

## TIM SA

Inwestycja w akcje TIM-u daje bardzo dobrą ekspozycję na rynek handlu detalicznego oraz e-commerce. Spółka po okresie restrukturyzacji weszła w fazę wzrostu oraz poprawy wyników na każdym poziomie. Przyjęty niskokosztowy model działalności zwiększył konkurencyjność oferty TIM-u, a aktywne zarządzanie sprzedażą pozwala zwiększać rentowność. Osobno wyceniliśmy segment handlowy i logistyczny, a wyznaczona wartość bieżąca spółki (14,1 zł/akcję) daje 44-proc. potencjał wzrostu kursu.

### Biznes oparty na dwóch filarach

Działalność TIM-u koncentruje na dwóch głównych obszarach: handlowym (dystrybucja artykułów elektrotechnicznych oraz narzędzi) oraz logistycznym (składowanie towaru i operacje magazynowe). Oba biznesy są ze sobą ściśle powiązane, jednak z uwagi na specyfikę działalności oraz perspektywy rynkowe w niniejszym raporcie zdecydowaliśmy się potraktować je osobno (z osobnymi prognozami oraz wyceną).

### Wzrosty wyników segmentu handlowego

Zmiana modelu działalności dystrybucyjnej i wykorzystanie nowoczesnych kanałów sprzedaży, przy jednoczesnym aktywnym zarządzaniu ofertą produktową pozwoliło odbudować marże nie hamując wzrostu sprzedaży. TIM pozostaje spółką z bezpiecznym bilansem i niskimi kosztami odpisów na zapasy i należności.

### Bardzo dobra pozycja w segmencie e-commerce

Rozwijając działalność logistyczną TIM w pierwszej kolejności zagwarantował własnemu biznesowi handlowemu sprawną obsługę magazynową, a następnie zaoferował usługę klientom zewnętrznym. Dzięki temu mógł w szybszym tempie pokryć wysokie koszty stałe i jednocześnie wszedł na bardzo perspektywiczny rynek e-commerce.

### Potencjał do wypłaty dywidendy

TIM utworzył fundusz dywidendowy, w którym po decyzji WZA w sprawie podziału zysku za 2018 r. powinno znaleźć się ok. 45,5 mln zł (ok. 2 zł/akcję). Biorąc pod uwagę prognozowane przez nas przepływy operacyjne i wyhamowanie wydatków inwestycyjnych, TIM ma potencjał finansowy do utrzymania wysokich wypłat z zysku w latach kolejnych.

### Ryzyka dla prognoz i wyceny

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

Wartość akcji TIM-u oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (łącznie dla całej grupy: 14,8 zł) oraz porównawczą (osobno dla biznesu handlowego: 10,4 zł oraz logistycznego: 3,0 zł), co po zważeniu powyższych wycen pozwoliło nam wyznaczyć wartość bieżącą na 14,1 zł.

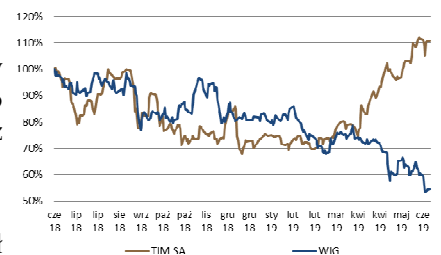
mln zł	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	667,4	719,2	830,3	886,9	936,6	983,4
EBITDA	11,5	7,3	31,1	46,2	49,9	53,5
zysk netto przyp. na akcji. jedn. dom.	-2,8	-3,7	11,9	15,7	21,0	24,3
EPS	-0,13	-0,17	0,54	0,71	0,95	1,10
DPS	0,00	0,00	1,00	0,49	0,49	0,49
P/E (x)	nd	nd	18,2	13,8	10,3	8,9
EV/EBITDA (x)	19,5	30,5	8,0	6,5	5,6	4,7

Źródło: TIM, Noble Securities, zyski skorygowane o zdarzenia jednorazowe, prognozy 2019-21 wg MSSF 16

Zakończenie sporządzania raportu nastąpiło 17.06.2019 o godz. 10:35. Pierwsze rozpowszechnienie nastąpiło 17.06.2019 o godz. 10:45.

**NOBLE  
SECURITIES**  
DOM MAKLERSKI

Kurs akcji	9,8 zł
Wycena	14,1 zł
Potencjał wzrostu	44%
Kapitalizacja	217 mln zł
Free float	64%
Śr. wolumen 6M	26 116



Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities

### PROFIL SPÓŁKI

Lider na rynku hurtowej dystrybucji materiałów elektroinstalacyjnych w Polsce, z ekspozycją na rynek logistyki w branży e-commerce.

### STRUKTURA AKCJONARIATU

K. Folta z żoną	22,97%
K. Wiczorkowski	13,51%
Rockbridge TFI	11,65%
NN OFE	7,05%
Norges Bank	5,02%
Pozostali	39,80%

**Michał Sztabler**

**Analityk akcji**

michal.sztabler@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

## WYCENA

Wartość jednej akcji TIM SA wyliczyliśmy jako średnią z wyceny porównawczej oraz DCF. Na tej podstawie **wyzaczyliśmy bieżącą wartość akcji na 14,1 zł**. Przy podejściu porównawczym osobno wyceniliśmy biznes handlowy i osobno logistyczny (w obu przypadkach stosując analizę wskaźnikową), a suma uzyskanych wartości złożyła się na łączną wartość. Przy doborze grupy spółek do analizy porównawczej, w przypadku segmentu handlowego zdecydowaliśmy się na spółki krajowe (działające w segmencie handlu hurtowego lub/i e-commerce) jak i zagraniczne (dystrybucja produktów z segmentu elektrotechniki), z kolei w przypadku segmentu logistycznego, z uwagi na brak odpowiedników na GPW, postawiliśmy na podmioty zagraniczne.

Podsumowanie wyceny	Waga	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	50%	14,79
Wycena porównawcza	50%	13,40
- obszar handel		10,38
- obszar logistyka		3,02
<b>Wycena</b>		<b>14,10</b>
Kurs akcji		9,76
Potencjał wzrostu		44%

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Bazujemy na własnych prognozach wyników skonsolidowanych zaprezentowanych w niniejszym raporcie,
- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na dzień publikacji raportu,
- Dług netto na dzień 31/12/2018 w wysokości 103 mln zł (z uwzględnieniem MSSF16 oraz aktywów na sprzedaż),
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 0%.
- Udział kapitału własnego w finansowaniu aktywów na poziomie 80%.
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,5%, premia za ryzyko w wysokości 6%, beta na poziomie 1,0.

## WYCENA DCF

DCF	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	887	937	983	1 009	1 036	1 061	1 087	1 113	1 140	1 168
NOPAT	21	23	26	28	30	31	32	34	35	36
Amortyzacja	20	21	22	20	19	20	21	22	23	22
Zmiany KON	-5	-4	-4	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
CAPEX	-10	-6	-6	-13	-12	-11	-12	-12	-13	-15
<b>FCFF</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
WACC	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>
Współczynnik dyskonta	0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,64	0,59	0,54	0,50	0,46
DFCF	25	30	30	25	24	24	23	22	21	19
SUMA DFCFF do 2028	244									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	0%									
Wartość rezydualna po 2028	403									
Zdyskontowana wartość rezydualna	187									
Wartość Firmy (EV)	431									
Dług netto 31.12.2018	103									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	328									
Liczba akcji (w tys.)	22,2									
Wartość na 1 akcję	14,8									

Źródło: Noble Securities

	Analiza wrażliwości				
	Stopa wzrostu rezydualna				
	-2%	-1%	0%	1%	2%
WACC - 1,0%	14,9	16,0	17,3	19,1	21,5
WACC - 0,5%	13,9	14,8	16,0	17,4	19,4
WACC	13,0	13,8	14,8	16,0	17,6
WACC + 0,5%	12,2	12,9	13,7	14,8	16,1
WACC + 1,0%	11,5	12,1	12,8	13,7	14,8

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
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	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Koszt długu po tarczy	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Dług netto/EV	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<b>WACC</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,4%</b>

Źródło: Noble Securities

## WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Biznes handlowy	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
W.W.Grainger	57 317	16,6	15,2	13,9	10,9	10,1	9,5
Electrocomponents	13 048	22,1	17,2	15,6	13,8	11,5	10,5
Rexel	13 264	9,9	8,8	7,9	7,3	6,8	6,4
Eurocash	2 833	32,5	31,5	21,8	14,4	13,5	12,1
Intercars	2 742	11,5	9,7	8,6	10,5	9,5	8,8
Solar	1 292	11,0	12,3	9,3	8,8	6,1	5,8
Neuca	1 320	14,6	14,1	12,7	10,1	9,5	8,7
Oponeo	333	17,1	15,9	14,1	11,8	9,7	9,0
AB	279	4,4	4,9	4,7	4,6	5,0	4,9
Premia/dyskonto do średniej (%)		25%	-2%	-19%	-24%	-32%	-37%
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)		8,2	10,2	10,8	9,3	11,5	11,9
Implikowana wartość godziwa TIM (handel)					<b>10,4</b>		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 17.06.2019 r. godz. 7:30

Biznes logistyczny	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
		2018	2019P	2020P	2018	2019P	2020P
DSV	65 718				21,0	14,1	11,8
XPO Logistics	19 804				8,1	7,8	7,2
Cia de Distribucion Integral	11 494				3,0	2,8	2,7
Kerry Logistics	10 724				10,2	9,0	8,2
CEVA Logistics	6 212				15,5	14,0	12,8
ID Logistics Group	3 796				12,0	10,3	9,0
Eddie Stobart	1 296				6,5	5,8	5,3
Wincanton	1 595				5,6	5,4	5,3
Self Storage	527				22,6	10,7	9,4
Premia/dyskonto do średniej (%)					-22%	-28%	-33%
Implikowana wartość godziwa TIM (logistyka)					4,2	4,0	4,3
Implikowana wartość godziwa Sonel					<b>0,0</b>		

Źródło: Serwis informacyjny Bloomberg, Noble Securities, dane na 17.06.2019 r. godz. 7:30

## MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

Działalność TIM-u koncentruje na dwóch głównych obszarach:

- Handlowym, tj. dystrybucja artykułów elektrotechnicznych oraz narzędzi (spółki TIM SA oraz Rotopino SA),
- Logistycznym, tj. składowanie towaru i operacje magazynowe oraz transport (za pośrednictwem firm zewnętrznych), zarówno dla spółek z Grupy TIM jak i klientów zewnętrznych (spółka 3LP).

TIM SA jest spółką dominującą, posiada 100% akcji w pozostałych dwóch podmiotach.

Choć oba biznesy są ze sobą ściśle powiązane, to z uwagi na specyfikę działalności oraz perspektywy rynkowe w niniejszym raporcie zdecydowaliśmy się potraktować je osobno (z osobnymi prognozami oraz wyceną).

### SEGMENT HANDLOWY: TIM SA ORAZ ROTOPINO

#### Przychody i marże

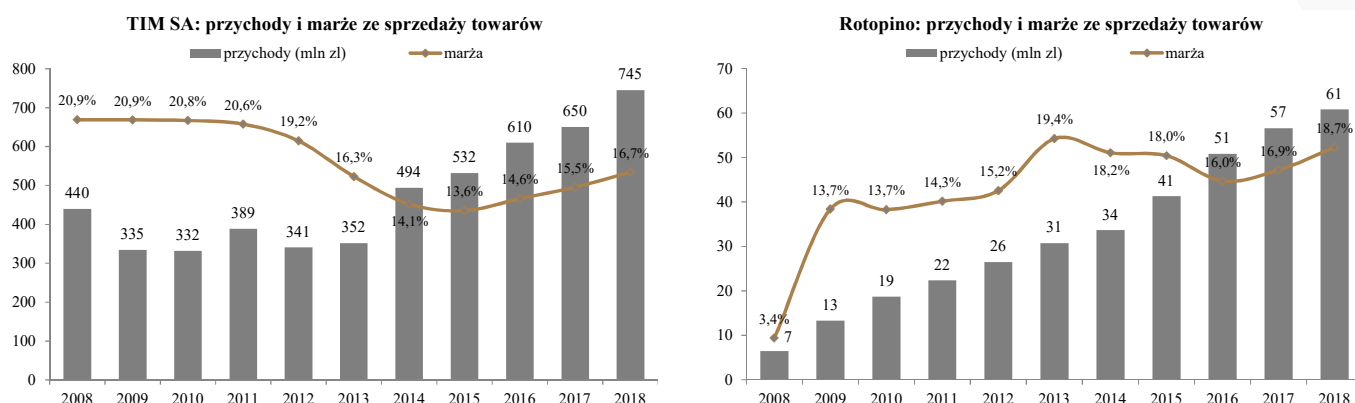
##### Reorganizacja modelu działalności odpowiedzią na zmiany rynkowe

Kryzys w branży budowlanej, który nastąpił po okresie prosperity związanej z przygotowaniem do EURO'2012, odbił się negatywnie na rynku dostawców materiałów, w tym także nie ominął branży elektrycznej. Wyrazem pogorszenia koniunktury był spadek realizowanych marż na dystrybucji towarów. W ciągu 3 lat rentowność w TIM-ie obniżyła się z >20% (do roku 2011) do ok. 15% (lata 2013-14). Odpowiedzią na zmiany rynkowe (które okazały się być trwałe) była reorganizacja modelu dystrybucji w TIM-ie w kierunku niskokosztowego handlu internetowego: bez magazynów lokalnych i sieci oddziałów, a z jednym nowoczesnym magazynem centralnym i efektywnym systemem IT. Zmiany wewnętrzne dodatkowo wpłynęły na pogłębienie erozji marży (do ok. 13,5% w 2015 r.) i skutkowały stratami na działalności podstawowej (TIM SA generował ujemny wynik na sprzedaży w latach 2012-15, w sumie ok. 35 mln zł).

Od 2016 r. widoczne zaczynają być pozytywne efekty dokonanych zmian: marże systematycznie rosną, a spółka przynosi zyski z działalności podstawowej (handlowej). Dwie główne przyczyny poprawy wyników to:

- zmiana modelu dystrybucji (zwiększenie udziału e-commerce) i ograniczenie kosztów funkcjonowania firmy,
- nacisk na zwiększenie udziału asortymentu wysokomarżowego.

#### Odbudowa marży przy rosnących przychodach



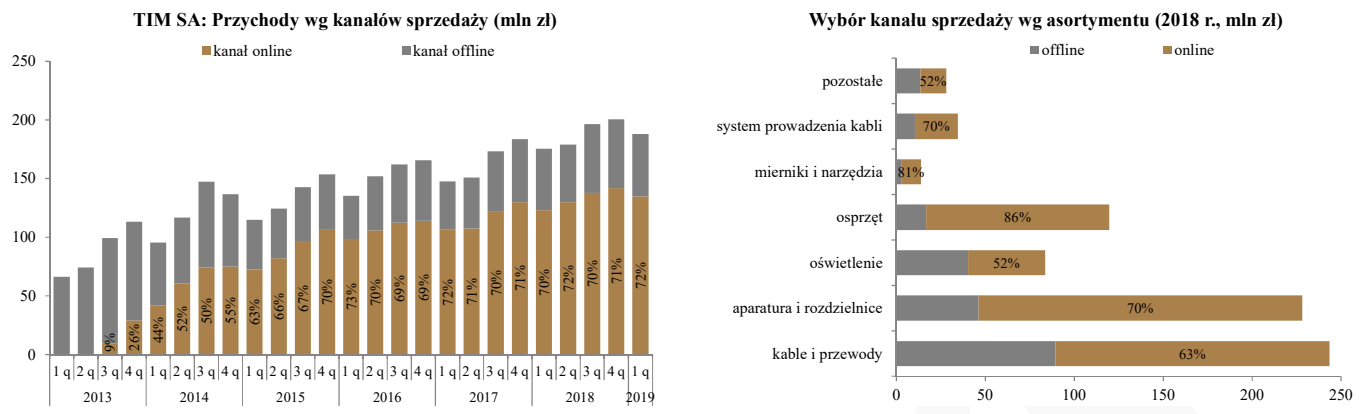
Źródło: TIM, Noble Securities

##### W kierunku modelu hybrydowego

W połowie 2013 r. w TIM-ie nastąpiła zmiana modelu dystrybucji w kierunku handlu internetowego. Obecnie większość sprzedaży (ok. 70%) odbywa się za pośrednictwem nowoczesnego kanału online, pozostała część, kanał tradycyjny, dotyczy przede wszystkim obsługi klientów „tradycyjnych” oraz kontraktów inwestycyjnych.

Segment e-commerce charakteryzuje się wyższą rentownością, natomiast większy wolumenowo segment offline generuje niższe marże, ze względu na duży udział sprzedaży kabli i przewodów (towary niskomarżowe). Ponadto biznes e-commerce nie jest tak podatny na wahania marży z uwagi na dużą liczbę drobniejszych transakcji.

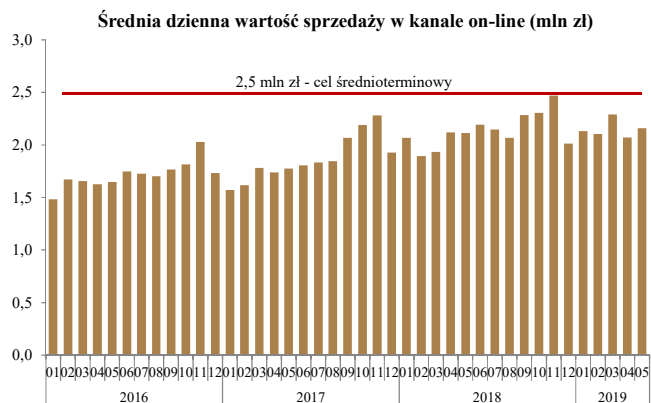
### Rosnące znaczenie kanału on-line



Źródło: TIM, Noble Securities

Celem zarządu jest zwiększenie średniej dziennej wartości przychodów w kanale on-line do minimum 2,5 mln zł. Przyjmując, że przeciętnie w miesiącu jest 20 dni roboczych (handlowych), a udział e-commerce to ok. 70%, to przy takich założeniach TIM SA generowałby rocznie ok. 850 mln zł.

### Celem wzrost dziennej sprzedaży on-line do 2,5 mln zł

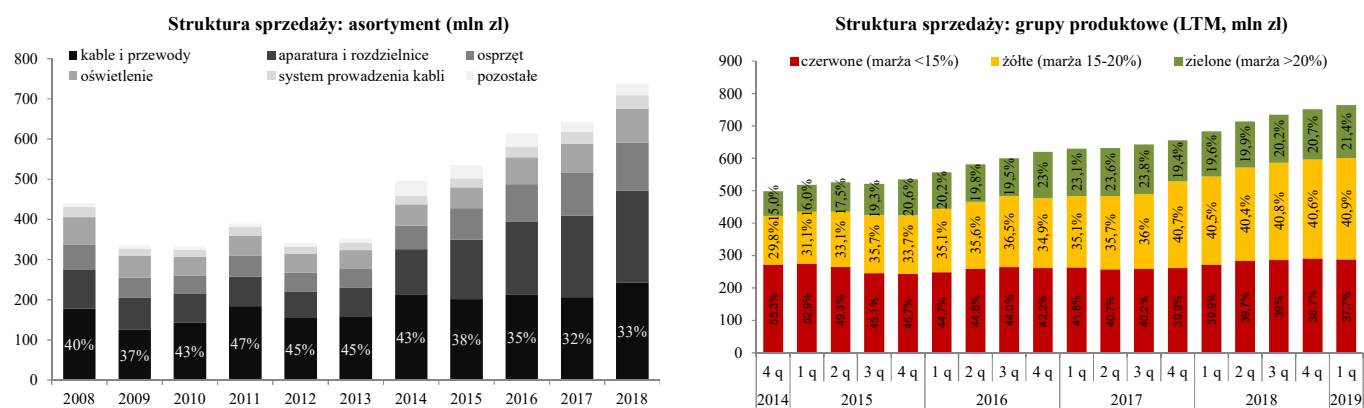


Źródło: TIM, Noble Securities

### Zwiększenie udziału towarów o wyższej marży

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

## Zarządzanie strukturą sprzedaży w celu zwiększenia marży

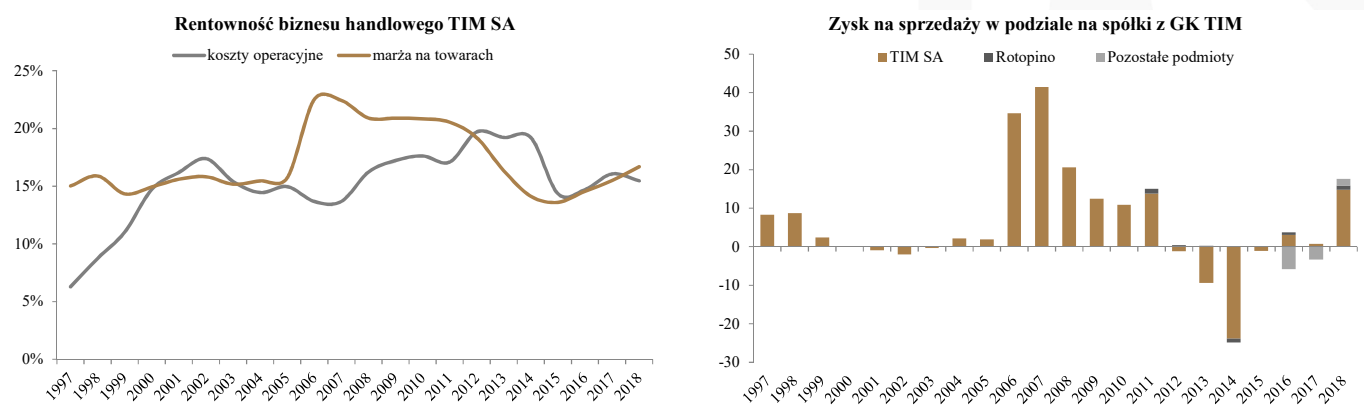


Źródło: TIM, Noble Securities

## Koszty działalności

Praca nad kosztami przy spadku realizowanych marż (trendy rynkowe, na które należało znaleźć odpowiedź) była jednym z głównych elementów wdrożonej strategii. Model niskokosztowy w jakim obecnie funkcjonuje TIM pozwolił obniżyć udział kosztów operacyjnych z ok. 19-20% wartości przychodów w latach 2012-14 do 15,5% w roku 2018. Równoległe przebiegające prace nad wzrostem marży dały efekt w postaci osiągnięcia progu rentowności na sprzedaży w 2016 r. i wyraźnego zysku w 2018 r. Działalność spółki zależnej Rotopino w ostatnich latach była rentowna, jednak dopiero od roku 2018 r. wynik na sprzedaży był wyraźnie wyższy (przekroczył 1 mln zł). W relacji do wyników całej grupy kapitałowej pozycja ta nie jest jednak istotna.

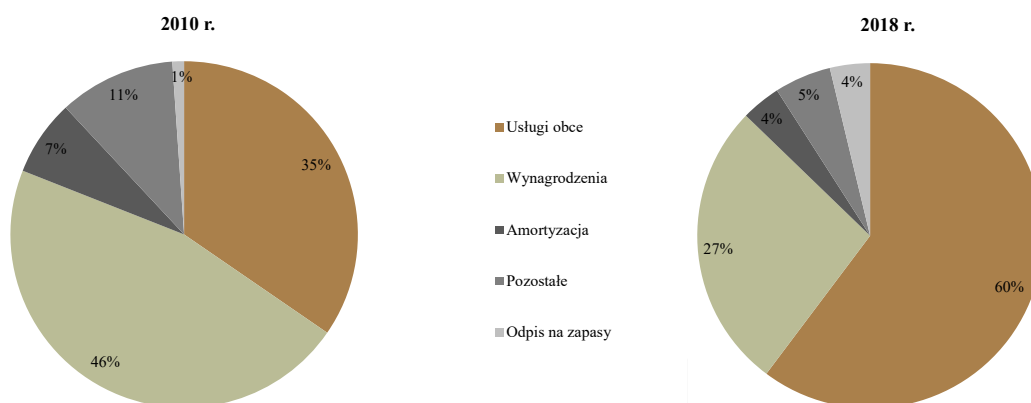
## Wyniki TIM SA wyznaczają zyskowność całej grupy



Źródło: TIM, Noble Securities

Po przeniesieniu działalności logistycznej (obsługa magazynu i realizacja wysyłki towaru) do spółki zależnej 3LP główną pozycją kosztów operacyjnych w TIM-ie stały się usługi obce (ok. 60% kosztów wg rodzaju, 9% przychodów). Wciąż istotne są koszty pracownicze (odpowiednio 27% kosztów wg rodzaju i 4% przychodów). Pozycję, która była zauważalna w 2018 r. stanowiły koszty odpisów na zapasy (odpowiednio 4% i 0,8%), ewentualne ich ograniczenie mogłoby mieć pozytywny wpływ na osiągniętą marżę operacyjną.

## Elastyczna struktura kosztowa

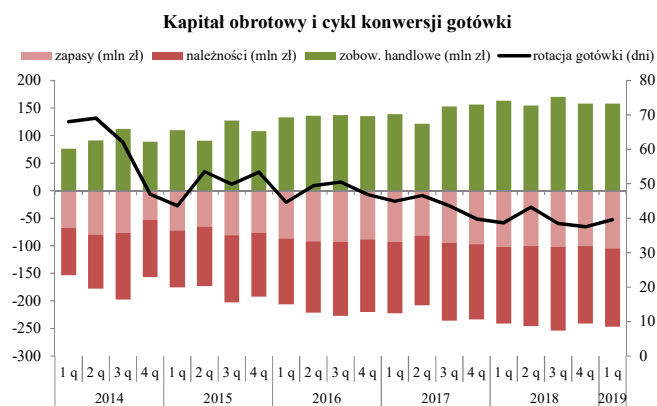


Źródło: TIM, Noble Securities

## Kapitał obrotowy

Analizując zapotrzebowanie na kapitał obrotowy (druga obok marży istotna pozycja w ocenie biznesu handlowego) zwracamy uwagę na w miarę zbilansowany poziom należności i zobowiązań handlowych. W związku z tym pozycją, która wymaga dodatkowego finansowania zewnętrznego są zapasy.

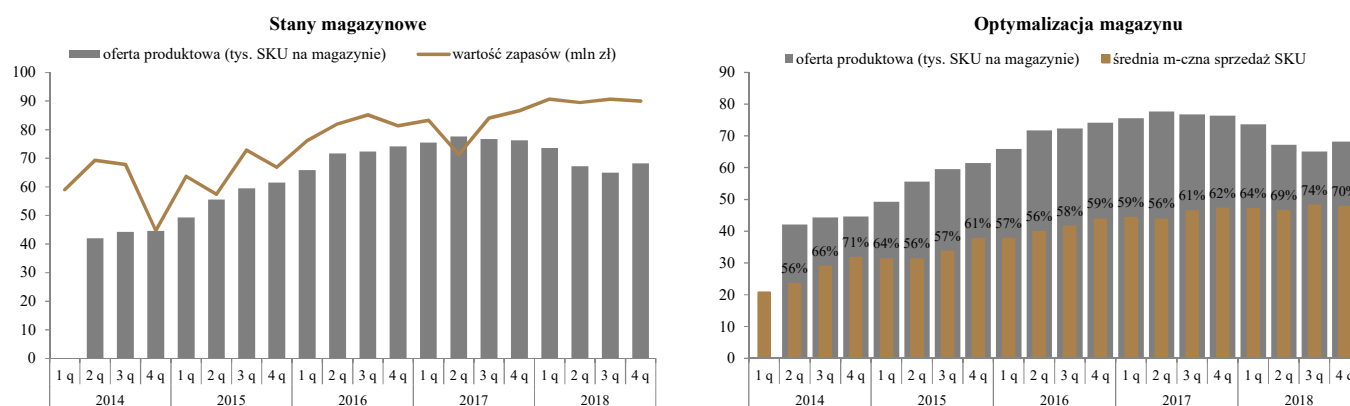
## Szybsza rotacja gotówki



Źródło: TIM, Noble Securities

TIM szczyli się jedną z największych w branży ofertą towarów na magazynie. Stany magazynowe były systematycznie rozbudowywane do połowy 2017 r. Od tamtego momentu wielkość dostępnego asortymentu jest optymalizowana w celu dostosowania do realizowanej sprzedaży. Pozwoliło to ograniczyć przyrost wartości zapasów przy rosnącej sprzedaży i tym samym poprawić cykl obrotu gotówki. Wg stanu na koniec 2018 r. TIM SA dysponuje ofertą obejmującą ok. 68 tys. pozycji (tzw. SKU – ang. stock keeping unit, tj. unikalnych jednostek magazynowych), z czego średnio w miesiącu co najmniej 70% znajduje klientów.

## Aktywna polityka zarządzania magazynem



Źródło: TIM, Noble Securities

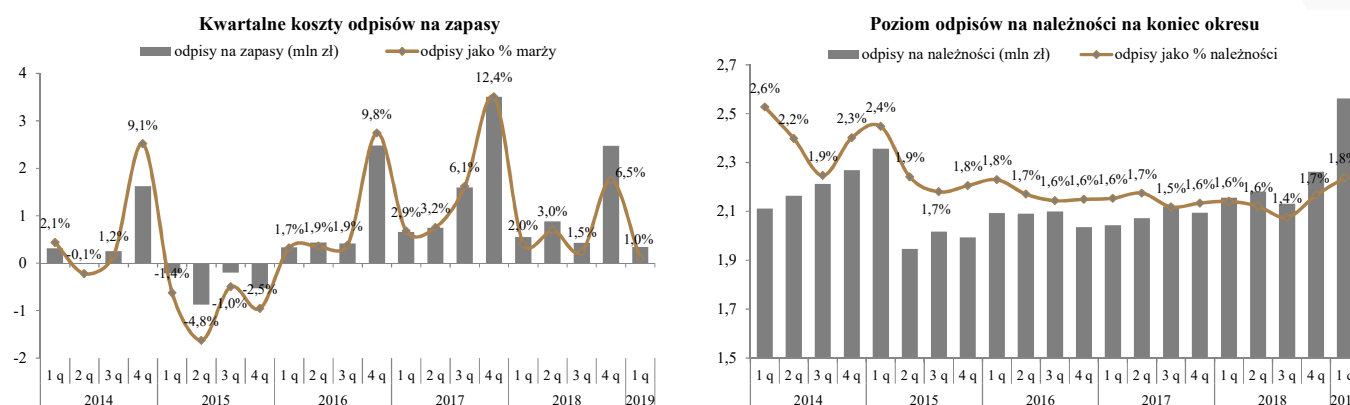
### Odpisy na zapasy i należności

Restrykcyjna polityka handlowa w obszarze zarządzania magazynem oraz wpływem należności widoczna jest zarówno w wielkościach bezwzględnych (niskie koszty odpisów) jak i wskaźnikach mierzących efektywność tej polityki.

W przypadku zarządzania zapasami TIM realizuje inwentaryzację ciągłą w trakcie całego roku. Spółka wykazuje koszty odpisów aktualizujących i likwidacji zapasów w kosztach operacyjnych (obniżają wynik na sprzedaży). W ostatnich latach koszty „porządkowania” magazynu obniżały marżę na sprzedaży o ok. 3-4%, wyjątkiem był rok 2015 (wówczas dokonano odwrócenia wcześniejszych odpisów, co pozytywnie wpłynęło na wynik) oraz w roku 2017 (kiedy to koszty odpisów obniżyły marżę o ponad 6% - efekt gruntownego przeglądu stanu magazynu). W relacji do wartości zapasów odpisy stanowiły średnio ok. 5% (spółka posługuje się wskaźnikiem odpisy/przychody, który oscyluje w okolicach 0,3%) i taki poziom wskaźnika odpisy/zapasy przyjęliśmy w prognozach na lata kolejne (dla TIM SA).

Jeszcze bardziej konserwatywne podejście stosowane jest przy zarządzaniu należnościami. TIM SA wykazuje od lat stabilny poziom rezerw na należności w wysokości ok. 2 mln zł. Ponieważ przy rosnących przychodach wartość należności systematycznie rośnie, wskaźnik mierzący ich nieściągalność jest coraz niższy. Z punktu widzenia generowanych kosztów (ujmowanych w pozostałych kosztach operacyjnych) pozycje te są pomijalne.

### Odpisy na zapasy i należności pod kontrolą



Źródło: TIM, Noble Securities

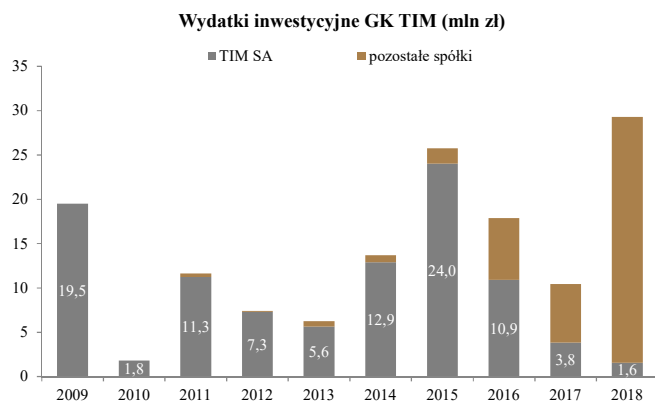
### Wydatki inwestycyjne

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



W ostatnich latach CAPEX w TIM-ie wynosił kilka mln zł rocznie. W prognozach przyjęliśmy jego wzrost do ok. 5 mln zł w kolejnych okresach, tj. na poziomie zbliżonym do amortyzacji (już po zmianach wynikających z implementacji MSSF 16).

### CAPEX części handlowej coraz niższy



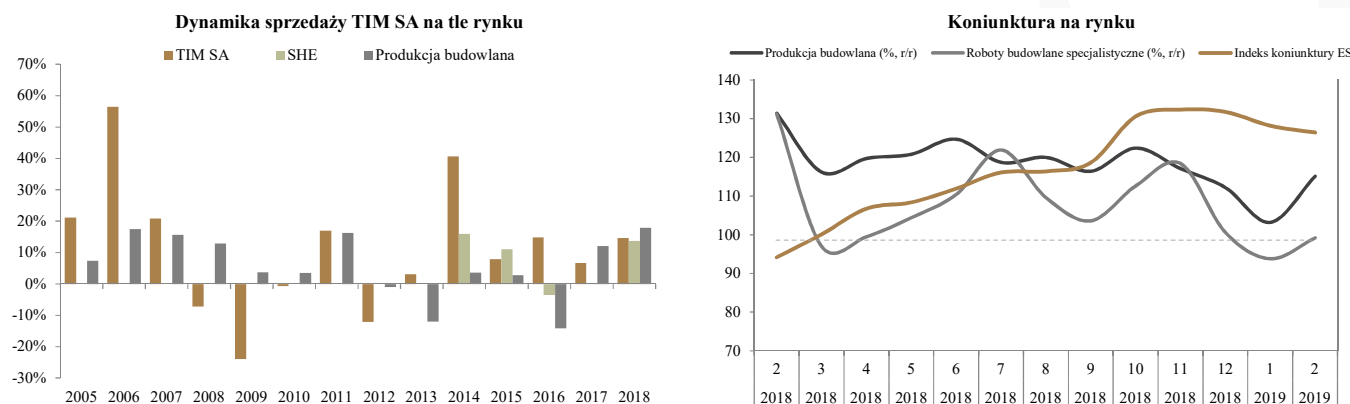
Źródło: TIM, Noble Securities

### Rynek

Jednym z celów dokonanej w TIM-ie rewolucji w działalności handlowej miało być zmniejszenie uzależnienia od rynku budowlanego. Częściowo udało się cel ten zrealizować, jednak całkowite odseparowanie od koniunktury w budownictwie jest naszym zdaniem nierealne – handel materiałami elektroinstalacyjnymi będzie zawsze mniej lub bardziej powiązany z sytuacją w segmencie instalacyjnym (będącym z kolei częścią rynku budowlanego, z ok. 10-proc. udziałem). Niższa dynamika wzrostu sprzedaży względem rynku budowlanego w ostatnich 2 latach wynika z dużych nakładów na infrastrukturę (drogi, koleje), w których jest niewiele wydatków związanych z instalacjami elektrycznymi. Pozytywnie należy odebrać za to wyższą dynamikę w porównaniu do konkurencji (dane SHE – Związku Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki, obejmujące ok. 60% rynku hurtowni elektrycznych).

Początek 2019 r. przyniósł kontynuację negatywnych tendencji, które pojawiły się jeszcze pod koniec ub.r. Coraz niższej dynamice wzrostu towarzyszy spadek koniunktury w branży elektroinstalacyjnej (w obszarze dystrybucji materiałów elektrotechnicznych – wskaźnik koniunktury wyliczany przez branżowy miesięcznik Elektrosystemy).

### Wciąż silna korelacja z rynkiem budowlanym

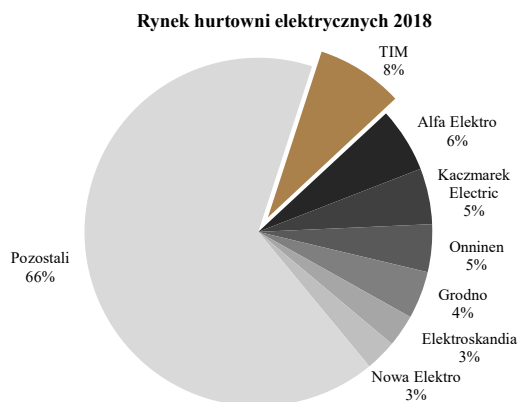


Źródło: TIM, GUS, Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki, Elektrosystemy, Noble Securities

Rynek hurtowni elektrycznych jest silnie rozdrobniony. Obraz ten praktycznie nie zmienia się od wielu lat. Grupa TIM jest liderem z ok. 8% udziałem (razem z Rotopino, dane za 2018 r.). Wartość rynku szacowana jest na ok. 10 mld zł. Na uwagę zasługuje fakt, iż w ub.r. grupa TIM zwiększyła obroty w

handlu o ok. 100 mln zł, podczas gdy konkurenci maksymalnie o ok. 50 mln zł. Można więc śmiało stwierdzić, iż nowa strategia zaczyna przynosić efekty. A biorąc pod uwagę równoległe postępującą poprawę marż, zdobywanie rynku nie odbywa się kosztem spadku rentowności.

### TIM liderem rynku



Źródło: TIM, Noble Securities

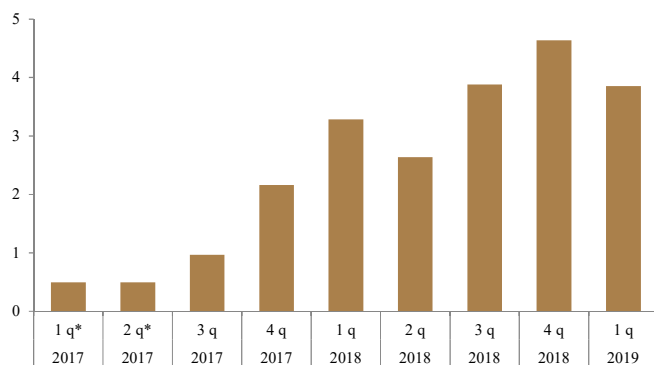
**SEGMENT LOGISTYCZNY: 3LP****Przychody**

Spółka 3LP z siedzibą w Siechnicach została zawiązana w III/2016, a w VII/2016 przejęła od TIM SA zorganizowaną część przedsiębiorstwa – Dział Logistyki, stając się operatorem Centrum Logistycznego w Siechnicach k/Wrocławia. Obecnie spółka ta jest odpowiedzialna w Grupie za obsługę logistyczną: składowanie towaru i operacje magazynowe oraz transport (za pośrednictwem firm zewnętrznych). 3LP jest wynagradzana za każdą przeprowadzoną operację (koszty transportu są refakturowane na klienta). Rosnąca skala działalności 3LP zarówno na potrzeby Grupy jak i na rynku zewnętrznym powoduje, że jednostkowe koszty stałe rozkładają się większą liczbę operacji logistycznych, co z kolei automatycznie obniża jednostkowe koszty obsługi dla TIM S.A.

Wg danych za 2018 r. spółka logistyczna 3LP wygenerowała 74 mln zł przychodów, z czego przychody z usług logistycznych wyniosły ok. 52 mln zł, a pozostała część to koszty transportu i przychody z najmu. Klienci zewnętrzni odpowiadali już za 27,5% przychodów z usług logistycznych (vs 7% w 2017 r.). Docelowo ich udział ma wzrosnąć do 50%. Wyższy udział sprzedaży realizowanej poza grupę powinien w przyszłości przyczynić się do obniżenia kosztów obsługi magazynowej w TIM SA.

**Systematyczny wzrost biznesu logistycznego**

3LP: Przychody z usług logistycznych (mln zł)



\* dane szacunkowe na podstawie raportu półrocznego

Źródło: TIM, Noble Securities

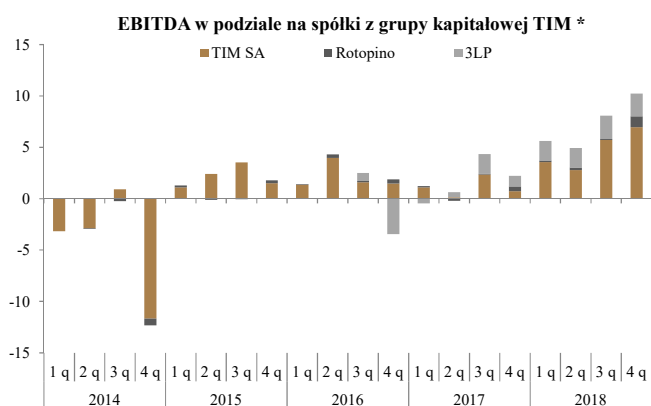
**Koszty. Dźwignia operacyjna**

Działalność logistyczna charakteryzuje się wysoką dźwignią operacyjną (ok. 80% to koszty stałe). Spółka 3LP przekroczyła swój poziom rentowności w połowie 2018 r. Skorygowana EBITDA (liczona bez dochodów ze sprzedaży nieruchomości i podobnych) wyniosła w 2018 r. ok. 8 mln zł, co stanowiło ok. 25% skonsolidowanej EBITDA grupy kapitałowej. W ub.r. 3LP była rentowna na każdym poziomie rachunku wyników.

W strukturze kosztów dominują usługi obce, w tym koszty wynajmu magazynu (w sumie ok. 42 mln zł w 2018 r., z czego sam wynajem to ok. 7 mln zł). Drugą ważną pozycję stanowią koszty pracownicze (16 mln zł) oraz materiały i energia (8 mln zł). Amortyzacja wyposażenia magazynów i automatyki to 6,5 mln zł rocznie. Struktura kosztów w 3LP ulegnie dużej zmianie od 2019 r. po wprowadzeniu MSSF16: wzrośnie amortyzacja, niższe będą koszty usług obcych (zniknie koszt wynajmu), wyższe koszty odsetkowe (szczegóły w dalszej części raportu).

Z uwagi na charakter działalności spółka 3LP jest największym w grupie konsumentem prądu. Z ok. 2,4 GWh energii elektrycznej zużytych w GK TIM w 2018 r., ponad 90% (2,2 GWh) poszło na konto 3LP. Gdyby koszty energii elektrycznej miały zostać podniesione o 50 zł/MWh, to potencjalny wzrost kosztów z tego tytułu wyniósłby ok. 120 tys. zł. Z kolei już w tym roku wzrosną koszty ciepła. 3LP w 2018 r. zużyła 8,6 tys. GJ (co kosztowało ok. 345 tys. zł, przy założeniu ceny jednostkowej na poziomie 40 zł/GJ), ale większa powierzchnia magazynowa (+25%) oraz wyższe taryfy będą miały swoje negatywne przełożenie na koszty począwszy od 2019 r.

## Rosnące zyski biznesu logistycznego



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

Źródło: TIM, Noble Securities

### CAPEX. Aktywa do sprzedaży.

Polityka inwestycyjna 3LP sprowadza się do rozwoju systemów automatyki magazynowej (np. automatyczne regały „shuttle system”, stacje pakowni oraz sorter), pozostawiając budowę specjalistycznym podmiotom spoza grupy kapitałowej. GK TIM zainwestowała dotychczas ok. 60 mln zł na automatykę magazynową. Plany na 2019 r. zakładają dokończenie już rozpoczętych inwestycji (nakłady ok. 5 mln zł) i będzie to ostatni rok wydatków w tej skali. Oczekujemy, że w kolejnych latach CAPEX w 3LP będzie niewielki. Jego ewentualne zwiększenie wiąże się ze wzrostem biznesu, jednak naszym zdaniem spółka może rosnąć do ok. 90 mln zł rocznych przychodów bez większych nakładów. Zarząd deklaruje, że przy obecnych zasobach 3LP jest w stanie obsłużyć obrót grupy TIM do zakładanego w strategii poziomu 1 mld zł.

Do spółki 3LP zostały przekazane wszystkie kompetencje związane z zarządzaniem nieruchomościami w ramach grupy kapitałowej. Z tego powodu wynajem i ewentualna sprzedaż nieruchomości zasila konto 3LP. W 2018 r. doszło do sprzedaży aktywów, z czego wykazano zysk na poziomie ok. 4 mln zł.

Spółka posiada jeszcze 2 nieruchomości, które mogą być potencjalnym przedmiotem sprzedaży:

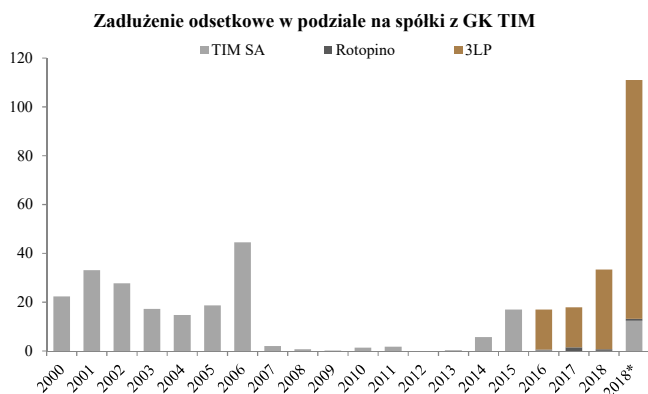
- Budynek biurowy w Siechnicach, wynajmowany przez 3LP podmiotom zewnętrznym (BV=9,6 mln zł),
- Nieruchomość zabudowana (1,17 ha, magazyny, budynki przemysłowe, place składowe) przy ul. Stargardzkiej we Wrocławiu (BV=6,4 mln zł).

Nieruchomość przy ul. Stargardzkiej została przeklasyfikowana do aktywów na sprzedaż z uwagi na podpisaną w 3Q2018 przedwstępna umowę zbycia na rzecz podmiotu z grupy Vantage Development. Finalizacji transakcji spodziewamy się w 2019 r., przy czym wpływ na wynik będzie nieznaczny, grupa zostanie jednak zasilona gotówką na poziomie 6,5 mln zł (ujęte w prognozach NS na 2019 r.).

### Zadłużenie.

W 3LP skupiło się niemal całe zadłużenie grupy kapitałowej (dodatkowo od 2019 r. powiększy się o zadłużenie z tytułu wynajmu wynikające z implementacji MSSF16). Są to przede wszystkim umowy wynajmu długoterminowego hal magazynowych (obecnie 3LP wynajmuje ok. 60 tys. mkw. powierzchni magazynowej, z czego ponad 50 tys. mkw. w Siechnicach oraz 10 tys. mkw. w Wojkowicach – dedykowane pod obsługę jednego z klientów). Wskaźnik zadłużenia (dług netto /EBITDA) w 3LP osiągnął w 2018 r. wartość 4,3x, co jest poziomem akceptowalnym dla tego typu biznesu (tym bardziej we wczesnej fazie rozwoju). Gdyby dodatkowo uwzględnić wyniki całej grupy kapitałowej to wskaźnik ten spadłby do 1,0x.

### 3LP odpowiada za większość zadłużenia w GK TIM



\* po uwzględnieniu MSSF16

Źródło: TIM, Noble Securities

### Potencjał rozwoju

Powierzchnia magazynowa obsługiwana przez 3LP po zwiększeniu bazy w Siechnicach w 2018 r. i wynajęciu dodatkowych 10 tys. mkw. w Wojnowicach wynosi ponad 60 tys. m<sup>2</sup>. Dodatkowo spółka posiada na wyposażeniu nowoczesną automatykę magazynową (tzw. shuttle system), która na obecnym etapie wykorzystywana jest w ok. 30%.

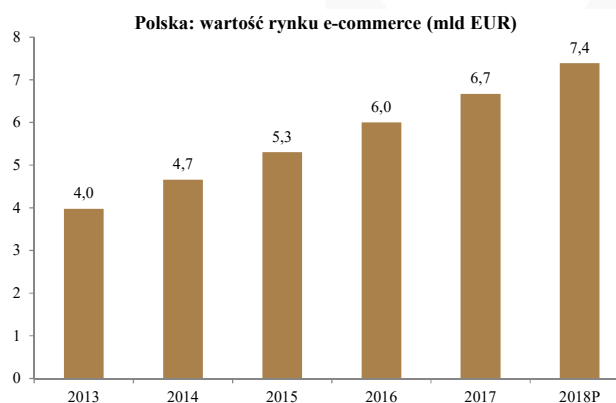
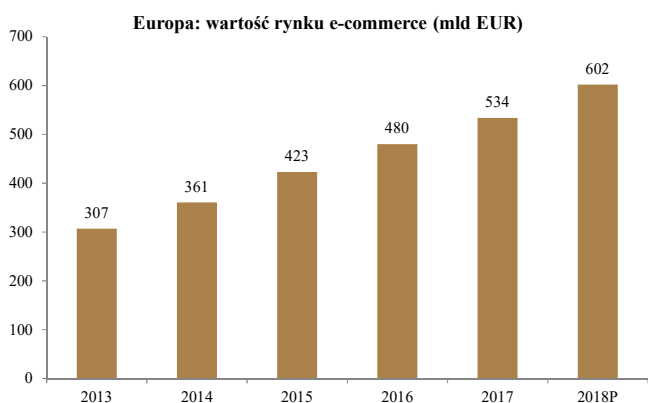
Bardzo ważnym wydarzeniem było podpisanie umowy na świadczenie usługi logistycznej ze światowym liderem sprzedaży wyposażenia wnętrz (start w III/2019). Sądzymy, iż tylko dzięki tej umowie wskaźnik wykorzystania mocy shuttle'a wzrośnie 2-krotnie, generując dodatkowy przychód w kwocie ok. 5-10 mln zł rocznie (z marżą ok. 20-25%). Kolejne inwestycje w tym zakresie planowane są dopiero w momencie osiągnięcia 80% wykorzystania mocy.

Celem zarządu jest wzrost udziału klientów zewnętrznych do 50% sprzedaży usług logistycznych (z 27,5% w 2018 r.). Przy bardzo dynamicznym rozwoju rynku e-commerce cel ten naszym zdaniem jest bardzo realny i powinien zostać osiągnięty w perspektywie 5 lat. Oznaczałoby to przychód od klientów zewnętrznych na poziomie ok. 30 mln zł (vs 14 mln zł w 2018 r.).

### Rynek. Rozwój e-commerce wspiera branżę logistyczną

Spółka 3LP specjalizuje się w zautomatyzowanym outsourcingu logistyki dla podmiotów z sektora e-commerce. Jej rozwój powiązany jest nie tylko ze wzrostem sprzedaży spółki-matki, ale także (a wg nas przede wszystkim) z rozwojem handlu internetowego.

### Stale rosnąca wartość rynku e-commerce

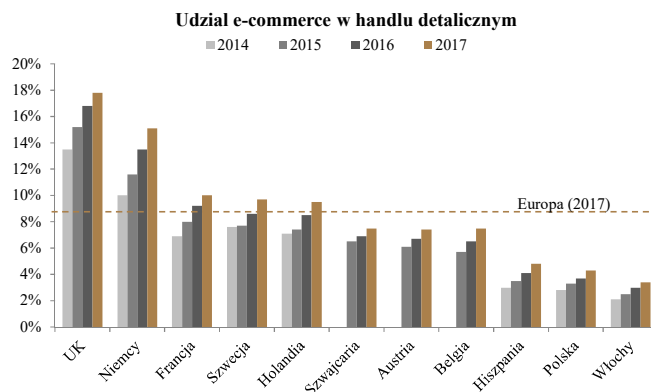


Źródło: Ecommerce Europe, Noble Securities

Wartość rynku e-commerce w kanale B2C w Europie przekroczyła w 2018 r. wg danych Ecommerce Europe 600 mld EUR. Dla porównania w Polsce jest to ok. 7,5 mld EUR (nieco powyżej 1% rynku europejskiego). W ostatnich 5 latach średnioroczne tempo wzrostu w Europie wynosiło ok. 15% (w Polsce było nieco niższe - ok. 13%).

Na tle innych rynków w Polsce obserwujemy relatywnie niski udział e-handlu w łącznej sprzedaży detalicznej (ok. 4,3% vs 9% średnio w Europie, dane za 2017 r.). Potencjał do wzrostu jest więc bardzo duży. A kluczowym czynnikiem wspierającym ten rozwój jest sprawna logistyka dostaw.

### Niski udział e-commerce w Polsce



Źródło: Centre for Retail Research, Noble Securities

### WPLYW MSSF 16

W styczniu 2016 r. Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości wydała Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 16 Leasing („MSSF 16”), który określa nowe zasady dotyczące leasingu w zakresie wyceny, prezentacji i ujawniania informacji. MSSF 16 wprowadza jednolity model rachunkowości leasingobiorcy i wymaga, aby leasingobiorca ujmował aktywa i zobowiązania wynikające z każdego leasingu z okresem przekraczającym 12 miesięcy, chyba że bazowy składnik aktywów ma niską wartość (<5 tys. USD). W dacie rozpoczęcia leasingobiorca ujmuje składnik aktywów z tytułu prawa do użytkowania bazowego składnika aktywów oraz zobowiązanie z tytułu leasingu, które odzwierciedla jego obowiązek dokonywania opłat leasingowych. Leasingobiorca odrębnie ujmuje amortyzację składnika aktywów z tytułu prawa do użytkowania i odsetki od zobowiązania z tytułu leasingu.

TIM SA oraz spółki z grupy (ze wskazaniem przede wszystkim na 3LP) są leasingobiorcą w przypadku umów najmu powierzchni biurowych, powierzchni magazynowych oraz samochodów. Dlatego też w sprawozdaniu za 2018 r. znalazło się zestawienie szacowanego wpływu nowych zasad rachunkowości na wyniki spółki oraz grupy kapitałowej w 2019 r.

W szczególności zmiany wynikające z wdrożenia MSSF 16 przedstawiają się następująco (w odniesieniu do prognoz jednostkowych oraz skonsolidowanych na rok 2019 sporządzonych przez Noble Sec.):

TIMSA (mln zł)	bez MSSF16	zmiana	wg MSSF 16
<b>Elementy rachunku zysków i strat za rok 2019</b>			
Przychody	800,0	0,0	<b>800,0</b>
Koszty operacyjne, w tym	118,9	0,4	<b>119,3</b>
- amortyzacja	3,1	3,3	<b>6,4</b>
- usługi obce	71,4	-2,9	<b>68,4</b>
- pozostałe	44,5	0,0	<b>44,5</b>
Wartość towarów	660,5	0,0	<b>660,5</b>
EBIT	20,6	-0,4	<b>20,2</b>
EBITDA	23,6	2,9	<b>26,6</b>
Odsetki	0,0	0,3	<b>0,3</b>
<b>Elementy bilansu na dzień 01.01.2019</b>			
Rzeczowe aktywa trwałe	1,8	12,3	<b>14,1</b>
Niepodzielony wynik	0,0	0,0	<b>0,0</b>
Leasing	0,0	12,3	<b>12,3</b>
Dług netto	-1,3	12,3	<b>11,0</b>

Źródło: TIM, Noble Securities

GK TIM (mln zł)	bez MSSF16	zmiana	wg MSSF 16
<b>Elementy rachunku zysków i strat za rok 2019</b>			
Przychody	886,9	0,0	<b>886,9</b>
Koszty operacyjne, w tym	149,1	-3,2	<b>145,9</b>
- amortyzacja	11,8	8,3	<b>20,1</b>
- usługi obce	62,5	-11,5	<b>51,0</b>
- pozostałe	74,8	0,0	<b>74,8</b>
Wartość towarów	714,9	0,0	<b>714,9</b>
EBIT	22,9	3,2	<b>26,1</b>
EBITDA	34,6	11,5	<b>46,2</b>
Odsetki	1,3	5,5	<b>6,8</b>
<b>Elementy bilansu na dzień 01.01.2019</b>			
Rzeczowe aktywa trwałe	70,5	72,5	<b>143,0</b>
Niepodzielony wynik	-8,5	-5,1	<b>-13,6</b>
Leasing	32,6	77,6	<b>110,2</b>
Dług netto	31,2	77,6	<b>108,8</b>

Źródło: TIM, Noble Securities

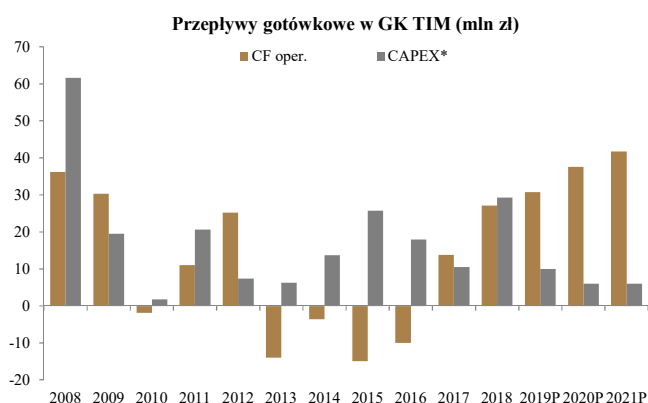
Podsumowując wpływ MSSF 16:

- EBIT jednostkowy spadnie o 0,4 mln zł, a EBIT skonsolidowany wzrośnie o 3,2 mln zł.
- EBITDA jednostkowa wzrośnie o 2,9 mln zł, a skonsolidowana o 11,5 mln zł.
- Wynik netto jednostkowy spadnie o 0,5 mln zł, a skonsolidowany spadnie o 1,8 mln zł.
- Dług netto w TIM SA wzrośnie o 12,3 mln zł, a w grupie o 77,6 mln zł.

## DYWIDENDA

TIM w 2012 r. utworzył fundusz dywidendowy, w którym na koniec 2018 r. znajdowała się kwota 36,4 mln zł (ok. 1,5 zł/akcję). Spółka skorzystała ze środków zgromadzonych na tym koncie tylko 2 razy: w 2013 r. (wówczas w ok. 50% wsparł on wypłatę dywidendy za 2012 r.) oraz w grudniu 2018 r. (kiedy to zasilil wypłatę zaliczki na poczet dywidendy). W ub.r. z funduszu zostało przekazane 21,1 mln zł, a łączna wypłata wyniosła 22,2 mln zł (1 zł/akcję, DY=12,5% wg kursu na dzień publikacji informacji o dywidendzie). WZA przeprowadzone 15.05.2019 zdecydowało o zasileniu funduszu kwotą 9,1 mln zł, dzięki czemu wartość środków zgromadzonych w funduszu wzrosła do 45,5 mln zł (ok. 2 zł/akcję). Biorąc pod uwagę prognozowane przez nas przepływy operacyjne i wyhamowanie wydatków inwestycyjnych, TIM ma potencjał finansowy do utrzymania wysokich wypłat z zysku w latach kolejnych.

## Widzimy potencjał do wypłaty dywidendy w kolejnych latach



\* CAPEX = wydatki na środki trwałe i WNiP poniesione w danym roku obrotowym (bez względu na sposób finansowania, na podstawie danych z raportów finansowych TIM nt. ruchu środków trwałych)

Źródło: TIM, P – prognoza Noble Securities

## PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

Osobno oszacowaliśmy przyszłe wyniki TIM SA, jak i wyniki skonsolidowane. Dla spółek zależnych Rotopino i 3LP stworzyliśmy modele uproszczone.

### TIM SA

**Przychody.** Założyliśmy wzrost przychodów ze sprzedaży towarów o 6,5% w roku 2019, po 5% w latach 2020-21 oraz 2,5% (inflacyjnie) w następnych latach prognozy. Pozostałe przychody (najem powierzchni komercyjnych, wsparcie marketingowe itp.) ustaliliśmy na poziomie 0,9% łącznych przychodów (vs 0,7-0,9% w poprzednich 3 latach). Przypominamy, że celem nakreślonym przez zarząd w Strategii TIM SA na lata 2019-21 jest wzrost przychodów na poziomie 5% powyżej inflacji. Spółka chciałaby ten cel wypełnić poprzez wzrost średniej dziennej wartości obrotów w kanale on-line do poziomu min. 2,5 mln zł.

**Marża na towarach.** Przyjęliśmy marżę na towarach na poziomie roku 2018 (16,7%). Założenie to traktujemy jako konserwatywne zważywszy na systematyczny wzrost marż, z jakim mieliśmy do czynienia w TIM SA od dołka w 2015 r. (średnioroczny wzrost 1 p.p.) oraz ciągłą pracę nad poprawą struktury produktowej (towary „zielone” vs „czerwone”).

**Koszty.** Koszty operacyjne będą kontynuowały spadek w relacji do przychodów. Amortyzacja wzrośnie w wyniku inwestycji dokonanych w 2018 r. jak i wdrożenia standardu MSSF 16. Udział usług obcych będzie niższy (MSSF 16). Dynamika wzrostu kosztów pracowniczych będzie skorelowana ze wzrostem zysku na sprzedaży towarów (30% tego przyrostu będzie zwiększało fundusz płac – zarówno poprzez wzrost zatrudnienia jak i wyższe wynagrodzenia czy premie). Odpis na towary pozostanie na poziomie ok. 5% wartości zapasów (vs średnio 6% w ostatnich 3 latach), choć zarząd deklaruje spadek tego wskaźnika w porównaniu do 2018 r.

**Saldo pozostałej działalności operacyjnej.** Nie uwzględniliśmy w prognozach żadnych zysków/strat na tym poziomie rachunku wyników. Spodziewana sprzedaż aktywów pozaoperacyjnych będzie neutralna z punktu widzenia generowanego wyniku na transakcji.

**Saldo działalności finansowej.** TIM SA posiadał cash netto na koniec 2018 r. (1,3 mln zł). Wzrost kosztów odsetkowych (mało istotny dla całego wyniku) do ok. 0,3 mln zł w 2019 r. wynika z implementacji standardu MSSF 16.

**Wskaźniki rotacji** utrzymaliśmy na poziomie 2018 r., tak więc zapotrzebowanie na kapitał obrotowy jest jedynie funkcją wzrostu sprzedaży (średniorocznie < 4 mln zł w latach 2019-21).

**CAPEX** przyjęliśmy na poziomie 5 mln zł w latach 2019-21 (głównie inwestycje w IT), w kolejnych latach na poziomie amortyzacji (tj. powyżej 6 mln zł).

TIM SA nie posiadał **zadłużenia** na koniec 2018 r., a cash netto wyniósł 1,3 mln zł. W 2019 r. zadłużenie wzrośnie z uwagi na MSSF 16 (+12,3 mln zł), jednak dług netto nie zwiększy się z tego tytułu.

Niskie zapotrzebowanie na kapitał (CAPEX + kap. obrotowy < 10 mln zł rocznie) przy rosnących wpływach z działalności podstawowej (średniorocznie ok. 25 mln zł w latach 2019-21) pozwala kontynuować politykę **dywidendową**. Nie spodziewamy się powtórzenia wypłaty tak wysokiej dywidendy jak miało to miejsce w roku 2018 (1,00 zł na akcję), niemniej transfery do akcjonariuszy na poziomie ok. 10 mln zł (ok. 0,5 zł/akcję) wydają się realne.

Prognozowany na 2019 r. wzrost EBITDA (+9,6 mln zł) w części (ok. 3 mln zł) pochodzi ze zmiany standardów rachunkowości, częściowo (2,3 mln zł) z braku negatywnych zdarzeń jednorazowych (w 2018 r. spółka dokonała odpisów na WNiP), natomiast w pozostałej części (ok. 4,5 mln zł) jest efektem wzrostu wartości sprzedaży i poprawy rentowności operacyjnej. Zwracamy uwagę, iż każde dodatkowe 50 mln zł przychodów przy utrzymaniu rentowności generuje EBIT w kwocie ok. 1 mln zł. Z kolei spodziewany wzrost rentowności o ok. 0,5 p.p. (na skutek niższej dynamiki kosztów) pozwala na podniesienie EBIT o ponad 3 mln zł.



## Rotopino

**Przychody.** Założyliśmy wzrost przychodów ze sprzedaży o 10% w latach 2019-20 oraz 2,5% (inflacyjnie) w następnych latach prognozy.

**Marża na towarach.** Przyjeliśmy marżę na towarach na poziomie roku 2018 (18,7%).

**Koszty operacyjne.** Bardzo konserwatywnie przyjęliśmy neutralny wpływ Rotopino na zyski biznesu handlowego jak i wyniki skonsolidowane grupy kapitałowej TIM. W ostatnich latach spółka generowała dodatnią rentowność, niemniej w rosnącej masie zysku TIM SA udział tego podmiotu staje się pomijalny. Spółka nie ma znaczącego **zadłużenia**. Wpływ na dług netto jak i generowane koszty finansowe – pomijalny.

## 3LP

**Przychody.** Wzrost przychodów zależy jest od dynamiki wzrostu sprzedaży części handlowej grupy TIM (tj. TIM SA i Rotopino), jak i pozyskiwania klientów spoza grupy, przy czym rosnący udział klientów zewnętrznych będzie obniżał jednostkowe przychody generowane z tego pierwszego źródła. Dlatego też tempo wzrostu przychodów „grupowych” w 3LP będzie niższe niż wynikałoby to z dynamiki osiągniętej przez segment handlowy. Rozpoczęcie świadczenia usług logistycznych dla światowego lidera sprzedaży wyposażenia wewnątrz w 2019 r. będzie kluczowym czynnikiem wzrostu sprzedaży zewnętrznej w 3LP począwszy od tego roku. Potencjał wzrostu (bez ewentualnych dalszych inwestycji) jest też ograniczony do możliwości shuttle’a, a więc wg naszych szacunków jeszcze ok. 6 mln zł ponad poziom roku 2019. Przy odpowiedniej optymalizacji procesów poziom ten mógłby nieco wzrosnąć, jednak trudno jest nam obecnie szacować do jakiej wartości.

**Koszty operacyjne.** Historyczne koszty szacowaliśmy na podstawie danych skonsolidowanych GK TIM oraz jednostkowych raportów TIM SA i raportów Rotopino. Począwszy od 2019 r. istotnie wzrośnie amortyzacja (oddanie nowej powierzchni magazynowej w 2H2018 r. oraz wpływ MSSF 16), a spadną koszty usług obcych (MSSF 16). W tej drugiej pozycji wykazywane były dotychczas koszty wynajmu magazynu (ok. 8 mln zł), które znikną po implementacji standardu MSSF 16. Udział kosztów pracowniczych pozostanie na poziomie ok. 21,5% realizowanych przychodów (podobnie jak w 2018 r.), a kosztów materiałów i energii na poziomie ok. 11,5% (podobnie jak w 2018 r.; koszty ten mogą bardziej wzrosnąć z uwagi na rosnące ceny energii elektrycznej i ciepła).

**Zadłużenie** w 3LP na koniec 2018 r. szacujemy na ok. 32 mln zł i praktycznie wypełniało całość zadłużenia GK TIM. Wartość ta powiększy się o ok. 65 mln zł w związku z wdrożeniem MSSF 16.

**CAPEX** w 3LP będzie w 2019 r. jeszcze zauważalny (5 mln zł - dokończenie inwestycji rozpoczętych w 2018 r., głównie w systemy magazynowe), a w latach 2020-21 spadnie do ok. 1 mln zł. Nie zakładamy zwiększenia potencjału spółki (i tym samym wyższych wydatków), choć przy dalszym dynamicznym rozwoju spółki może być to konieczne po 2021 r.

TIM SA (mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>614,8</b>	<b>655,7</b>	<b>751,5</b>	<b>800,0</b>	<b>840,0</b>	<b>882,0</b>
Zysk brutto na sprzedaży	93,5	106,1	131,0	139,5	146,5	153,8
<i>marża na towarach</i>	<i>14,6%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,7%</i>
Koszty operacyjne	90,4	105,4	116,3	119,3	123,8	128,4
<i>% przychodów</i>	<i>14,7%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,6%</i>
Zysk na sprzedaży	3,1	0,7	14,8	20,2	22,7	25,3
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	5,1	0,6	-1,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	8,2	1,3	12,9	20,2	22,7	25,3
<b>EBITDA</b>	<b>13,5</b>	<b>4,9</b>	<b>17,2</b>	<b>26,6</b>	<b>29,1</b>	<b>31,7</b>
Koszty i przychody finansowe netto	-0,3	-0,2	-0,4	-0,2	0,5	0,8
Zysk netto raportowany	5,7	0,7	10,2	16,2	18,8	21,2
<b>Zysk netto powtarzalny</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>12,6</b>	<b>16,2</b>	<b>18,8</b>	<b>21,2</b>
Amortyzacja	4,5	4,7	5,5	7,4	7,8	7,1
CAPEX	-10,9	-3,8	-1,6	-5,0	-5,0	-5,0
CF operacyjny	-2,3	12,5	19,7	18,4	21,8	24,0
Dywidenda	0,0	0,0	22,2	0,0	10,5	10,5
<b>Dług netto</b>	<b>-3,4</b>	<b>-12,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>-17,2</b>

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Rotopino (mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody</b>	<b>50,8</b>	<b>56,6</b>	<b>60,8</b>	<b>66,9</b>	<b>73,6</b>	<b>75,4</b>
Zysk brutto na sprzedaży	8,1	9,5	11,4	12,5	13,7	14,1
<i>marża na towarach</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,9%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>
Koszty operacyjne	7,4	9,5	10,8	12,5	13,7	14,1
<i>% przychodów</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,7%</i>
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>0,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Źródło: Rotopino (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

3LP (mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody razem		60,2	74,2	80,3	81,8	83,3
<b>Przychody zewnętrzne</b>		<b>4,1</b>	<b>14,4</b>	<b>20,0</b>	<b>23,0</b>	<b>26,0</b>
EBIT		-7,0	1,1	5,9	6,2	6,6
<b>EBITDA</b>		<b>-0,7</b>	<b>7,6</b>	<b>17,3</b>	<b>17,7</b>	<b>18,0</b>

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>667,4</b>	<b>719,2</b>	<b>830,3</b>	<b>886,9</b>	<b>936,6</b>	<b>983,4</b>
Zysk brutto na sprzedaży	103,9	123,6	161,1	172,0	183,2	193,9
Koszty sprzedaży i zarządu (bez MSSF16)	105,9	126,3	143,5	149,1	157,5	165,2
Koszty sprzedaży i zarządu				145,9	154,3	161,9
Zysk na sprzedaży (bez MSSF16)	-2,1	-2,7	17,7	22,9	25,7	28,7
Zysk na sprzedaży				26,1	28,9	31,9
Pozostałe przychody i koszty operacyjne	5,7	-0,5	2,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT (bez MSSF16)</b>	<b>3,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>19,9</b>	<b>22,9</b>	<b>25,7</b>	<b>28,7</b>
<b>EBIT</b>				<b>26,1</b>	<b>28,9</b>	<b>31,9</b>
Koszty i przychody finansowe netto (bez MSSF16)	-0,6	-1,1	-1,1	-1,2	2,5	3,6
Koszty i przychody finansowe netto				-6,7	-3,0	-1,9
Zysk przed opodatkowaniem	3,0	-4,3	18,7	19,4	25,9	30,0
Podatek dochodowy	1,4	-0,4	3,6	3,7	4,9	5,7
<b>Zysk netto raportowany (bez MSSF16)</b>	<b>1,6</b>	<b>-3,7</b>	<b>15,1</b>	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>	<b>26,2</b>
<b>Zysk netto raportowany</b>				<b>15,7</b>	<b>21,0</b>	<b>24,3</b>
<b>Zysk netto powtarzalny (bez MSSF16)</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,7</b>	<b>11,9</b>	<b>17,5</b>	<b>22,8</b>	<b>26,2</b>
<b>Zysk netto powtarzalny</b>				<b>15,7</b>	<b>21,0</b>	<b>24,3</b>
Amortyzacja (bez MSSF16)	7,9	10,4	11,2	11,8	12,7	13,3
Amortyzacja				20,1	21,0	21,6
<b>EBITDA (bez MSSF16)</b>	<b>11,5</b>	<b>7,3</b>	<b>31,1</b>	<b>34,6</b>	<b>38,4</b>	<b>42,0</b>
<b>EBITDA</b>				<b>46,2</b>	<b>49,9</b>	<b>53,5</b>

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Bilans	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa</b>	<b>343,0</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>461,8</b>	<b>482,5</b>	<b>506,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>108,5</b>	<b>110,9</b>	<b>116,2</b>	<b>178,7</b>	<b>163,7</b>	<b>148,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP (bez MSSF16)	92,0	91,9	100,7	98,9	92,2	84,9
Rzeczowe aktywa trwałe i WNiP				163,1	148,1	132,6
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Inne aktywa trwałe	10,6	13,1	9,7	9,7	9,7	9,7
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>234,6</b>	<b>255,5</b>	<b>253,8</b>	<b>283,1</b>	<b>318,9</b>	<b>357,9</b>
Zapasy	89,7	98,2	102,0	108,9	115,0	120,8
Należności handlowe	135,2	142,7	142,1	151,8	160,3	168,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8,4	13,5	2,2	21,2	42,3	67,5
Inne aktywa obrotowe	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4
<b>Pasywa</b>	<b>343,0</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>461,8</b>	<b>482,5</b>	<b>506,0</b>
<b>Kapitał własny razem</b>	<b>168,3</b>	<b>164,7</b>	<b>155,4</b>	<b>166,0</b>	<b>176,5</b>	<b>190,3</b>
<b>Zobowiązania długookresowe</b>	<b>21,6</b>	<b>23,3</b>	<b>36,1</b>	<b>36,1</b>	<b>36,1</b>	<b>36,1</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe	13,2	12,7	25,3	25,3	25,3	25,3
Inne	8,4	10,6	10,8	10,8	10,8	10,8
<b>Zobowiązania krótkookresowe</b>	<b>148,0</b>	<b>173,8</b>	<b>178,5</b>	<b>259,7</b>	<b>269,9</b>	<b>279,5</b>
Kredyty, pożyczki i inne zob. fin. (bez MSSF16)	3,7	5,3	8,1	0,0	0,0	0,0
Kredyty, pożyczki i inne zob. finansowe				77,6	77,6	77,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	135,0	157,6	157,2	167,9	177,4	186,2
Inne	9,3	10,8	13,2	14,1	14,9	15,7

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Rachunek przepływów pieniężnych	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk netto	1,6	-3,7	15,1	15,7	21,0	24,3
Amortyzacja	7,9	10,4	11,2	20,1	21,0	21,6
Zmiana kapitału obrotowego	-14,5	8,2	-1,2	-5,0	-4,4	-4,2
<b>CF operacyjny</b>	<b>-10,0</b>	<b>13,8</b>	<b>27,2</b>	<b>30,7</b>	<b>37,6</b>	<b>41,7</b>
CAPEX	-17,9	-10,5	-29,3	-10,0	-6,0	-6,0
Inwestycje kapitałowe	0,0	0,0	6,8	0,0	0,0	0,0
Dezynwestycje i inne	20,0	1,4	15,4	6,3	0,0	0,0
Inwestycje w instrumenty dłużne	0,0	0,0	0,0	-18,9	-21,0	-25,1
<b>CF inwestycyjny</b>	<b>2,1</b>	<b>-9,1</b>	<b>-7,1</b>	<b>-22,6</b>	<b>-27,0</b>	<b>-31,1</b>
Podwyższenie kapitału	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana zadłużenia odsetkowego	0,0	0,0	15,4	-8,1	0,0	0,0
Dywidenda i inne wypłaty dla właścicieli	0,0	0,0	-22,2	0,0	-10,5	-10,5
<b>CF finansowy</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-31,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>-10,5</b>	<b>-10,5</b>
<b>CF</b>	<b>-7,5</b>	<b>5,1</b>	<b>-11,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Stan środków pieniężnych na początek okresu	15,9	8,4	13,5	2,2	2,3	2,4
Stan środków pieniężnych na koniec okresu	8,4	13,5	2,2	2,3	2,4	2,6

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Wybrane wskaźniki	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
marża EBITDA	1,7%	1,0%	3,7%	5,2%	5,3%	5,4%
marża EBIT	0,5%	-0,4%	2,4%	2,9%	3,1%	3,2%
marża netto	0,2%	-0,5%	1,8%	1,8%	2,2%	2,5%
Dług netto (bez MSSF16)	8,5	4,5	31,2	4,1	-17,0	-42,2
Dług netto				81,8	60,7	35,4
Dług netto/EBITDA	0,7	0,6	1,0	1,8	1,2	0,7
Liczba akcji	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Dywidenda na akcję	0,00	0,00	1,00	0,47	0,47	0,47
P/BV	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,1

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

Roczne stopy wzrostu	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	16%	8%	15%	7%	6%	5%
EBITDA	-24%	-37%	328%	49%	8%	7%
EBIT	-47%	nd	nd	31%	11%	10%
Zysk netto	-67%	nd	nd	4%	34%	16%
Zysk netto powtarzalny	nd	nd	nd	32%	34%	16%

Źródło: TIM (2016-2018), Noble Securities (2019-2021), prognozy na lata 2019-21 wg MSSF16 (chyba że wskazano inaczej)

**OBJAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ ZASTOSOWANEJ W RAPORCIE ANALITYCZNYM**

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

**ZASTRZEŻENIA PRAWNE**
**PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA RAPORTU ANALITYCZNEGO**

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

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

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

Przedstawione w Raporcie prognozy oraz elementy 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 nietrafne.

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

Raport wydawany przez NS obowiązuje przez okres 24 miesięcy, chyba że zostanie wcześniej zaktualizowany. Częstotliwość aktualizacji wynika z terminu publikacji przez Emitenta wyników finansowych za dany okres sprawozdawczy, sytuacji rynkowej lub subiektywnej oceny Analityka.

**SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NS W RAPORCIE**

**Metoda DCF** (ang. *discounted cash flow*) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

**Metoda porównawcza** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). 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 MOGLYBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ RAPORTU**

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

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

**ROZWIĄZANIA ORGANIZACYJNE I ADMINISTRACYJNE ORAZ BARIERY INFORMACYJNE USTANOWIONE W CELU ZAPOBIEGANIA KONFLIKTOM INTERESÓW ORAZ ICH 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](http://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 zamknięte na klucz) oraz w zakresie dostępu do systemów informatycznych.

NS posiada wdrożony regulamin w zakresie wykonywania czynności polegających na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a także procedurę wewnętrzną regulującą przedmiotowy zakres. NS ujawnia w treści sporządzanych przez siebie Raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych Raportów. Zakazane jest przyjmowanie przez NS lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych od podmiotów posiadających istotny interes w treści Raportu, proponowanie Emitentowi przez NS lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, Raportu, zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową, przed rozpoczęciem jego dystrybucji w celach innych niż weryfikacja zgodności działania NS z jego zobowiązaniami prawnymi.

NS posiada wdrożony regulamin wewnętrzny dotyczący zasad zawierania transakcji osobistych przez osoby zaangażowane, który m.in. zabrania wykorzystywania do transakcji osobistych informacji uzyskanych w związku z wykonywanymi czynnościami służbowymi. Ponadto Analitycy nie mogą zawierać transakcji osobistych

dotyczących instrumentów finansowych Emitenta bądź powiązanych instrumentów finansowych przed rozpoczęciem rozpowszechniania Raportu, a także transakcji osobistych sprzecznych z treścią Raportu oraz w przypadku, gdy NS rozpoczyna lub prowadzi prace nad emisją instrumentów finansowych Emitenta od czasu powzięcia przez Analityka informacji w tym zakresie do czasu opublikowania prospektu – w przypadku oferty publicznej albo do uruchomienia oferty..

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

#### POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

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

#### Raport ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

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

#### Raport

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

#### UWAGI KOŃCOWE

Analityk sporządzający Raport: Michał Sztabler

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 17.06.2019, godz. 10.35. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 17.06.2019, godz. 10.45.

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

NS podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego..

## 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)
11 bit studios	Kupuj	464,7	395,0	389,5	19%	06.06.2019	9M	Kamil Jędrej
Amrest Holdings	Kupuj	52,1	37,5	38,0	37%	21.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Dino Polska	Trzymaj	111,0	112,7	127,0	-13%	20.05.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Budimex	Trzymaj	143,5	145,0	134,2	7%	28.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Eurocash	Akumuluj	26,8	22,4	20,4	32%	15.03.2019	9M	Krzysztof Radojewski
Amica	Kupuj	139,5	111,4	116,0	20%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Izoblok	Kupuj	45,0	29,4	26,8	68%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Wielton	Akumuluj	11,3	9,8	9,2	23%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
Apator	Kupuj	31,0	22,8	24,2	28%	07.01.2019	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Kupuj	194,3	150,7	208,5	-7%	04.01.2019	9M	Kamil Jędrej
Pfleiderer Group	Trzymaj	33,8	31,4	20,0	69%	19.12.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Aplisens	nd	16,0	10,5	10,2	57%	18.12.2018	nd	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Kupuj	43,5	29,0	8,4	415%	17.12.2018	w trakcie aktualizacji	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,7	45,0	45,2	19%	14.12.2018	9M	Michał Sztabler
11 bit studios	Kupuj	321,8	264,0			30.11.2018	9M	Kamil Jędrej
Dino Polska	Trzymaj	83,9	83,5			27.11.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Amrest Holdings	Akumuluj	52,5	47,5			09.10.2018	9M	Krzysztof Radojewski
Ciech	Kupuj	72,2	47,7			26.09.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Bogdanka	Akumuluj	67,6	61,4			24.09.2018	w trakcie aktualizacji	Michał Sztabler
Eurocash	Kupuj	24,8	20,6			31.08.2018	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Kupuj	62,7	49,8			23.08.2018	9M	Michał Sztabler
CD Projekt	Trzymaj	213,2	197,4			06.08.2018	9M	Kamil Jędrej
Alumetal	Trzymaj	53,8	48,5			01.08.2018	zawieszona	Dawid Radzyński
Budimex	Redukuj	106,4	126,6			30.07.2018	9M	Krzysztof Radojewski
PKP Cargo	Akumuluj	53,1	45,1			19.06.2018	9M	Michał Sztabler
Elektrobudowa	Trzymaj	74,6	70,8			19.06.2018	9M	Krzysztof Radojewski

(1) Data wydania jest równocześnie datą pierwszego rozpowszechnienia, (2) rekomendacja obowiązuje przez 9 miesięcy lub do momentu aktualizacji

(3) Opis stanowisk: Krzysztof Radojewski - Dyrektor Departamentu Analiz Rynkowych, Michał Sztabler - Analityk Akcji, Dawid Radzyński - Młodszy Analityk Akcji (zakończył pracę w NS z dn. 31.12.2018), Kamil Jędrej - Młodszy Analityk Akcji, \*korekta ceny o split akcji

## DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH

Krzysztof Radojewski  
[krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl](mailto:krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl)  
 mobile: +48 22 213 22 35  
 spółki przemysłowe, handlowe, budowlane, deweloperzy

Michał Sztabler  
[michal.sztabler@noblesecurities.pl](mailto:michal.sztabler@noblesecurities.pl)  
 tel: +48 22 213 22 36  
 spółki przemysłowe, energetyka, wydobywcze, transport

Kamil Jędrej  
[kamil.jedrej@noblesecurities.pl](mailto:kamil.jedrej@noblesecurities.pl)  
 gaming, IT, media

Dariusz Dadej  
[dariusz.dadej@noblesecurities.pl](mailto:dariusz.dadej@noblesecurities.pl)