziału w światowym imporcie). Znaczącą rolę w światowym rynku zajmują Niemcy – drugie miejsce zarówno w eksporcie, jak i imporcie narzędzi, z udziałami na poziomie 7-9%.

Firmy zajmujące się analizą rynku narzędzi przewidują, że światowy rynek narzędzi będzie się zwiększał w średniorocznym tempie ok. 4% (zakres prognoz od 2,5% do 5,7%) przez następne 7-10 lat. W Europie Środkowej i Wschodniej wzrost może być nieco szybszy, ze względu na bogacenie się społeczeństw (równanie do krajów zachodnioeuropejskich) i dynamiczny wzrost rynku budowlanego i motoryzacyjnego. Głównymi czynnikami wzrostu rynku w skali globalnej mają być postępujące uprzemysłowienie, urbanizacja, zwiększająca się skłonność ludności do majsterkowania.

Światowy rynek elektronarzędzi

Wartość globalnego rynku elektronarzędzi



Prognozy średniorocznego wzrostu rynku elektronarzędzi

Firma badająca rynek	CAGR	Okres
Global Market Insight	3,5%	2022-2032
Data Bridge Market Research	5,7%	2022-2030
IndexBox	3,2%	2022-2030
Allied Market Research	5,7%	2021-2030
Freedonia Group	2,5%	2022-2027

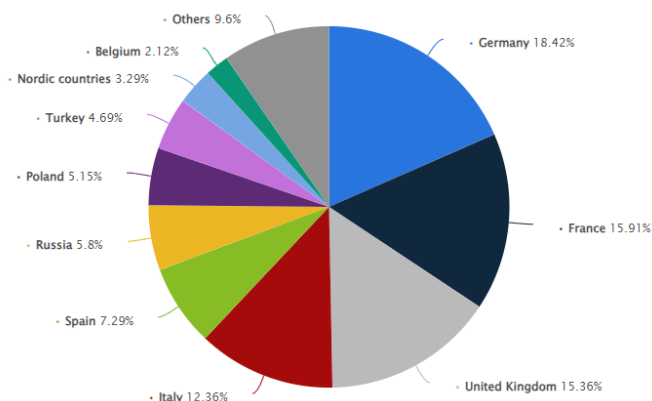
Źródło: Freedonia Group, Global Market Insight, Data Bridge Market Research, IndexBox, Allied Market Research

Rynek producentów jest dosyć rozdrobiony, 7 największych podmiotów odpowiada jednak za nieco ponad połowę rynku. Liderem od lat pozostaje Stanley Black & Decker (ok. 16% udziału), na drugim miejscu znajduje się Techtronic Industries (ok. 12%), na trzecim - Bosch (ok. 10%), kolejne miejsca zajmują Hilti (8%), Makita (7%), Hitachi Koki (5%), Emerson Electric.

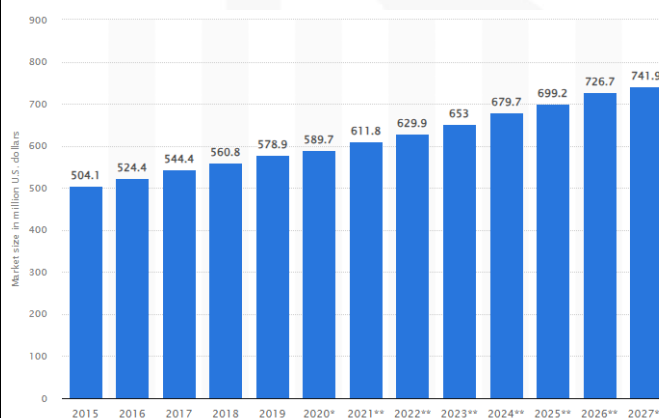
Wartość europejskiego rynku to blisko 20 mld dolarów, z czego ok. 13 mld dolarów stanowią elektronarzędzia. Najwięcej elektronarzędzi i narzędzi ręcznych sprzedaje się w Niemczech, Francji, Wielkiej Brytanii, Włoszech, Hiszpanii, Rosji, Polsce.

Europejski i polski rynek elektronarzędzi

Udziały rynkowe w Europie w sprzedaży elektronarzędzi



Wartość rynku elektronarzędzi w Polsce



Źródło: Statista

Wartość rynku elektronarzędzi w Polsce wynosi ok. 3 mld zł, a rynku narzędzi ręcznych ok. 1,5 mld zł. Rynek w ostatnich latach zwiększał się w tempie 6-7% r/r. Liderem sprzedaży w Polsce jest Bosch, z blisko 30% udziałem (ta firma ma bardzo silną pozycję w segmencie elektronarzędzi dla profesjonalistów). Ok. 12% rynku pozostaje w zasięgu Stanley Black&Decker, zbliżony udział ma japońska Makita.

Wśród krajowych podmiotów najsilniejszą pozycję zajmuje Toya oraz warszawski Topex. Obie firmy mają zbliżone udziały w rynku: Toya ok. 7% (w 2022 r. sprzedaż Toya w Polsce wyniosła 376 mln zł – ok. 15% tej sprzedaży stanowiły jednak: sprzęt AGD, baterie łazienkowe, urządzenia elektryczne – lampy, przedłużacze, mierniki, odzież i obuwie BHP, sprzęt gastronomiczny), Topex ok. 6% (280 mln zł przychodów ze sprzedaży krajowej w 2022 r.). Historia obu firm jest podobna: zostały utworzone na początku lat 90-tych i zaczęły sprowadzać narzędzia bardziej dostępne cenowo niż te markowych producentów. Topex, podobnie jak Toya, dużą część sprzedaży kieruje na eksport (42% w 2021 r., 37% w 2022 r.). Sprzedaż zagraniczna Topex to głównie Europa Środkowo-Wschodnia: Rumunia, Ukraina, Czechy, Słowacja, Rosja, czyli geograficznie rynki zbytu zbliżone do regionu, w którym operuje Toya. Nieco mniejszymi krajowymi producentami elektronarzędzi są: Profix, Celma, Bass Polska.

W podziale asortymentowym w sprzedaży narzędzi ręcznych największe udziały mają: klucze (ponad 1/3 udziału w narzędziach ręcznych, wg badań Allied Market Research), szczypce, wkrętaki, młotki, przecinaki do przewodów. Najbardziej popularne elektronarzędzia to: wiertarki, wkrętarki, szlifierki, piły, strugarki, frezarki, lutownice, młoty pneumatyczne, pistolety do kołków, spawarki. Najbardziej popularne urządzenia do prac w ogrodzie i warsztacie to: kosiarki, odkurzacze przemysłowe.

Nabywcami narzędzi ręcznych i elektronarzędzi są przede wszystkim profesjonalści (osoby prowadzące indywidualną działalność gospodarczą, firmy budowlane, remontowe, warsztaty samochodowe, firmy zajmujące się pielęgnacją zieleni, utrzymaniem czystości na osiedlach, w obiektach przemysłowych) ale również amatorzy - majsterkowicze. Pierwsza z tych grup generuje wyraźnie większy popyt, choćby z racji wykorzystywania narzędzi do codziennej pracy. Szacuje się, że około 1/3 specjalistów kupuje nowe narzędzia kilka razy w roku, a ok. 1/5 przynajmniej raz w roku. Profesjonaliści z reguły dokonują zakupów w sklepach specjalistycznych i hurtowniach, wśród amatorów bardziej preferowanym kanałem zakupów jest e-commerce i markety budowlane. Majsterkowicze używają narzędzi w celach hobbystycznych (wykonywanie różnych przedmiotów domowych), samorealizacji, z powodu oszczędności (samodzielna praca zamiast odpłatnego zlecenia zewnętrznym firmom), część z nich traktuje drobne prace domowe jako sposób na odreagowanie stresu. Około 10-15% Polaków samodzielnie maluje wnętrza, dokonuje drobnych napraw elektrycznych, układa parkiet i panele, montuje meble.

Logistyka narzędzi

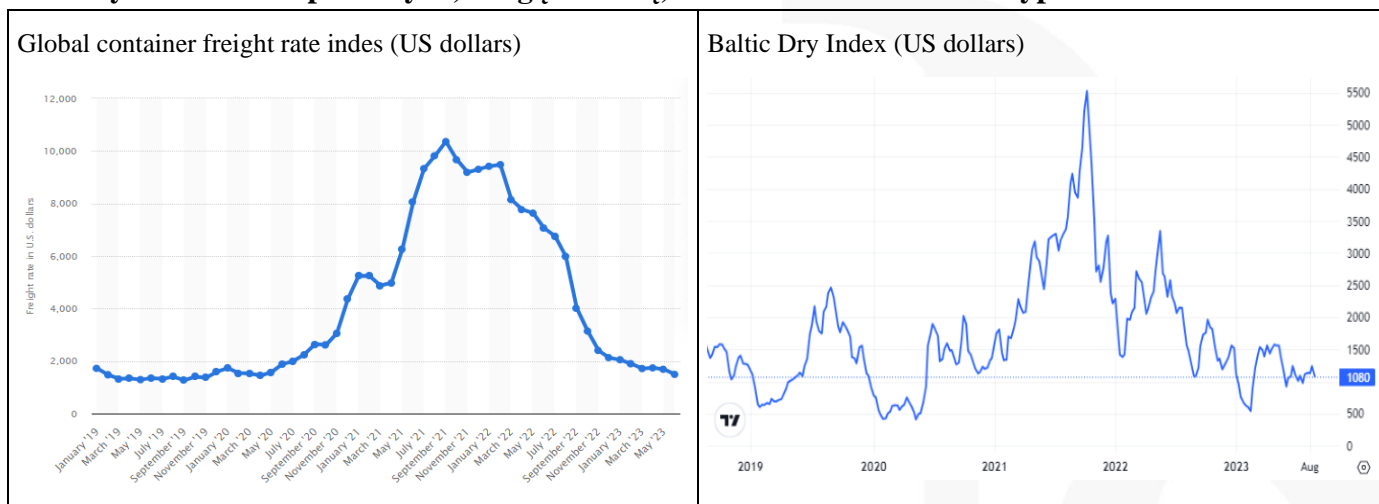
Większość firm handlujących narzędziami i elektronarzędziami sprowadza mniejszą lub większą część oferowanych przez siebie produktów z Azji, głównie z Chin. Łańcuch dostaw jest dość długi (zamawianie towaru z dużym wyprzedzeniem u poddostawców/producentów, około miesiąca zajmuje transport z Azji do Europy drogą morską) i niejednokrotnie złożony (korzystanie z domów składowych, magazynów, pośredników). Zakłócenia w dostawach towarów (tak jak w trakcie pandemii) mogą skutkować brakiem asortymentu i spadkami sprzedaży. Stąd większość firm handlujących towarami sprowadzanymi z Azji utrzymuje wysokie stany magazynowe, co z kolei pociąga za sobą koszty ich finansowania.

Drugim istotnym aspektem w przypadku importu towarów z Azji są koszty transportu. W połowie 2020 r. kiedy znoszone były ograniczenia w funkcjonowaniu gospodarki światowej w trakcie pandemii, stawki frachtu, za najbardziej typowy kontener o długości 40 stóp, zaczęły dynamicznie rosnąć (z ok. 1,5 tys. USD do ok. 10,4 tys. USD we wrześniu 2021 r.), podbijając koszty sprzedaży firm. W kolejnym okresie znaczący wzrost cen surowców energetycznych, jesienią 2021 r., wzmocniony wybuchem wojny

w Ukrainie, doprowadził do obniżenia aktywności gospodarczej na świecie i blisko 90% spadku cen frachtu – do ok. 1,6 tys. USD w czerwcu br., czyli w okolice poziomów rejestrowanych przed wybuchem pandemii.

Podobna tendencja wystąpiła w zakresie transportu surowców masowych: rudy żelaza, węgla, stali, zboża, cukru, cementu, itp. Indeks Baltic Dry Index, przedstawiający koszty transportu takich surowców, od połowy 2020 r. do października 2021 r. wzrósł o ok. 1000%, a następnie spadł o ok. 90% wracając do poziomów rejestrowanych przed 4-5 laty.

Indeksy stawek transportowych, drogą morską, kontenerów i surowców sypkich



Źródło: Statista,

Źródło: Tradingeconomics.com

Obecnie sytuacja w zakresie kosztów transportu wróciła do normalności i z tego kierunku nie widać zagrożeń dla rentowności firm masowo importujących towary z Azji do Europy. W przypadku Toya należy jednak pamiętać, że znaczące zmiany cen frachtu mogą istotnie wpływać na marżowość sprzedaży w krótkim terminie.

Czynniki ryzyka i szanse

Najważniejsze czynniki ryzyka:

- Ryzyko spowolnienia gospodarczego – w przypadku przedłużenia obecnego spowolnienia gospodarczego bądź wystąpienia recesji można spodziewać się spadku popytu na produkty oferowane przez spółkę, choć zależność popytu na narzędzia i elektronarzędzia od tempa wzrostu gospodarczego jest niższa niż w wielu innych branżach.
- Ryzyko walutowe – spółka za większość nabywanych produktów płaci w juanach, umocnienie tej waluty przekłada się negatywnie na rentowność sprzedaży, negatywny wpływ może też mieć osłabienie złotego względem innych walut – ok. 50% sprzedaży kierowane jest na rynek polski, słaby złoty powoduje konieczność podwyższania cen, co często jest trudne i może przekładać się na spadek sprzedaży.
- Ryzyko istotnego wzrostu cen surowców (stali, miedzi, tworzyw sztucznych) - w średnim terminie powoduje obniżenie marżowości (w długim terminie Toya stara się przenosić rosnące koszty na ceny oferowanych produktów).
- Ryzyko zaostrzenia konkurencji – na rynku artykułów przemysłowych działa wiele firm, obecnie uzyskiwane marże są relatywnie wysokie, z czasem konkurencja może się zwiększyć i spowodować spadek zyskowności Toya.
- Ryzyko dalszego wprowadzania marek własnych w sieciach marketów budowlanych – produkty Toya i innych konkurentów mogą być stopniowo wypierane przez marki własne.
- Ryzyko zakłóceń w łańcuchach dostaw – skutkujące brakami towarów i spadkiem sprzedaży.
- Ryzyko wzrostu kosztów transportu – w przypadku szybkiego wzrostu popytu konsumpcyjnego wąskim gardłem okazuje się liczba statków transportujących towary między różnymi kontynentami, stawki frachtu w takich sytuacjach diametralnie się zwiększają.

Mocne strony/szanse:

- Rozpoznawalna marka YATO (75% sprzedaży skonsolidowanej).
- Mocny bilans, relatywnie niskie zadłużenie.
- Szeroka oferta towarów (11,5 tys. indeksów), wprowadzanie 700 – 1000 nowych produktów rocznie.
- Posiadanie 2 spółek w Chinach, blisko największych centrów produkcyjnych świata, możliwość śledzenia najnowszych trendów rynkowych, dobra współpraca z lokalnymi dostawcami.
- Dalszy wzrost skali prowadzonej działalności umożliwiający uzyskiwanie atrakcyjnych warunków cenowych – zlecenie większych wolumenów produkcji.
- Wzrost sprzedaży eksportowej dzięki uruchomieniu nowego magazynu w Chinach, większa odporność na zakłócenia w łańcuchach dostaw dzięki zapasom buforowym, możliwość szybszej reakcji na zmiany popytu w poszczególnych grupach asortymentowych czy krajach.
- Wejście w nowe grupy asortymentowe.
- Systematyczny wzrost udziału sprzedaży w wysoko rentownym kanale internetowym.
- Potencjalne zakończenie wojny w Ukrainie i odbudowa kraju, skutkująca wzrostem popytu na narzędzia i elektronarzędzia (przychody z Ukrainy mają obecnie 5% udział w sprzedaży ogółem).
- Sprzyjające kursy walutowe, niskie ceny surowców.
- Akwizycje podmiotów pozwalające wzbogacić portfolio produktowe lub oferujące wejście w nowe segmenty rynku artykułów przemysłowych do profesjonalnego i domowego użytku.

Założenia do prognoz wyników

- W 2023 r. prognozujemy zbliżony poziom przychodów co w 2022 r., (oczekujemy wyższej sprzedaży w 3Q'23 r/r, ale niższej w 4Q'23 r/r – w grudniu 2022 r. sprzedaż skokowo wzrosła w efekcie upustów cenowych udzielonych przez Toyę klientom, nie zakładamy podobnego ruchu pod koniec 2023 r.). Uważamy, że spowolnienie gospodarcze (w efekcie wysokich stóp procentowych) przeciągnie się na 2024 r., ale zakładamy że Toya nieznacznie zwiększy sprzedaż (+4% r/r), m.in. dzięki posiadaniu nowego magazynu w Chinach. W kolejnych latach prognozujemy wzrosty sprzedaży na poziomie ok +8% r/r, czyli nieco niższe od osiągniętych w ostatnich 15 latach (+10%), ale wyższe od prognoz dla całego rynku elektronarzędzi (+4% r/r).
- W 2022 r. negatywny wpływ na marżę brutto Toyi miały umocnienie dolara i juana względem złotego oraz zaostrzenie konkurencji cenowej między producentami narzędzi. W pierwszej połowie 2023 r. wpływ tych czynników ustępuje, spodziewamy się stopniowej poprawy marży brutto na sprzedaży w drugiej połowie 2023 r. (wysoki stan zapasów powoduje, że efekty walutowe na marży brutto na sprzedaży widoczne są po około 7 miesiącach). W kolejnych latach zakładamy powrót marży do średniego poziomu z ostatnich 15 lat – ok. 34%. Pozytywnie na rentowność powinien wpływać zwiększający się udział sprzedaży kanałem internetowym (zakładamy wzrost udziału e-commerce w strukturze sprzedaży z obecnych 8% do 10% w 2026 r.), gdzie marżowość jest najwyższa. Z drugiej strony oczekujemy jednak obniżania marżowości w kanale sieci handlowych.
- W związku z uruchomieniem centralnego magazynu w Chinach, w 2023 r. spodziewamy się obniżenia kosztów usług obcych z tytułu wynajmu magazynów zewnętrznych – oszczędności w 2023 r. w stosunku do 2022 r. szacujemy na ok. 3,3 mln zł (w 2022 r. koszty wynajmu magazynów wyniosły 3,6 mln zł, w 2021 r. – 0,2 mln zł). Zakładamy, że nie będzie potrzeby wynajmowania magazynów zewnętrznych do momentu osiągnięcia przez grupę ok. 1 mld zł skonsolidowanej sprzedaży.
- W 2022 r. negatywny wpływ na rentowność operacyjną miał wzrost kosztów mediów (prądu i gazu) a rok wcześniej wzrost kosztów transportu. W 2023 r. sytuacja w tym zakresie wróciła do normalności, nie spodziewamy się wyraźnego wzrostu tej grupy kosztów w kolejnych 2 latach.
- Przewidujemy relatywnie niskie zadłużenie w najbliższych 2 latach, spółka dodatkowo ma dosyć niskie oprocentowanie kredytów – marża bankowa ponad WIBOR nie przekracza 1 pkt proc. Spodziewamy się spadku stóp procentowych i w konsekwencji prognozujemy niższe koszty finansowe w kolejnych 2 latach.

Wyniki, prognozy na 3Q'23 i 4Q'23

mln zł	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P	4Q'23P
Przychody ze sprzedaży	188,4	179,4	180,0	214,8	175,0	193,0	190,0	198,0
Zysk brutto na sprzedaży	62,4	59,5	57,8	62,9	56,9	64,0	63,7	65,7
Koszty sprzedaży	-27,1	-27,9	-29,0	-24,9	-28,5	-28,2	-28,0	-28,0
Koszty ogólnego zarządu	-8,7	-9,6	-10,2	-12,0	-9,4	-11,7	-11,7	-12,7
EBIT	27,7	24,3	20,2	25,4	19,0	25,7	25,0	26,0
Saldo finansowe	-1,3	-2,4	-3,1	-2,6	-1,7	-1,2	-1,0	-1,0
Wynik netto	20,9	17,4	13,7	18,1	13,6	19,9	19,2	20,0
Marża zysku brutto ze sprze	33,1%	33,2%	32,1%	29,3%	32,5%	33,2%	33,5%	33,2%
Marża EBIT	14,7%	13,5%	11,2%	11,8%	10,9%	13,3%	13,1%	13,1%
Marża netto	11,1%	9,7%	7,6%	8,4%	7,8%	10,3%	10,1%	10,1%

Źródło: 1Q'22-2Q'23 – Toya S.A., 3Q'23P-4Q'23P – prognozy Noble Securities

Tabele z wynikami finansowymi i prognozami

Rachunek zysków i strat (mln zł)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	542,1	686,7	762,6	756,0	786,2	850,0
Zysk brutto na sprzedaży	189,0	231,4	242,7	250,3	263,4	289,0
Koszty sprzedaży	-78,0	-84,3	-92,7	-108,9	-112,7	-115,0
Koszty ogólnego zarządu	-24,3	-37,8	-40,5	-45,5	-48,0	-51,5
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	1,7	-2,0	4,4	3,7	0,0	0,0
EBIT	82,1	98,9	97,6	95,8	100,4	115,5
Koszty i przychody finansowe netto	-1,5	-1,5	-9,2	-4,9	-4,0	-3,0
Zysk przed opodatkowaniem	80,6	97,3	88,4	90,9	96,4	112,5
Podatek dochodowy	-15,7	-19,9	-18,2	-18,2	-19,3	-22,5
Zysk netto	64,9	77,4	70,2	72,6	77,1	90,0
Zysk netto przypisany akc. jedn. dom.	64,9	77,4	70,2	72,6	77,1	90,0
Amortyzacja	11,4	14,3	15,1	16,2	17,0	18,0
EBITDA	93,6	113,2	112,8	112,0	117,4	133,5

Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

Bilans	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Aktywa	394,9	602,4	590,8	595,3	641,8	692,2
Aktywa trwałe	68,5	85,5	104,6	99,0	96,0	92,0
Rzeczowe aktywa trwałe	60,3	76,3	94,4	93,0	88,0	84,0
Wartości niematerialne i wartość firmy	4,6	4,7	5,4	4,0	4,0	4,0
Inne aktywa trwałe	3,6	4,5	4,8	2,0	4,0	4,0
Aktywa obrotowe	326,4	516,8	486,2	496,3	545,8	600,2
Zapasy	219,4	369,3	341,2	346,4	358,1	384,2
Należności handlowe	73,1	108,7	105,4	113,9	129,2	139,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	34,0	38,9	38,8	36,0	58,4	76,3
Inne aktywa obrotowe	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Pasywa	394,9	602,4	590,8	595,3	641,8	692,2
Kapitał własny razem	237,7	300,7	370,7	427,7	483,1	534,5
Zobowiązania długookresowe	27,8	29,5	35,5	17,5	13,5	13,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	27,1	28,5	34,4	17,5	13,5	13,0
Inne	0,7	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkookresowe	129,4	272,2	184,6	150,1	145,2	144,7
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	35,2	96,1	73,7	30,0	24,5	22,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	77,0	156,1	95,6	103,9	104,6	107,6
Inne	17,2	20,0	15,2	16,2	16,2	15,2
Dług netto	28,3	85,7	69,3	11,5	-20,4	-41,3

Źródło: Toya S.A., P - prognozy Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Zysk brutto	80,6	97,3	88,4	90,9	96,4	112,5
Amortyzacja	11,4	14,3	15,1	16,2	17,0	18,0
Zmiana kapitału obrotowego	32,8	-106,5	-29,0	-5,5	-26,4	-33,6
Zapłacony podatek dochodowy	-12,7	-18,3	-18,2	-18,2	-19,3	-22,5
Inne	4,7	11,5	-0,8	0,0	0,0	0,0
CF operacyjny	116,9	-1,5	55,5	83,4	67,7	74,4
CAPEX	-9,4	-28,9	-21,7	-11,9	-10,0	-12,0
Inne	0,1	0,1	1,0	0,0	0,0	0,0
CF inwestycyjny	-9,3	-28,8	-20,7	-11,9	-10,0	-12,0
Podwyższenie kapitału	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	-33,1	56,2	-16,4	-60,6	-9,5	-3,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	-60,0	-21,8	0,0	0,0	-21,8	-38,6
Inne	-1,6	-1,6	-17,3	-5,1	-4,0	-3,0
CF finansowy	-94,7	32,9	-33,7	-65,7	-35,3	-44,6
CF	12,9	2,5	1,0	5,8	22,4	17,8
Stan środków pieniężnych na początek okresu	17,5	34,0	38,9	30,2	36,0	58,4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	34,0	38,9	30,2	36,0	58,4	76,3

Źródło: Toya S.A, P - prognozy Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EPS, Adj+ (PLN)	0,87	1,03	0,94	0,97	1,03	1,20
Revenue (mln PLN)	542,1	686,7	762,6	756,0	786,2	850,0
Gross Margin %	34,9%	33,7%	31,8%	33,1%	33,5%	34,0%
EBIT (mln PLN)	82,1	98,9	97,6	95,8	100,4	115,5
EBITDA (mln PLN)	93,6	113,2	112,8	112,0	117,4	133,5
Net Income Adj+ (mln PLN)	64,9	77,4	70,2	72,6	77,1	90,0
Net debt (mln PLN)	28,3	85,7	69,3	11,5	-20,4	-41,3
BPS (PLN)	3,17	4,01	4,94	5,70	6,44	7,12
DPS (PLN)	0,29	0,00	0,00	0,29	0,51	0,60
Return on Equity (ROE)	28%	29%	21%	18%	17%	18%
Return on Assets (ROA)	17%	16%	12%	12%	12%	13%
Depreciation (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortization (mln PLN)	11,4	14,3	15,1	16,2	17,0	18,0
Free Cash Flow (mln PLN)	107,5	-30,5	33,8	71,4	57,7	62,4
CAPEX (mln PLN)	9,4	28,9	21,7	11,9	10,0	12,0

Źródło: Obliczenia Noble Securities

OBIĄśNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W REKOMENDACJI

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
EPS Adj+ – zysk netto znormalizowany przypadający na 1 akcję
BPS – wartość księgową przypadającą na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
Gross Margin % – procentowa marża zysku brutto na sprzedaży
Net income Adj+ – zysk netto znormalizowany
Net debt – zadłużenie finansowe pomniejszone o środki pieniężne
Depreciation – odpisy na aktywa trwałe
Amortization – amortyzacja aktywów trwałych
Capex – wydatki inwestycyjne
Free Cash Flow – przepływy operacyjne pomniejszone o wydatki inwestycyjne
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
LCOE – jednostkowy koszt wytwarzania energii elektrycznej (ang. Levelized Cost of Electricity)
LTM – za okres ostatnich 12 miesięcy (ang. Last Twelve Months)

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją” została przygotowana przez Noble Securities S.A. („NS”) z siedzibą w Warszawie.

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

Rekomendacja wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

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

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

Rekomendacja wydawana przez NS obowiązuje przez okres 9 miesięcy, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny Analityka.

System wydawania rekomendacji ma poniższą charakterystykę:

Kupuj – oznacza, co najmniej +20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Akumuluj – oznacza, między +5% a +15% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Trzymaj – oznacza, między -5% a +5% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Redukuj – oznacza, między -5% a -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia,
Sprzedaj – oznacza, co najmniej -20% potencjału zmiany ceny docelowej wobec kursu odniesienia.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W REKOMENDACJI

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 REKOMENDACJI

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji 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.

NS jest lub był w ciągu 12 miesięcy stroną umów z Emitentem dotyczących świadczenia usług maklerskich

Jest możliwe, że NS ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta.

Emitent miał możliwość zapoznania się z częścią Raportu w zakresie faktów prezentowanych w części opisowej dotyczących Emitenta. Weryfikacja przez Emitenta nie dotyczyła elementów ocennych.

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

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

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

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący przepływu informacji poufnych oraz stanowiących tajemnicę zawodową, który ma na celu zabezpieczenie informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej oraz zapobieganie nieuzasadnionemu ich przepływowi bądź niewłaściwemu ich wykorzystaniu. NS ogranicza do niezbędnego minimum krąg osób mających dostęp do informacji poufnej lub tajemnicy zawodowej. W celu kontrolowania dostępu do istotnych informacji o charakterze niepublicznym, w ramach NS funkcjonują wewnętrzne ograniczenia i bariery w przekazywaniu informacji, tzw. chińskie mury, tj. zasady, procedury i fizyczne rozwiązania mające na celu uniemożliwienie przepływu i wykorzystania informacji poufnej oraz stanowiących tajemnicę zawodową. NS stosuje ograniczenia w fizycznym dostępie (odrębne pokoje, szafy 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 Rekomendacji wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Rekomendacji. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Rekomendacji, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Rekomendacji, zawierającej 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 Rekomendacji, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Rekomendacji 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 Rekomendacja została przygotowana 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 Rekomendacja wskazuje adresy stron internetowych, z których korzystano przy sporządzeniu Rekomendacji ani Analityk ani NS nie biorą odpowiedzialności za zawartość tych stron.

Inwestowanie może wiązać się z dużym ryzykiem inwestycyjnym. Rekomendacja nie może być traktowana 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 Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez NS.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji w oparciu o Rekomendację, w szczególności zbycia lub nabycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji, należy wyłącznie do inwestora.

Rekomendacja została przygotowana 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. Rekomendacja 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.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani 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 o obrocie instrumentami finansowymi.

Rekomendacja

- jest dystrybuowana wśród Klientów i pracowników NS. Skrót rekomendacji może być upubliczniony na stronie internetowej NS www.noblesecurities.pl,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona 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 Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

UWAGI KOŃCOWE

Analitik sporządzający Rekomendację: Dariusz Nawrot

Data i godzina zakończenia sporządzania Rekomendacji 7.09.2023 o godz. 13:00. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Rekomendacji: 7.09.2023 o godz. 13:10.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody NS jest zabronione.

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

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)
Pepco Group	Kupuj	42,1	32,0	32,30	30%	2023-08-30	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Akumuluj	42,3	38,6	33,76	25%	2023-07-31	9M	Michał Sztabler
Torpol	Kupuj	22,6	18,0	17,22	31%	2023-07-18	9M	Dariusz Nawrot
Forte	Akumuluj	31,0	28,0	25,90	20%	2023-07-17	9M	Dariusz Dadej
Tauron PE	KUPUJ	4,2	2,8	3,69	13%	2023-07-07	9M	Michał Sztabler
STS Holding	Sprzedaj	16,3	24,3	24,65	-34%	2023-07-04	9M	Mateusz Chrzanowski
Answer.com	Kupuj	48,0	34,5	35,00	37%	2023-07-04	9M	Dariusz Dadej
Molecure	Akumuluj	25,1	21,3	21,35	18%	2023-06-30	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	32,6	15,9	15,68	108%	2023-06-30	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	183,6	149,0	123,00	49%	2023-06-30	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	81,3	60,0	60,20	35%	2023-06-30	9M	Krzysztof Radojewski
Apator	Akumuluj	19,2	16,2	15,60	23%	2023-06-27	9M	Michał Sztabler
Ailleron	nd	30,0	23,4	19,40	55%	2023-05-18	24M	Dariusz Dadej
Sonel	nd	12,9	10,6	11,50	12%	2023-05-17	24M	Michał Sztabler
TIM	nd	41,6	49,2	47,60	-13%	2023-05-16	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Akumuluj	337,2	290,0	277,00	22%	2023-05-09	9M	Dariusz Dadej
Selvita	Akumuluj	83,0	74,6	66,50	25%	2023-05-08	9M	Krzysztof Radojewski
XTB	Kupuj	78,9	35,3	32,02	146%	2023-04-26	9M	Mateusz Chrzanowski
Aplisens	nd	20,3	17,3	22,80	-11%	2023-04-21	24M	Michał Sztabler
Bioton	nd	5,3	3,5	3,92	36%	2023-04-20	24M	Krzysztof Radojewski
MCI Capital	nd	36,1	19,5	21,00	72%	2023-04-20	24M	Krzysztof Radojewski
Amica	Akumuluj	84,8	79,7	79,10	7%	2023-03-24	9M	Mateusz Chrzanowski
Dino Polska	Redukuj	358,6	415,5	382,70	-6%	2023-03-21	9M	Dariusz Dadej
Eurocash	Kupuj	18,7	13,8	16,25	15%	2023-03-21	9M	Dariusz Dadej
Pepco Group	Akumuluj	50,1	43,7			2023-02-20	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	72,5	52,8			2023-01-27	9M	Michał Sztabler
Molecure	Kupuj	20,8	14,7			2023-01-05	9M	Krzysztof Radojewski
Celon Pharma	Kupuj	30,9	15,1			2023-01-05	9M	Krzysztof Radojewski
Captor Therapeutics	Kupuj	192,0	164,0			2023-01-05	9M	Krzysztof Radojewski
Ryvu Therapeutics	Kupuj	85,4	54,6			2023-01-05	9M	Krzysztof Radojewski
Forte	Trzymaj	21,3	21,0			2023-01-03	9M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Kupuj	51,5	38,2			2022-12-28	9M	Michał Sztabler
Wielton	Trzymaj	6,6	6,7			2022-12-28	9M	Michał Sztabler
TIM	nd	37,9	28,2			2022-12-12	24M	Michał Sztabler
Aplisens	nd	18,3	14,4			2022-12-06	24M	Michał Sztabler
Apator	Redukuj	12,9	15,0			2022-12-06	9M	Michał Sztabler
Sonel	nd	10,2	9,7			2022-12-06	24M	Michał Sztabler
MO-BRUK	Kupuj	371,7	293,0			2022-10-26	24M	Dariusz Dadej
LW Bogdanka	Trzymaj	30,5	30,6			2022-10-20	9M	Michał Sztabler
Selvita	Akumuluj	97,5	86,0			2022-10-20	9M	Krzysztof Radojewski
Ailleron	nd	17,5	12,0			2022-10-17	24M	Dariusz Dadej
MCI Capital	nd	29,6	16,1			2022-10-07	24M	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 - Zastępca Dyrektora Departamentu Analiz i Doradztwa, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dariusz Dadej - Analityk Akcji, Mateusz Chrzanowski - Młodszy Analityk Akcji, Dariusz Nawrot – Starszy Analityk Akcji

DEPARTAMENT ANALIZ I DORADZTWA

Sobiesław Kozłowski, MPW
sobieslaw.kozlowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 39
Modelowe portfele, strategia i banki

Krzysztof Radojewski
krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl
tel.: +48 22 213 22 35
Biotechnologia

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

Dariusz Dądej
dariusz.dadej@noblesecurities.pl
tel.: +48 602 445 334
Handel detaliczny, przemysł

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

Mateusz Chrzanowski
mateusz.chrzanowski@noblesecurities.pl
tel.: +48 785 904 686
Przemysł, automotive, gaming, XTB

Dariusz Nawrot
dariusz.nawrot@noblesecurities.pl
tel.: +48 783 931 515
Przemysł, budownictwo, deweloperzy, chemia

DEPARTAMENT OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA
jacek.paszkowski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 02
mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński
piotr.dudzinski@noblesecurities.pl
tel: +48 22 244 13 04

