

# TIM & GRODNO



## Przegląd i prognoza wyników

Emil Popławski  
Analityk akcji  
609 777 386  
e.poplawski@polskidm.com.pl

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do sektora dystrybucji elektrotechniki w średnim terminie dostrzegając jednocześnie długoterminowe zagrożenia, które naszym zdaniem są w znacznej części uwzględnione w wycenach. Na wspomniany optymizm w średnim terminie pozwala przede wszystkim wysoka dynamika produkcji budowlano-montażowej, która w czerwcu wzrosła 24.7% r/r kontynuując pozytywny trend obserwowany w całym 2018 r. Nie bez znaczenia pozostają rekordowe odczyty PKB, świetna kondycja branży deweloperskiej i oczekiwane ożywienie w zakresie inwestycji infrastrukturalnych. Wobec dużego rozdrobnienia na rynku dostrzegamy konieczność jego dalszej konsolidacji. Oczekujemy, że dotąd aktywne na rynku konsolidacji Grodno przejmie kolejny podmiot w okolicach IVQ'18, a sama transakcja zostanie sfinansowana nową emisją akcji (prospekt w toku akceptacji). Ogłoszony przez TIM przegląd opcji strategicznych nie wskazuje równoznacznie na plany Zarządu, jednak biorąc pod uwagę stabilną pozycję gotówkową i śladowy poziom zadłużenia bankowego sądzimy, że Spółka może przystąpić do procesu konsolidacji. Na potrzeby wyceny zakładamy, że zapowiedziana przez Grodno transakcja przejęcia przedsiębiorstwa z branży elektro dojdzie do skutku w IVQ'18. W odniesieniu do TIM-u zakładamy jedynie organiczny wzrost przedsiębiorstwa.

Największe ryzyko jakie aktualnie dostrzegamy to nieuniknione odwrócenie koniunktury na rynku i pogorszenie bardzo dobrego aktualnie otoczenia makro. Silny negatywny wpływ mają rosnące koszty osobowe, a coraz bardziej odczuwalne braki kadrowe wymuszą utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń które szacujemy na 9% r/r. Tutaj na podkreślenie zasługuje lżejsza kadrowo struktura TIM-u, (5.9% vs 8.9% udziału kosztów wynagrodzeń w strukturze przychodów), który postawił na model e-commerce odchodząc od tradycyjnego modelu dystrybucji. Wzrost wynagrodzeń będzie w naszej opinii większym wyzwaniem dla stawiającego na bezpośrednią i kompleksową obsługę klienta Grodna.

### TIM – korzystne makro i poprawa rentowności pozostają kluczowe.

Przychody ze sprzedaży w czerwcu wzrosły o 21.6% r/r kontynuując trwający od kilku miesięcy pozytywny trend dynamiki wyników. Wysoka dynamika jest spowodowana przede wszystkim korzystną sytuacją makro w polskiej gospodarce. Wierzymy, że sprzyjający trend w zakresie rentowności zapoczątkowany w pierwszym kwartale zostanie utrzymany w całym roku obrotowym. Ze względu na liczny wpływ długoterminowych zagrożeń, w szczególności odwrócenia koniunktury obniżamy naszą długoterminową wycenę do PLN 12.16

### Grodno – kwestia akwizycji nie rozwiązana.

Od momentu podpisania listu intencyjnego w grudniu nadal oczekujemy na informacje dotyczącą finalizacji transakcji. W międzyczasie NWZA upoważniło Zarząd do emisji do 10 mln nowych akcji, co naszym zdaniem będzie stanowiło finansowanie dla akwizycji, której termin szacujemy na IVQ 2018. Jednocześnie widzimy zagrożenie dla wspomnianej emisji ze względu na panującą wśród mniejszych spółek bessę. Podobnie jak w przypadku TIM-u, pozytywnie postrzegamy dynamiczny wzrost sprzedaży, która zgodnie z naszą prognozą przekroczy 20%, nawet w przypadku opóźnienia transakcji kupna konkurencyjnej Spółki. Podobnie jak w przypadku TIM-u, ze względu na przesłanki fundamentalne obniżamy naszą długoterminową wycenę do PLN 9.67

31/07/2018

## TIM

Dystrybucja

**Kupuj**

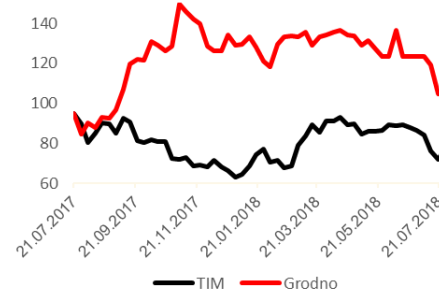
**TP: PLN 12.16**

## GRN

Dystrybucja

**Trzymaj**

**TP: PLN 9.67**



## TIM

Po słabszym IVQ'17 w którym obserwowaliśmy podwyższony poziom odpisów związanych z czyszczeniem bilansu, nastąpił powrót do wcześniejszych poziomów kosztowych. Oczekiwana przez nas optymalizacja kosztowa, a także redukcja wartości odpisów do poziomów znanych z poprzednich kwartałów w IQ'18 przyniosła PLN 2.6m zysku netto potwierdzając naszą optymistyczną prognozę na rok 2018.

Nasze pozytywne nastawienie do papierów TIM-u jest wynikiem zarówno korzystnej koniunktury w branży budowlano-montażowej, odbicia w inwestycjach publicznych, którego efekt będzie szczególnie widoczny w wynikach dystrybutorów w drugiej połowie roku i poprawy rentowności, której pierwsze oznaki widać po wynikach za IQ'18. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w czerwcu o 24.7% r/r, a w perspektywie pierwszego półrocza o 23.7% co postrzegamy jako wynik imponujący. Wpływ ożywienia w branży jest widoczny w wynikach TIM-u z kilkumiesięcznym opóźnieniem, co powinno pozwolić na utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu przychodów w całym 2018 roku. Od momentu rewolucyjnej zmiany modelu biznesowego na e-commerce, TIM kontynuuje odbudowę rentowności, utraconej w wyniku transformacji. Oczekujemy, że Spółka utrzyma korzystny trend w zakresie poprawy rentowności w najbliższych kwartałach.

Kluczowe ryzyka jakie dostrzegamy w długim terminie to rosnąca presja płacowa (szacujemy 9% wzrost wynagrodzeń r/r) i pojawiające się zatory płatnicze. Podpisywane w poprzednich latach przez firmy budowlane kontrakty, dziś ze względu na wysoką presję kosztową, realizowane są często na zerowej lub ujemnej marży co prowadzi do problemów płynnościowych tych podmiotów. Podkreślamy również, że osłabienie koniunktury, lub też dekoniunktura w branży spowoduje dodatkową presję na marże i zaostrzy wojnę cenową wśród dystrybutorów.

Przechodząc do naszych oczekiwań dotyczących drugiego kwartału, pozostajemy nastawieni optymistycznie, choć nasza prognoza wskazuje, że pod względem rentowności operacyjnej będzie on gorszy a niżeli kwartał pierwszy. Nasze założenie wynika głównie z faktu, iż TIM świętował swoje 30-lecie istnienia, co w naszej opinii związane jest z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów, które szacujemy na PLN 0.5m. Spodziewamy się, że marża brutto zostanie utrzymana na poziomie zbliżonym do obserwowanego w poprzednim kwartale. Oczekujemy PLN 198.3m przychodów ze sprzedaży i PLN 2.2m zysku operacyjnego, PLN 1.5m zysku netto i PLN 4.8m EBITDA.

Tabela 1: Prognoza 2Q'18

| (PLN m)      | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | 2Q18  | YoY    |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Przychody    | 163.2 | 165.4 | 186.5 | 204.1 | 194.0 | 198.3 | 19.9%  |
| EBITDA       | 0.9   | 0.6   | 4.4   | 1.3   | 5.7   | 4.8   | 645.7% |
| EBIT         | -1.6  | -2.0  | 1.8   | -1.3  | 3.1   | 2.2   | n/a    |
| Zysk netto   | -1.4  | -1.9  | 1.0   | -1.4  | 2.6   | 1.5   | n/a    |
| Marża EBITDA | 0.6%  | 0.4%  | 2.3%  | 0.6%  | 2.9%  | 2.4%  |        |
| Marża netto  | -0.8% | -1.2% | 0.5%  | -0.7% | 1.3%  | 0.8%  |        |

Jednocześnie dokonaliśmy rewizji naszych wcześniejszych prognoz rocznych. Ze względu na nieustępującą presję kosztową i rosnącą możliwość odwrócenia koniunktury w branży, zdecydowaliśmy się na obniżenie naszych wcześniejszych prognoz, w szczególności zmniejszenie oczekiwanej rentowności. Dokonane zmiany są równocześnie zgodne z przekazem płynącym od Prezesa TIM-u, który zaznaczał możliwość odwrócenia koniunktury w średnim terminie. Oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki przychodów w roku 2018 i 2019, odpowiednio 18.5% i 15%. Zakładamy, że redukcja kosztów nie będzie, aż tak gwałtowna jak we wcześniejszej prognozie a marża EBITDA wyniesie odpowiednio 2.8% i 3.2% w latach 2018-19. Polityka kadrowa TIM-u zakłada utrzymanie poziomu zatrudnienia na obecnym poziomie, dlatego szacujemy, że koszty pracownicze będą rosły organicznie 9% r/r. Ostatnim elementem jest 3LP, które zgodnie z zapowiedziami Zarządu powinno dodatnio kontrybuować do wyników Grupy, a udział klientów w przychodach centrum logistycznego powinien osiągnąć lub przekroczyć 30% na koniec bieżącego roku.

Tabela 2: Podsumowanie wyników i prognoza 2018

| (PLN m)                      | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | YoY    | 2017  | 2018E | YoY    |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| <b>Przychody</b>             | 163.2 | 165.4 | 186.5 | 204.1 | 194.0 | 18.9%  | 719.2 | 852.5 | 18.5%  |
| COGS                         | 135.8 | 137.8 | 154.5 | 167.4 | 158.7 | 16.9%  | 595.6 | 688.5 | 15.6%  |
| Zysk brutto ze sprzedaży     | 27.4  | 27.6  | 32.0  | 36.7  | 35.2  | 28.7%  | 123.6 | 148.1 | 19.8%  |
| Amortyzacja                  | 2.5   | 2.7   | 2.6   | 2.7   | 2.6   | 1.0%   | 10.4  | 10.5  | 0.7%   |
| Zużycie materiałów i energii | 2.3   | 2.5   | 2.0   | 2.4   | 2.4   | 6.2%   | 9.2   | 9.5   | 2.9%   |
| Usługi obce                  | 11.6  | 12.1  | 12.7  | 14.3  | 13.1  | 13.5%  | 50.8  | 56.9  | 12.0%  |
| Świadczenia pracownicze      | 10.0  | 10.1  | 10.8  | 12.2  | 11.4  | 13.5%  | 43.1  | 47.0  | 9.0%   |
| Pozostałe                    | 2.7   | 2.4   | 2.1   | 5.5   | 2.7   | -1.6%  | 12.8  | 11.7  | -8.3%  |
| <b>EBIT</b>                  | -1.6  | -2.0  | 1.8   | -1.3  | 3.1   | n/a    | -3.2  | 12.5  | n/a    |
| Przychody/koszty finansowe   | -0.2  | -0.2  | -0.4  | -0.3  | -0.2  | n/a    | -1.1  | -1.1  | n/a    |
| Zysk brutto                  | -1.8  | -2.2  | 1.4   | -1.7  | 2.9   | n/a    | -4.3  | 11.4  | n/a    |
| Podatek                      | -0.4  | -0.3  | 0.4   | -0.1  | 0.4   | n/a    | -0.4  | 2.2   | n/a    |
| <b>Zysk/strata netto</b>     | -1.4  | -1.9  | 1.0   | -1.4  | 2.6   | n/a    | -3.7  | 8.9   | n/a    |
| <b>EBITDA</b>                | 0.9   | 0.6   | 4.4   | 1.3   | 5.7   | 519.8% | 7.3   | 23.0  | 217.3% |
| Marża EBITDA                 | 0.6%  | 0.4%  | 2.3%  | 0.6%  | 2.9%  |        | 1.0%  | 2.7%  |        |
| Marża EBIT                   | -1.0% | -1.2% | 1.0%  | -0.7% | 1.6%  |        | -0.4% | 1.5%  |        |
| Marża netto                  | -0.8% | -1.2% | 0.5%  | -0.7% | 1.3%  |        | -0.5% | 1.0%  |        |

Cena docelowa przedsiębiorstwa składa się z 70% udziału wyceny DCF i 30% udziału wyceny porównawczej. Na potrzeby waluacji przedsiębiorstwa przyjmujemy następujące założenia:

- Przyjmujemy wysokość długoterminowej stopy wolnej od ryzyka w wysokości 3.5% na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych.
- Zakładamy premię za ryzyko na poziomie 6.06% zgodnie z A.Damodaran – aktualizacja na styczeń 2018.
- Na potrzeby waluacji przyjmujemy neutralną wysokość współczynnika Beta w wysokości 1.
- Przyjęte założenia implikują koszt kapitału własnego na poziomie 10.1%
- Na potrzeby waluacji przyjmujemy średni ważony koszt kapitału w wysokości 9.46%

Tabela 3: Waluacja TIM metodą DCF

|   | 2018E        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2022E       | TV          |
|---|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Wzrost przychodów</i>                  |              | 15%         | 13%         | 9%          | 6%          | 2.5%        |
| Przychody                                 | 852.5        | 981.3       | 1 108.9     | 1 203.2     | 1 275.4     |             |
| Marża EBIT                                | 1.5%         | 2.2%        | 2.8%        | 2.9%        | 2.9%        | 2.4%        |
| <b>EBIT</b>                               | <b>12.5</b>  | <b>21.3</b> | <b>30.8</b> | <b>34.3</b> | <b>37.0</b> | <b>30.6</b> |
| Efektyw na stopa podatkowa                | 19%          | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         | 19%         |
| <b>NOPAT</b>                              | <b>10.1</b>  | <b>17.2</b> | <b>25.0</b> | <b>27.8</b> | <b>30.0</b> | <b>24.8</b> |
| + Amortyzacja                             | 10.5         | 10.4        | 10.4        | 10.0        | 10.0        | 10          |
| - Capex                                   | 10.0         | 10.0        | 10.0        | 10.0        | 10.0        | 10          |
| - Zmiana kap. Obrotowego                  | -11.8        | -13.0       | -10.5       | -5.9        | -4.4        | -2          |
| <b>FCF</b>                                | <b>-1.2</b>  | <b>4.7</b>  | <b>14.8</b> | <b>21.9</b> | <b>25.6</b> | <b>336</b>  |
| Wartość rezydualna                        |              |             |             |             |             | 234         |
| <b>WACC</b>                               | <b>9.5%</b>  | <b>9.5%</b> | <b>9.5%</b> | <b>9.5%</b> | <b>9.5%</b> |             |
| <b>Wartość bieżąca FCF</b>                | <b>-1.2</b>  | <b>4.3</b>  | <b>12.4</b> | <b>16.7</b> | <b>17.8</b> |             |
| WBN FCF                                   | 50.0         |             |             |             |             |             |
| + WB w artosci rezydualnej                | 233.9        |             |             |             |             |             |
| <b>Wycena aktywów operacyjnych Spółki</b> | <b>283.8</b> |             |             |             |             |             |
| + Wartość aktywów nieoperacyjnych         | 0.0          |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość przedsiębiorstwa</b>           | <b>283.8</b> |             |             |             |             |             |
| - Dług netto                              | 4.5          |             |             |             |             |             |
| - Udziały mniejszości                     | 4.7          |             |             |             |             |             |
| <b>Wycena kapitałów własnych</b>          | <b>274.7</b> |             |             |             |             |             |
| <b>Wartość na akcję (PLN)</b>             | <b>12.37</b> |             |             |             |             |             |

**Założenia**

|   |       |
|---|-------|
| CAGR przychodów 2018P - 2022P               | 12.1% |
| Średnia rentowność operacyjna 2018P - 2022P | 2.4%  |
| Rynkowa premia za ryzyko                    | 6.1%  |
| Beta  | 1.0   |
| Średni WACC w okresie 2017P - 2022P         | 9.5%  |



Tabela 6: Wyniki finansowe 2014-20E

| TIM - RZIS (PLN m)                            | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E          |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Przychody</b>                              | <b>528.1</b> | <b>575.9</b> | <b>666.2</b> | <b>719.2</b> | <b>852.5</b> | <b>981.3</b> | <b>1 108.9</b> |
| - zmiana r/r                                  |              | 9%           | 16%          | 8%           | 19%          | 15%          | 13%            |
| <b>Wynik brutto na sprzedaż</b>               | <b>76.9</b>  | <b>83.2</b>  | <b>102.7</b> | <b>123.6</b> | <b>148.1</b> | <b>172.2</b> | <b>194.6</b>   |
| - zmiana r/r                                  |              | 8%           | 23%          | 20%          | 20%          | 16%          | 13%            |
| Amortyzacja                                   | 6.4          | 6.9          | 6.9          | 10.4         | 10.5         | 10.4         | 10.4           |
| Zużycie materiałów i energii                  | 8.9          | 6.1          | 9.1          | 9.2          | 9.5          | 9.8          | 10.0           |
| Usługi obce                                   | 42.9         | 35.0         | 40.8         | 50.8         | 56.9         | 66.7         | 74.3           |
| Koszty pracowników                            | 34.0         | 33.9         | 38.7         | 43.1         | 47.0         | 51.2         | 55.8           |
| Inne  | 10           | 2            | 8            | 13           | 12           | 13           | 13             |
| Pozostałe przychody/koszty operacyjne         | 0.1          | 7.3          | 4.7          | -0.5         | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| <b>EBIT</b>                                   | <b>-25.5</b> | <b>6.9</b>   | <b>3.6</b>   | <b>-3.2</b>  | <b>12.5</b>  | <b>21.3</b>  | <b>30.8</b>    |
| - zmiana r/r                                  |              | -127%        | -47%         | -188%        | -495%        | 70%          | 45%            |
| <b>EBITDA</b>                                 | <b>-19.2</b> | <b>13.8</b>  | <b>10.5</b>  | <b>7.3</b>   | <b>23.0</b>  | <b>31.7</b>  | <b>41.2</b>    |
| - zmiana r/r                                  |              | -172%        | -24%         | -31%         | 217%         | 38%          | 30%            |
| Przychody/(koszty) finansowe                  | -0.4         | -1.0         | -0.6         | -1.1         | -1.1         | -1.1         | -1.1           |
| <b>Zysk brutto</b>                            | <b>-25.9</b> | <b>5.9</b>   | <b>3.0</b>   | <b>-4.3</b>  | <b>11.4</b>  | <b>20.2</b>  | <b>29.7</b>    |
| - zmiana r/r                                  |              | -123%        | -48%         | -240%        | -368%        | 76%          | 47%            |
| Podatek dochodowy                             | -3.9         | 0.9          | 1.4          | -0.4         | 2.2          | 3.8          | 5.6            |
| Udział w w wyniku udziałów niekontrolujących  | -0.2         | 0.0          | 0.0          | -0.1         | 0.4          | 0.6          | 0.9            |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>-21.8</b> | <b>4.9</b>   | <b>1.7</b>   | <b>-3.7</b>  | <b>8.9</b>   | <b>15.7</b>  | <b>23.2</b>    |
| <b>EPS (PLN)</b>                              | <b>-0.98</b> | <b>0.22</b>  | <b>0.08</b>  | <b>-0.17</b> | <b>0.40</b>  | <b>0.71</b>  | <b>1.04</b>    |
| - zmiana r/r                                  |              | -123%        | -66%         | -321%        | -341%        | 76%          | 47%            |
| <b>Rentowność</b>                             | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>   |
| Marża brutto                                  | 14.6%        | 14.4%        | 15.4%        | 17.2%        | 17.4%        | 17.5%        | 17.5%          |
| Marża EBIT                                    | -4.8%        | 1.2%         | 0.5%         | -0.4%        | 1.5%         | 2.2%         | 2.8%           |
| Marża netto                                   | -4.1%        | 0.9%         | 0.3%         | -0.5%        | 1.0%         | 1.6%         | 2.1%           |
| ROE   | -13.1%       | 2.9%         | 1.0%         | -2.2%        | 5.0%         | 8.1%         | 10.6%          |
| <b>Bilans (PLN m)</b>                         | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>   |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                        | <b>160.1</b> | <b>219.1</b> | <b>234.6</b> | <b>255.5</b> | <b>283.1</b> | <b>321.7</b> | <b>359.3</b>   |
| Zapasy  | 52.7         | 75.4         | 89.7         | 98.2         | 112.3        | 123.7        | 133.7          |
| Należności krótkoterminowe                    | 100.2        | 113.3        | 123.8        | 135.8        | 151.3        | 174.8        | 188.4          |
| Środki pieniężne                              | 2.9          | 15.9         | 8.4          | 13.5         | 11.5         | 15.3         | 29.2           |
| Pozostałe aktywa obrotowe                     | 4.4          | 14.5         | 12.7         | 8.0          | 8.0          | 8.0          | 8.0            |
| <b>Aktywa trwałe</b>                          | <b>77.6</b>  | <b>100.6</b> | <b>108.5</b> | <b>110.9</b> | <b>110.4</b> | <b>110.0</b> | <b>109.6</b>   |
| Rzeczowe aktywa trwałe                        | 42.2         | 62.7         | 67.9         | 67.7         | 67.2         | 66.8         | 66.4           |
| WNIP  | 18.5         | 19.2         | 21.7         | 21.8         | 21.8         | 21.8         | 21.8           |
| Pozostałe aktywa trwałe                       | 16.9         | 18.7         | 18.8         | 21.4         | 21.4         | 21.4         | 21.4           |
| Aktywa przeznaczone do sprzedaży              | 45.2         |              |              |              |              |              |                |
| <b>AKTYWA RAZEM</b>                           | <b>282.9</b> | <b>319.7</b> | <b>343.0</b> | <b>366.4</b> | <b>393.5</b> | <b>431.7</b> | <b>468.9</b>   |
| <b>Kapitał własny</b>                         | <b>166.2</b> | <b>170.3</b> | <b>173.4</b> | <b>169.3</b> | <b>178.6</b> | <b>194.9</b> | <b>219.0</b>   |
| Udziały mniejszości                           | 4.1          | 4.0          | 5.1          | 4.6          | 5.0          | 5.6          | 6.6            |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>            | <b>5.8</b>   | <b>9.9</b>   | <b>21.6</b>  | <b>23.3</b>  | <b>23.4</b>  | <b>23.4</b>  | <b>23.4</b>    |
| Zadłużenie długoterminowe                     | 0.0          | 3.1          | 13.2         | 12.7         | 12.8         | 12.8         | 12.8           |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe         | 5.8          | 6.7          | 8.4          | 10.6         | 10.6         | 10.6         | 10.6           |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>           | <b>110.9</b> | <b>139.5</b> | <b>148.0</b> | <b>173.8</b> | <b>191.5</b> | <b>213.3</b> | <b>226.4</b>   |
| Zobowiązania handlowe                         | 88.7         | 107.8        | 135.0        | 157.6        | 175.4        | 197.3        | 210.4          |
| Zadłużenie krótkoterminowe                    | 5.5          | 24.6         | 5.9          | 5.3          | 5.2          | 5.2          | 5.2            |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe        | 16.7         | 7.1          | 7.2          | 10.8         | 10.8         | 10.8         | 10.8           |
| <b>PASYWA RAZEM</b>                           | <b>282.9</b> | <b>319.7</b> | <b>343.0</b> | <b>366.4</b> | <b>393.5</b> | <b>431.7</b> | <b>468.9</b>   |
| <b>BVPS (PLN)</b>                             | <b>7.30</b>  | <b>7.49</b>  | <b>7.58</b>  | <b>7.42</b>  | <b>7.82</b>  | <b>8.53</b>  | <b>9.57</b>    |
| <b>Wskaźniki</b>                              | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>   |
| Wskaźnik bieżącej płynności                   | 1.4          | 1.6          | 1.6          | 1.5          | 1.5          | 1.5          | 1.6            |
| Wskaźnik szybkiej płynności                   | 1.0          | 1.0          | 1.0          | 0.9          | 0.9          | 0.9          | 1.0            |
| Zadłużenie oprocentowane/aktywa               | 1.9%         | 8.7%         | 5.6%         | 4.9%         | 4.6%         | 4.2%         | 3.8%           |
| Zadłużenie oprocentowane/kapitał własny       | 3.3%         | 16.3%        | 11.0%        | 10.6%        | 10.1%        | 9.2%         | 8.2%           |
| <b>RPP (PLN m)</b>                            | <b>2014</b>  | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>   |
| Zysk netto                                    | -21.8        | 4.9          | 1.7          | -3.7         | 8.9          | 15.7         | 23.2           |
| Amortyzacja                                   | 7.1          | 8.3          | 7.9          | 10.4         | 10.5         | 10.4         | 10.4           |
| Inne (w tym zmiany kapitału pracującego)      | 11.1         | -28.1        | -17.2        | 7.1          | -11.4        | -12.4        | -9.6           |
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>-3.6</b>  | <b>-14.9</b> | <b>-7.6</b>  | <b>13.8</b>  | <b>8.0</b>   | <b>13.8</b>  | <b>24.0</b>    |
| Nakłady inwestycyjne netto                    | -13.5        | -20.3        | -16.2        | -9.7         | -10.0        | -10.0        | -10.0          |
| Inne  | 6.1          | 38.7         | 18.4         | 0.6          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-7.4</b>  | <b>18.4</b>  | <b>2.1</b>   | <b>-9.1</b>  | <b>-10.0</b> | <b>-10.0</b> | <b>-10.0</b>   |
| Zmiana zadłużenia                             | 5.5          | 10.0         | -14.7        | 1.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| Inne  | 5.0          | -0.4         | 12.8         | -0.6         | 0.0          | 0.0          | 0.0            |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>10.4</b>  | <b>9.5</b>   | <b>-2.0</b>  | <b>0.4</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>     |
| Środki pieniężne na początku okresu           | 3.4          | 2.9          | 15.9         | 8.4          | 13.5         | 11.5         | 15.3           |
| Zwiększenie/zmniejszenie środków pieniężnych  | -0.6         | 13.0         | -7.5         | 5.1          | -2.0         | 3.8          | 14.0           |
| <b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>      | <b>2.9</b>   | <b>15.9</b>  | <b>8.4</b>   | <b>13.5</b>  | <b>11.5</b>  | <b>15.3</b>  | <b>29.2</b>    |
| <b>DPS (PLN)</b>                              | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>     |

## Grodno

Wyniki roczne Grodna potwierdziły nasze obawy w zakresie utrzymania wysokiej rentowności. Marża brutto spadła do 18.5% vs. 19.5% rok wcześniej i 18.7% w naszej prognozie, co jest wynikiem głównie silnej konkurencji opartej na walce czysto cenowej. Negatywny wpływ na marże mają również akwizycje konkurentów, którzy zazwyczaj operują na niższych poziomach rentowności niż Grodno, aczkolwiek jest to czynnik krótkoterminowy. Przychody wzrosły o imponujące 29.8% co jest pochodną dobrej koniunktury w branży budowlano-montażowej (wzrost w czerwcu o 24.7%).

Sądzymy, że finalizacja zbliżającej się akwizycji, której termin szacujemy na początek IVQ'18, nie pozwoli na zwiększenie rentowności, która powinna się nieznacznie pogorszyć. Presja na marże pojawia się również ze strony kosztów wynagrodzeń (zakładamy wzrost o 9% r/r, uwzględniamy koszty pracowników przejętego przedsiębiorstwa). Ze względu na wysoki poziom zadłużenia, 3.6x dług netto/EBITDA, oczekujemy, że koszty akwizycji zostaną pokryte kapitałem pozyskanym z emisji nowych akcji.

Główne zagrożenie jakie dostrzegamy to podobnie jak w TIM rosnąca presja płacowa i zjawisko zatorów płatniczych w branży budowlanej. Jednym z kluczowych czynników ryzyka jest ponadto aspekt rynkowy, tj. możliwość niepowodzenia emisji akcji koniecznej dla przeprowadzenia akwizycji. Zaznaczamy, że nasza wycena uwzględnia, że Grodno z sukcesem pozyska PLN 27m z emisji akcji pokrywając w ten sposób koszty akwizycji. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, iż nieodwołalne w długim terminie odwrócenie koniunktury w branży spowoduje presję na marże i zwiększy walkę konkurencyjną na rynku.

Na wykresie poniżej przedstawiamy wyniki Grodna za rok obrotowy 2017/18 vs. nasze prognozy. Przychody ze sprzedaży wyniosły PLN 429.5m i były niemalże zgodne z naszymi oczekiwaniami. Negatywnie prezentuje się spadek marży brutto do 18.5% vs. 19.5% rok wcześniej i 18.7% w naszej prognozie. Koszty wynagrodzeń wyniosły PLN 38.1m i były wyższe od naszej prognozy PLN 37m, co było głównym czynnikiem wpływającym na wysokość zysku operacyjnego, wynoszącego PLN 12.1m vs. PLN 13.9m w naszej prognozie. Zysk netto wyniósł PLN 8.5m vs. PLN 8.2m rok wcześniej i PLN 9.7m w naszej prognozie co jest wynikiem wspomnianej presji kosztowej. Marża netto spadła rok do roku o 0.2% do 2%.

Tabela 7: Wyniki roczne vs. prognoza PDM

| (PLN m)      | 2016/17 | 2017/18 | YoY | PDM 2017/18 | Wyniki vs. PDM |
|--------------|---------|---------|-----|-------------|----------------|
| Przychody    | 330.8   | 429.5   | 30% | 426.7       | 1%             |
| EBITDA       | 14.8    | 16.4    | 11% | 18.0        | -9%            |
| EBIT         | 11.5    | 12.2    | 7%  | 13.9        | -12%           |
| Zysk netto   | 8.2     | 8.5     | 3%  | 9.7         | -13%           |
| Marża EBITDA | 4.5%    | 3.8%    |     | 4.2%        |                |
| Marża netto  | 2.5%    | 2.0%    |     | 2.3%        |                |

W IQ 2018/19 (rok finansowy Grodna kończy się 31 marca) spodziewamy się utrzymania wysokiej dynamiki przychodów i marży brutto na poziomie 17.8%, tj. niższej o 0.3% r/r. Głównym czynnikiem po stronie kosztów pozostają wydatki na wynagrodzenia, które według naszych założeń powinny rosnać ok. 9% rocznie. Oczekujemy PLN 114.8m przychodów ze sprzedaży, PLN 3.3m EBITDA i PLN 1.4m zysku netto.

Tabela 8: Prognoza 1Q'18

| (PLN m)      | 1Q17 | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18  | YoY    |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Przychody    | 91.9 | 104.0 | 131.3 | 102.3 | 114.8 | 25.0%  |
| EBITDA       | 1.9  | 2.8   | 9.0   | 2.7   | 3.3   | 73.9%  |
| EBIT         | 1.0  | 1.8   | 7.8   | 1.6   | 2.2   | 128.4% |
| Zysk netto   | 0.4  | 1.1   | 6.1   | 0.8   | 1.4   | 202.7% |
| Marża EBITDA | 2.1% | 2.7%  | 6.8%  | 2.7%  | 2.9%  |        |
| Marża netto  | 0.5% | 1.1%  | 4.6%  | 0.8%  | 1.2%  |        |

Podobnie jak w przypadku TIM-u dokonujemy zmian w naszych wcześniejszych prognozach rocznych. Dokonane zmiany wpływają na obniżenie rentowności, głównie ze względu na rosnącą presję kosztową i perspektywę odwrócenia korzystnej koniunktury w długim terminie. Oczekujemy utrzymania wysokiej dynamiki przychodów (wzrost organiczny) i dokonania akwizycji przedsiębiorstwa z branży elektro w IVQ co będzie miało istotny wpływ na wysokość przychodów Grodna na najbliższe lata. Nasze prognozy obejmują negatywny wpływ akwizycji na marże. Zakładamy, że przejmowany podmiot osiąga niższą rentowność niż Grodno co w krótkim terminie nie pozwoli na wzrost rentowności. Jednakże w długim terminie, wielkość budowanej tak grupy będzie argumentem za zwiększeniem rentowności. Oczekujemy PLN 573.5m i PLN 742.7m przychodów ze sprzedaży w latach 2018 i 2019. Ponadto szacujemy, że EBITDA w tych latach wyniesie odpowiednio PLN 18.8m i PLN 24m. Zakładamy erozję marży brutto do poziomu 18.2% wynikającą głównie z dostosowaniem przejmowanych spółek do struktury Grodna i przejściowych różnic w rentowności. Poniżej prezentujemy naszą prognozę na rok 2018.

Tabela 9: Podsumowanie wyników i prognoza 2018/19

| (PLN m)                      | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | YoY   | 2017/18 | 2018/19E | YoY   |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----------|-------|
| <b>Przychody</b>             | 72.9  | 85.3  | 93.0  | 79.6  | 91.9  | 104.0 | 131.3 | 102.3 | 28.6% | 429.5   | 573.5    | 33.5% |
| COGS                         | 58.7  | 71.5  | 72.1  | 64.0  | 75.2  | 86.6  | 105.0 | 63.0  | 29.7% | 349.9   | 469.1    | 34.1% |
| Zysk brutto ze sprzedaży     | 0.0   | 14.2  | 13.8  | 20.9  | 15.6  | 16.6  | 17.3  | 26.3  | 25.7% | 79.6    | 104.4    | 31.1% |
| Amortyzacja                  | 0.0   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.2   | 39.3% | 4.2     | 4.8      | 14.7% |
| Zużycie materiałów i energii | 0.0   | 0.7   | 0.6   | 0.8   | 1.1   | 0.8   | 0.7   | 1.1   | 30.8% | 3.8     | 5.2      | 34.7% |
| Usługi obce                  | 0.0   | 2.8   | 2.9   | 3.1   | 3.4   | 4.0   | 4.2   | 4.6   | 47.4% | 16.8    | 22.9     | 36.6% |
| Świadczenia pracownicze      | 0.0   | 8.4   | 7.3   | 7.9   | 7.4   | 9.1   | 8.4   | 10.5  | 31.8% | 38.1    | 51.1     | 34.3% |
| Pozostałe                    | 0.0   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 1.2   | 1.2   | 39.3% | 4.6     | 6.3      | 36.6% |
| <b>EBIT</b>                  | 0.0   | 0.8   | 1.6   | 7.3   | 1.8   | 1.0   | 1.8   | 7.8   | 7.2%  | 12.2    | 14.0     | 14.7% |
| Przychody/koszty finansowe   | 0.0   | -0.2  | -0.2  | -0.2  | -0.4  | -0.4  | -0.4  | -0.3  | 14.3% | 0.1     | 0.0      | n/a   |
| Zysk brutto                  | 0.0   | 0.5   | 1.3   | 7.1   | 1.5   | 0.6   | 1.4   | 7.6   | 7.0%  | 10.7    | 11.9     | 11.6% |
| Podatek                      | 0.0   | 0.1   | 0.3   | 1.4   | 0.4   | 0.1   | 0.3   | 1.5   | 9.5%  | 2.2     | 2.3      | 2.7%  |
| <b>Zysk/strata netto</b>     | 0.0   | 0.1   | 0.3   | 1.4   | 0.4   | 0.1   | 0.3   | 1.5   | 9.5%  | 8.5     | 9.6      | 13.9% |
| <b>EBITDA</b>                | 1.6   | 2.4   | 8.1   | 2.7   | 1.9   | 2.8   | 9.0   | 2.7   | 1.2%  | 16.4    | 18.8     | 14.7% |
| Marża EBITDA                 | 2.2%  | 2.8%  | 8.7%  | 3.4%  | 2.1%  | 2.7%  | 6.8%  | 2.7%  |       | 3.8%    | 3.3%     |       |
| Marża EBIT                   | 0.0%  | 0.9%  | 1.7%  | 9.2%  | 2.0%  | 0.9%  | 1.4%  | 7.7%  |       | 2.8%    | 2.4%     |       |
| Marża netto                  | 0.0%  | 0.1%  | 0.3%  | 1.7%  | 0.4%  | 0.1%  | 0.2%  | 1.5%  |       | 2.0%    | 1.7%     |       |

Cena docelowa przedsiębiorstwa składa się z 70% udziału wyceny DCF i 30% udziału wyceny porównawczej. Na potrzeby waluacji przedsiębiorstwa przyjmujemy następujące założenia:

- Przyjmujemy wysokość długoterminowej stopy wolnej od ryzyka w wysokości 3.5% na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych.
- Zakładamy premię za ryzyko na poziomie 6.06% zgodnie z A.Damodaran – aktualizacja na styczeń 2018.
- Na potrzeby waluacji przyjmujemy neutralną wysokość współczynnika Beta w wysokości 1.
- Przyjęte założenia implikują koszt kapitału własnego na poziomie 10.1%
- Na potrzeby waluacji przyjmujemy średni ważony koszt kapitału w wysokości 9.46%

Tabela 10: Waluacja Grodna metodą DCF

|   | 2018/19E | 2019/20E | 2020/21E | 2021/22E | 2022/23E | TV   |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|------|
| <i>Wzrost przychodów</i>                  |          | 30%      | 18%      | 14%      | 10%      | 3%   |
| Przychody                                 | 573.5    | 742.7    | 876.4    | 999.1    | 1 099.0  |      |
| Marża EBIT                                | 2.4%     | 2.3%     | 2.5%     | 2.5%     | 2.6%     | 2.5% |
| <b>EBIT</b>                               | 14.0     | 17.2     | 21.9     | 24.6     | 28.6     | 27.5 |
| Efektów na stopa podatkowa                | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%      | 19%  |
| <b>NOPAT</b>                              | 11.3     | 14.0     | 17.7     | 20.0     | 23.1     | 22.3 |
| + Amortyzacja                             | 4.8      | 6.7      | 7.9      | 9.0      | 9.5      | 10   |
| - Capex                                   | 10.0     | 10.0     | 10.0     | 10.0     | 10.0     | 10   |
| - Zmiana kap. Obrotowego                  | 1.0      | -10.5    | -6.6     | -4.7     | -2.3     | -2   |
| <b>FCF</b>                                | 7.2      | 0.2      | 9.0      | 14.2     | 20.3     | 306  |
| Wartość rezydualna                        |          |          |          |          |          | 215  |
| <b>WACC</b>                               | 9.3%     | 9.3%     | 9.3%     | 9.3%     | 9.3%     |      |
| <b>Wartość bieżąca FCF</b>                | 7.2      | 0.2      | 7.6      | 10.9     | 14.2     |      |
| WBN FCF                                   | 40.1     |          |          |          |          |      |
| + WB w wartości rezydualnej               | 214.9    |          |          |          |          |      |
| <b>Wycena aktywów operacyjnych Spółki</b> | 255.0    |          |          |          |          |      |
| + Wartość aktywów nieoperacyjnych         | 0.0      |          |          |          |          |      |
| <b>Wartość przedsiębiorstwa</b>           | 255.0    |          |          |          |          |      |
| - Dług netto                              | 58.9     |          |          |          |          |      |
| - Udziały mniejszości                     | 0.0      |          |          |          |          |      |
| <b>Wycena kapitałów własnych</b>          | 196.2    |          |          |          |          |      |
| <b>Wartość na akcję (PLN)</b>             | 10.67    |          |          |          |          |      |

**Założenia**

|   |       |
|---|-------|
| CAGR przychodów 2018P - 2022P               | 17.7% |
| Średnia rentowność operacyjna 2018P - 2022P | 2.5%  |
| Rynekowa premia za ryzyko                   | 6.1%  |
| Beta  | 1.0   |
| Średni WACC w okresie 2017P - 2022P         | 9.3%  |

**Tabela 11: Analiza wrażliwości**

**DCF - analiza wrażliwości (PLN)**

| Realny wzrost rezydualny | Wzrost nominalny | Marża operacyjna |      |      |      |      |  |
|--------------------------|------------------|------------------|------|------|------|------|--|
|                          |                  | 4.5%             | 3.5% | 2.5% | 1.5% | 0.5% |  |
| -1.0%                    | 0.5%             | 15.7             | 11.8 | 7.9  | 4.0  | 0.1  |  |
| 0.0%                     | 1.5%             | 18.0             | 13.5 | 9.1  | 4.7  | 0.2  |  |
| 1.0%                     | 2.5%             | 20.9             | 15.8 | 10.7 | 5.5  | 0.4  |  |
| 2.0%                     | 3.5%             | 25.0             | 18.9 | 12.8 | 6.7  | 0.6  |  |
| 3.0%                     | 4.5%             | 30.7             | 23.3 | 15.8 | 8.4  | 1.0  |  |

| Realny wzrost rezydualny | Wzrost nominalny | WACC  |       |      |      |      |  |
|--------------------------|------------------|-------|-------|------|------|------|--|
|                          |                  | 11.3% | 10.3% | 9.3% | 8.3% | 7.3% |  |
| -1.0%                    | 0.5%             | 7.4   | 7.6   | 7.9  | 8.2  | 8.5  |  |
| 0.0%                     | 1.5%             | 8.5   | 8.8   | 9.1  | 9.4  | 9.8  |  |
| 1.0%                     | 2.5%             | 10.0  | 10.3  | 10.7 | 11.0 | 11.4 |  |
| 2.0%                     | 3.5%             | 12.0  | 12.4  | 12.8 | 13.2 | 13.7 |  |
| 3.0%                     | 4.5%             | 14.9  | 15.3  | 15.8 | 16.3 | 16.9 |  |

**Tabela 12: Waluacja Grodna metodą porównawczą**

| Spółka                                | Ticker | Cena (PLN) | Kapitalizacja (PLN m) | EV/S   |       |        | EV/EBITDA |       |       | C/Z    |       |       | C/WK   |       |       | Marża EBITDA za 2017 |
|---------------------------------------|--------|------------|-----------------------|--------|-------|--------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------------|
|                                       |        |            |                       | 2017   | 2018E | 2019E  | 2017      | 2018E | 2019E | 2017   | 2018E | 2019E | 2017   | 2018E | 2019E |                      |
| AB                                    | ABE    | 18.50      | 299                   | 0.07   | 0.06  | 0.06   | 4.79      | 4.37  | 4.62  | 4.44   | 4.18  | 3.93  | 0.57   | 0.38  | 0.35  | 1.4%                 |
| ABC DATA                              | ABC    | 1.57       | 197                   | 0.06   | 0.06  | 0.05   | 5.23      | 4.30  | 3.98  | 6.53   | 4.95  | 4.89  | 0.68   | 0.61  | 0.56  | 1.2%                 |
| AUTO PARTNER                          | APR    | 4.33       | 561                   | 0.74   | 0.60  | 0.52   | 10.31     | 8.33  | 7.46  | 4.93   | 5.16  | 4.87  | 2.17   | 1.80  | 1.55  | 7.2%                 |
| INTER CARS                            | CAR    | 268.00     | 3797                  | 0.71   | 0.62  | 0.55   | 12.66     | 10.61 | 9.49  | 17.58  | 12.86 | 11.27 | 2.30   | 1.96  | 1.69  | 5.6%                 |
| KONSORCJUM STALI                      | KST    | 24.00      | 142                   | 0.10   | 0.10  | N/A    | 3.25      | N/A   | N/A   | 5.24   | N/A   | N/A   | 0.36   | N/A   | N/A   | 3.0%                 |
| TIM                                   | TIM    | 7.28       | 162                   | 0.23   | 0.20  | 0.17   | 22.89     | 7.30  | 5.19  | N/A    | 18.14 | 10.29 | 0.98   | 0.93  | 0.85  | 1.0%                 |
| TOYA                                  | TOA    | 13.80      | 1081                  | 3.17   | 2.85  | 2.63   | 20.24     | 18.81 | 17.76 | 26.86  | 25.43 | 23.50 | 6.16   | 4.93  | 4.18  | 15.7%                |
| <b>Mediana</b>                        |        |            |                       | 0.23   | 0.20  | 0.35   | 10.31     | 7.82  | 6.33  | 5.89   | 9.01  | 7.59  | 0.98   | 1.37  | 1.20  | 3.0%                 |
| GRODNO                                | GRN    | 9.76       |                       | 0.49   | 0.36  | 0.28   | 12.72     | 10.89 | 8.75  | 17.73  | 15.56 | 12.33 | 2.37   | 1.53  | 1.40  |                      |
| premia/dyskonto do grupy porównawczej |        |            |                       | 110.7% | 81.5% | -18.4% | 23.4%     | 39.4% | 38.3% | 201.1% | 72.7% | 62.5% | 141.8% | 12.0% | 16.6% |                      |
| Implikowana wartość na jedną akcję    |        |            |                       | 5.40   | 6.15  | 13.98  | 9.21      | 8.01  | 8.25  | 2.71   | 4.73  | 5.03  | 4.04   | 8.72  | 8.37  |                      |
| średnia wartość na akcję              |        |            |                       | 8.51   |       |        | 8.49      |       |       | 4.16   |       |       | 7.04   |       |       |                      |
| waga wyceny (%)                       |        |            |                       | 40%    |       |        | 20%       |       |       | 20%    |       |       | 20%    |       |       |                      |
| Wycena na 1 akcję                     |        |            |                       | 7.34   |       |        |           |       |       |        |       |       |        |       |       |                      |

Na podstawie modelu DCF i metody porównawczej wyceniliśmy wartość godziwą przedsiębiorstwa Grodno na odpowiednio PLN 196m i PLN 135m, co implikuje cenę akcji spółki na poziomie PLN 9.67. Oznacza to 3.1-procentowe dyskonto w stosunku do wyceny rynkowej akcji na 27.07.2018 r.



Tabela 13: Wyniki finansowe 2014-20/21E

| Grodno - RZIS (PLN m)                         | 2014/15        | 2015/16        | 2016/17        | 2017/18        | 2018/19E        | 2019/20E        | 2020/21E        |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Przychody</b>                              | <b>238.0</b>   | <b>312.0</b>   | <b>330.8</b>   | <b>429.5</b>   | <b>573.5</b>    | <b>742.7</b>    | <b>876.4</b>    |
| - zmiana r/r                                  |                | 31%            | 6%             | 30%            | 34%             | 30%             | 18%             |
| <b>Wynik brutto na sprzedaży</b>              | <b>51.2</b>    | <b>61.2</b>    | <b>64.5</b>    | <b>79.6</b>    | <b>104.4</b>    | <b>135.2</b>    | <b>159.5</b>    |
| - zmiana r/r                                  |                | 20%            | 5%             | 23%            | 31%             | 30%             | 18%             |
| Amortyzacja                                   | 4.0            | 3.6            | 3.4            | 4.2            | 4.8             | 6.7             | 7.9             |
| Zużycie materiałów i energii                  | 2.7            | 2.8            | 3.2            | 3.8            | 5.2             | 6.7             | 7.9             |
| Usługi obce                                   | 9.0            | 10.6           | 12.3           | 16.8           | 22.9            | 29.7            | 35.9            |
| Koszty pracowników                            | 23.6           | 27.9           | 31.0           | 38.1           | 51.1            | 66.6            | 76.3            |
| Inne  | 3.2            | 3.6            | 3.4            | 4.6            | 6.3             | 8.2             | 9.6             |
| Pozostałe przychody/koszty operacyjne         | 0.2            | -0.4           | 0.2            | 0.1            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>EBIT</b>                                   | <b>8.8</b>     | <b>12.3</b>    | <b>11.5</b>    | <b>12.2</b>    | <b>14.0</b>     | <b>17.2</b>     | <b>21.9</b>     |
| - zmiana r/r                                  |                | 39%            | -7%            | 7%             | 15%             | 23%             | 27%             |
| <b>EBITDA</b>                                 | <b>12.8</b>    | <b>15.9</b>    | <b>14.8</b>    | <b>16.4</b>    | <b>18.8</b>     | <b>24.0</b>     | <b>29.8</b>     |
| - zmiana r/r                                  |                | 24%            | -7%            | 11%            | 15%             | 27%             | 24%             |
| Przychody/(koszty) finansowe                  | -1.2           | -1.0           | -1.1           | -1.5           | -2.1            | -2.2            | -2.3            |
| <b>Zysk brutto</b>                            | <b>7.7</b>     | <b>11.3</b>    | <b>10.4</b>    | <b>10.7</b>    | <b>11.9</b>     | <b>15.0</b>     | <b>19.6</b>     |
| - zmiana r/r                                  |                | 48%            | -9%            | 3%             | 12%             | 26%             | 31%             |
| Podatek dochodowy                             | 1.6            | 2.3            | 2.1            | 2.2            | 2.3             | 2.9             | 3.7             |
| Udział w wyniku udziałów niekontrolujących    | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>Zysk netto</b>                             | <b>6.1</b>     | <b>9.0</b>     | <b>8.2</b>     | <b>8.5</b>     | <b>9.6</b>      | <b>12.2</b>     | <b>15.9</b>     |
| EPS (PLN)                                     | 0.40           | 0.59           | 0.54           | 0.55           | 0.63            | 0.66            | 1.03            |
| - zmiana r/r                                  |                | 48%            | -9%            | 3%             | 14%             | 6%              | 56%             |
| <b>Rentowność</b>                             | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> | <b>2017/18</b> | <b>2018/19E</b> | <b>2019/20E</b> | <b>2020/21E</b> |
| Marża brutto                                  | 21.5%          | 19.6%          | 19.5%          | 18.5%          | 18.2%           | 18.2%           | 18.2%           |
| Marża EBIT                                    | 3.7%           | 3.9%           | 3.5%           | 2.8%           | 2.4%            | 2.3%            | 2.5%            |
| Marża netto                                   | 2.6%           | 2.9%           | 2.5%           | 2.0%           | 1.7%            | 1.6%            | 1.8%            |
| ROE   | 15.5%          | 17.7%          | 14.6%          | 13.4%          | 9.8%            | 11.3%           | 13.3%           |
| <b>Bilans (PLN m)</b>                         | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> | <b>2017/18</b> | <b>2018/19E</b> | <b>2019/20E</b> | <b>2020/21E</b> |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                        | <b>95.4</b>    | <b>111.8</b>   | <b>136.7</b>   | <b>165.6</b>   | <b>211.1</b>    | <b>221.1</b>    | <b>236.2</b>    |
| Zapasy  | 38.8           | 48.2           | 60.8           | 70.4           | 94.3            | 97.7            | 100.8           |
| Należności krótkoterminowe                    | 52.1           | 61.1           | 73.4           | 92.5           | 110.0           | 118.0           | 124.9           |
| Środki pieniężne                              | 3.4            | 1.5            | 1.3            | 0.7            | 4.8             | 3.3             | 8.4             |
| Pozostałe aktywa obrotowe                     | 1.1            | 0.9            | 1.2            | 2.1            | 2.1             | 2.1             | 2.1             |
| <b>Aktywa trwałe</b>                          | <b>45.4</b>    | <b>50.5</b>    | <b>64.5</b>    | <b>71.8</b>    | <b>86.0</b>     | <b>89.2</b>     | <b>91.3</b>     |
| Rzeczowe aktywa trwałe                        | 38.5           | 44.1           | 51.0           | 59.2           | 73.4            | 76.6            | 78.7            |
| WNIP  | 1.5            | 1.2            | 7.6            | 10.9           | 10.9            | 10.9            | 10.9            |
| Pozostałe aktywa trwałe                       | 5.3            | 5.2            | 5.9            | 1.7            | 1.7             | 1.7             | 1.7             |
| <i>Aktywa przeznaczone do sprzedaży</i>       |                |                |                |                |                 |                 |                 |
| <b>AKTYWA RAZEM</b>                           | <b>140.8</b>   | <b>162.3</b>   | <b>201.2</b>   | <b>237.4</b>   | <b>297.1</b>    | <b>310.3</b>    | <b>327.6</b>    |
| <b>Kapitał własny</b>                         | <b>39.2</b>    | <b>50.9</b>    | <b>56.5</b>    | <b>63.3</b>    | <b>98.0</b>     | <b>107.3</b>    | <b>119.1</b>    |
| Udziały mniejszości                           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>            | <b>15.1</b>    | <b>14.8</b>    | <b>23.9</b>    | <b>26.2</b>    | <b>26.7</b>     | <b>29.7</b>     | <b>31.7</b>     |
| Zadłużenie długoterminowe                     | 13.4           | 12.7           | 21.2           | 23.3           | 23.8            | 26.8            | 28.8            |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe         | 1.7            | 2.1            | 2.7            | 3.0            | 3.0             | 3.0             | 3.0             |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>           | <b>86.6</b>    | <b>96.6</b>    | <b>120.8</b>   | <b>147.9</b>   | <b>172.3</b>    | <b>173.3</b>    | <b>176.7</b>    |
| Zobowiązania handlowe                         | 61.7           | 66.5           | 80.9           | 102.8          | 127.2           | 128.2           | 131.6           |
| Zadłużenie krótkoterminowe                    | 15.0           | 17.8           | 22.1           | 25.7           | 25.7            | 25.7            | 25.7            |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe        | 9.8            | 12.2           | 17.9           | 19.4           | 19.4            | 19.4            | 19.4            |
| <b>PASYWA RAZEM</b>                           | <b>140.8</b>   | <b>162.3</b>   | <b>201.2</b>   | <b>237.4</b>   | <b>297.1</b>    | <b>310.3</b>    | <b>327.6</b>    |
| BVPS (PLN)                                    | 2.55           | 3.31           | 3.68           | 4.11           | 6.37            | 6.98            | 7.75            |
| <b>Wskaźniki</b>                              | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> | <b>2017/18</b> | <b>2018/19E</b> | <b>2019/20E</b> | <b>2020/21E</b> |
| Wskaźnik bieżącej płynności                   | 1.1            | 1.2            | 1.1            | 1.1            | 1.2             | 1.3             | 1.3             |
| Wskaźnik szybkiej płynności                   | 0.7            | 0.7            | 0.6            | 0.6            | 0.7             | 0.7             | 0.8             |
| Zadłużenie oprocentowane/aktywa               | 20.1%          | 18.8%          | 21.5%          | 20.6%          | 16.6%           | 16.9%           | 16.6%           |
| Zadłużenie oprocentowane/kapitał własny       | 72.4%          | 60.1%          | 76.6%          | 77.4%          | 50.5%           | 48.9%           | 45.7%           |
| <b>RPP (PLN m)</b>                            | <b>2014/15</b> | <b>2015/16</b> | <b>2016/17</b> | <b>2017/18</b> | <b>2018/19E</b> | <b>2019/20E</b> | <b>2020/21E</b> |
| Zysk netto                                    | 6.1            | 9.0            | 8.2            | 8.5            | 9.6             | 12.2            | 15.9            |
| Amortyzacja                                   | 4.0            | 3.6            | 3.4            | 4.2            | 4.8             | 6.7             | 7.9             |
| Inne (w tym zmiany kapitału pracującego)      | -2.9           | -11.3          | -12.1          | -3.6           | 1.0             | -10.5           | -6.6            |
| <b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>   | <b>7.1</b>     | <b>1.3</b>     | <b>-0.5</b>    | <b>9.1</b>     | <b>15.5</b>     | <b>8.4</b>      | <b>17.2</b>     |
| Nakłady inwestycyjne netto                    | -8.3           | -5.3           | -9.9           | -12.0          | -10.0           | -10.0           | -10.0           |
| Inne  | 0.1            | 0.1            | 0.2            | 0.3            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b> | <b>-8.3</b>    | <b>-5.2</b>    | <b>-9.7</b>    | <b>-11.6</b>   | <b>-37.0</b>    | <b>-10.0</b>    | <b>-10.0</b>    |
| Zmiana zadłużenia                             | -0.3           | 0.4            | 12.0           | 3.8            | 0.5             | 3.0             | 2.0             |
| Środki pozyskane z emisji akcji               | 5.3            | 4.6            | 0.0            | 0.0            | 27.0            | 0.0             | 0.0             |
| Dywidenda                                     | -1.0           | -1.8           | -0.9           | -1.8           | -1.9            | -2.9            | -4.1            |
| Inne  | 0.0            | -1.0           | -1.2           | -0.1           | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>Przepływy z działalności finansowej</b>    | <b>4.0</b>     | <b>2.1</b>     | <b>10.0</b>    | <b>1.9</b>     | <b>25.6</b>     | <b>0.1</b>      | <b>-2.1</b>     |
| Środki pieniężne na początku okresu           | 0.5            | 3.4            | 1.5            | 0.7            | 0.7             | 4.8             | 3.3             |
| Zwiększenie/zmniejszenie środków pieniężnych  | 2.8            | -1.8           | -0.2           | 0.0            | 4.2             | -1.5            | 5.1             |
| <b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>      | <b>3.4</b>     | <b>1.5</b>     | <b>1.3</b>     | <b>0.7</b>     | <b>4.8</b>      | <b>3.3</b>      | <b>8.4</b>      |
| DPS (PLN)                                     | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1            | 0.1             | 0.2             | 0.3             |

## Informacje końcowe

### Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja  
 ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły zysk netto/ kapitał własny  
 ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły zysk netto/ aktywa razem  
 WACC – średni ważony koszt kapitału  
 Dług netto – dług oprocentowany pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 CAGR – średnioroczny wzrost  
 EPS – zysk na akcje, liczony według formuły zysk netto/ liczba akcji  
 DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły wypłacona dywidenda/ liczba akcji  
 C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto  
 C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto  
 EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa + dług netto  
 EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ zysk operacyjny + amortyzacja  
 EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ przychody ze sprzedaży  
 CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły aktywa obrotowe/ zobowiązania krótkoterminowe  
 QR – wskaźnik szybkiej płynności, liczony według formuły aktywa obrotowe - zapasy/ zobowiązania krótkoterminowe  
 Marża EBIT – marża, liczona według formuły zysk operacyjny/ przychody ze sprzedaży  
 Marża EBITDA – marża, liczona według formuły zysk operacyjny + amortyzacja/ przychody ze sprzedaży  
 Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły zysk brutto/ przychody ze sprzedaży  
 Marża zysku netto – marża, liczona według formuły zysk netto/ przychody ze sprzedaży  
 Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje, ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły (średni stan zapasów/ przychody ze sprzedaży) \*365  
 Rotacja należności w liczbie dni – pokazuje, średnio po ilu dniach, środki pieniężne wynikające z należności trafiają do firmy, liczona według formuły (średni stan należności/ przychody ze sprzedaży) \*365  
 Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio, ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły (średni stan zobowiązań/ przychody ze sprzedaży) \*365

PDM S.A. wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Metoda DCF jest najpopularniejszą i najbardziej cenioną metodą wyceny. Opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w celu ustalenia ich wartości bieżącej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte parametry i założenia odnoszące się do przyszłości, w szczególności przyszłe zyski i wartość rezydualna. Metoda porównawcza bazuje na mnożnikach spółek z grupy porównawczej, a co za tym idzie bardzo dobrze pokazuje bieżącą sytuację na rynku. Wadą wyceny przy użyciu metody porównawczej jest trudność w wyborze odpowiednich spółek do grupy porównawczej a także ryzyko polegające na nieprawidłowej wycenie porównywanych spółek przez rynek.

### SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – spółka fundamentalnie niedowartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie wzrośnie.

Trzymaj – spółka właściwie wyceniana przez rynek. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego powinna oscylować w granicach aktualnej ceny rynkowej.

Sprzedaj – spółka fundamentalnie przewartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie spadnie.

Rekomendacja zapada w dni jej zmiany (zapadnięcie poprzez zmianę), lub na dzień w którym upływa 12 miesięcy od dnia wydania rekomendacji (zapadnięcie poprzez osiągnięcie terminu ważności), w zależności, który z powyższych terminów okaże się wcześniejszy.

| Rekomendacje PDM      |                              |     |
|-----------------------|------------------------------|-----|
| Kierunek rekomendacji | Ilość rekomendacji wy danych | %   |
| Kupuj                 | 6                            | 86% |
| Trzymaj               | 1                            | 14% |
| Sprzedaj              | 0                            | 0%  |

| Historia rekomendacji |        |          |                     |                            |                    |
|-----------------------|--------|----------|---------------------|----------------------------|--------------------|
| Data wy dania         |        | Kierunek | Cena docelowa (PLN) | Cena w dniu wy dania (PLN) | Cena bieżąca (PLN) |
| 20.03.2018            | TIM    | Kupuj    | 14.9                | 8.6                        | 7.30               |
| 20.03.2018            | Grodno | Trzymaj  | 13.19               | 12.40                      | 9.92               |

## Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).  
Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 30 lipca 2018 r. 15:30

Dystrybucja niniejszego raportu: 31 lipca 2018 r., 8.30.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania.

PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.).

Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy Dystrybucji Usług Analitycznych przez PDM lub innej umowy zawierającej zobowiązanie PDM do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom PDM w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora Departamentu Analiz. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w piątym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji.

Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

PDM wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez PDM, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich. PDM nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta.

PDM nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

## Dział analiz

**Polski Dom Maklerski**

**Krzysztof Kuper,**  
**Makler papierów wartościowych**  
**Tel: 665 305 208**

**Emil Popławski,**  
**Makler papierów wartościowych**  
**Tel: 609 777 386**

**Paweł Demczuk**  
**Dyrektor ds. sprzedaży**  
**instytucjonalnej**

**Tel: 601 412 423**



**Polski Dom Maklerski S.A.**

**ul. Moniuszki 1A**

**00-014 Warszawa**

**www.polskidm.com.pl**