

TIM – kupuj

6 maja 2019 r., godz. 08:00

Po kilku latach chudych pora na lata tłuste?

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla akcji TIM S.A., w przypadku których 12-miesięczną cenę docelową ustaliliśmy na poziomie 11,50 zł. Przy bieżącym kursie giełdowym oznacza to potencjał wzrostu równy 35,3%.

Grupa Kapitałowa TIM ma za sobą rekordowy 2018 rok zarówno pod względem osiągniętych przychodów (830,3 mln zł, +15,4% rdr), jak i wypracowanych zysków. Zwracamy uwagę, że w 2018 roku wszystkie spółki z Grupy Kapitałowej osiągnęły dodatnie wyniki finansowe. Jednocześnie pierwszy raz od momentu zmiany modelu biznesowego przez TIM S.A. (postawienie na e-commerce i rozwój handlu online), czyli od 2013 roku, Grupa osiągnęła dodatni wynik na sprzedaży, który wyniósł 17,7 mln zł. Zysk netto sięgnął natomiast 15,1 mln zł, choć był on podwyższony o zdarzenia jednorazowe (per saldo ponad 2 mln zł na pozostałej działalności operacyjnej).

Zakładamy, że 2018 rok był tylko preludium do tego, co Grupa jest w stanie pokazać w kolejnych latach. W naszych prognozach oczekujemy dalszej poprawy zarówno przychodów, jak i realizowanych marż. Przyczynić ma się do tego wiele czynników, w tym m.in. zwiększenie obecności podmiotu dominującego TIM S.A. w regionach Polski, gdzie jego udział rynkowy jest relatywnie niski, wprowadzenie nowych modeli sprzedaży, dalsza poprawa marży brutto na sprzedaży (ta systematycznie rośnie od 2015 roku) czy wzrost skali działalności i efekt dźwigni operacyjnej w spółkach zależnych.

W naszych prognozach (bez uwzględnienia wpływu nowego standardu MSSF 16) zakładamy, że przychody Grupy w 2019 roku wyniosą 910,6 mln zł (+9,7% rdr), a zysk na sprzedaży wyniesie 23,7 mln zł (+34,3% rdr). Przekłada się to na poprawę marży na sprzedaży o 0,5 p.p. rdr, do 2,6%. Natomiast wynik EBITDA prognozujemy na poziomie 36,4 mln zł (+17,3% rdr). W kolejnych latach prognozy oczekujemy utrzymania wysokiego tempa wzrostu wyników. Zgodnie z naszymi założeniami w latach 2020 i 2021 przychody będą rosły w tempie odpowiednio 9,7% i 9,6% rdr, a wynik EBITDA poprawi się o 12,1% i 11,1% rdr.

Ze względu na odzyskanie rentowności biznesu w 2018 roku i naszym prognozą jej dalszej poprawy zakładamy, że Emitent będzie wypłacał dywidendę w kolejnych latach. W 2018 roku TIM wypłacił zaliczkę na poczet dywidendy w wysokości 1 zł na akcję, przy czym zdecydowana większość tej kwoty pochodziła z funduszu dywidendowego. Naszym zdaniem tak wysoka dywidenda będzie trudna do powtórzenia w kolejnych latach. W naszym modelu zakładamy, że w 2019 roku dywidenda może wynieść około 0,42 zł na akcję, co przełoży się na stopę dywidendy w okolicach 4,9%.

Wycena akcji:

Cena bieżąca (02.05.2019 r.)	8,50 zł
Cena docelowa (12-miesięczna)	11,50 zł
Potencjał wzrostu	35,3%

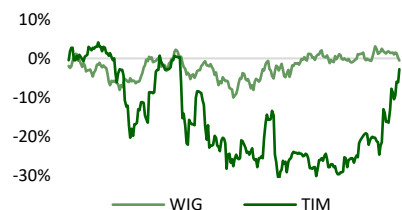
Informacje o spółce:

Spółka TIM S.A. to największy hurtowy dystrybutor artykułów elektrotechnicznych w Polsce. W skład Grupy Kapitałowej TIM wchodzi również Rotopino.pl S.A. (internetowa sprzedaż narzędzi i elektronarzędzi) oraz 3LP S.A. (operator Centrum Logistycznego w Siechnicach).

Akcjonariat (udział w liczbie głosów):

Krzysztof Folta z żoną Ewą	22,97%
Krzysztof Wieczorkowski	13,51%
TFI Rockbridge SA	11,65%
OFE Nationale-Nederlanden	7,05%
Norges Bank	5,02%
Pozostali	39,80%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

Brak

Analitycy:

Adrian Mackiewicz, DI
Członek Zarządu, Analityk
amackiewicz@domanaliz.pl

Paweł Juszcak, CFA, MPW
Członek Zarządu, Analityk
pjuszcak@domanaliz.pl

Prognozy i wskaźniki

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	667,4	719,2	830,3	910,6	998,9	1 095,2	1 177,1	1 259,3
EBITDA	11,5	7,3	31,1	36,4	40,9	45,4	49,0	51,8
EBITDA według MSSF 16	-	-	-	47,9	52,4	56,9	60,5	63,3
EBIT	3,6	-3,2	19,9	24,0	28,1	32,5	36,0	38,7
EBIT według MSSF 16	-	-	-	27,3	31,3	35,8	39,2	42,0
Zysk netto	1,6	-3,7	15,1	18,5	21,8	25,4	28,2	30,4
EPS	0,07	-0,17	0,68	0,83	0,98	1,14	1,27	1,37
DPS	-	-	1,00	0,42	0,49	0,57	0,63	0,68
P/E	184	-	9,1	10,2	8,7	7,4	6,7	6,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF	4
Założenia przyjęte w wycenie	4
Wpływ implementacji nowego standardu MSSF 16	5
Prognoza wyników finansowych	6
Wynik wyceny metodą DCF	7
Opis spółki	10
Profil działalności i model biznesowy	10
Struktura Grupy Kapitałowej	16
Akcjonariat	17
Strategia działalności i plany rozwoju	18
Polityka dywidendy	19
Analiza otoczenia	20
Otoczenie makroekonomiczne	20
Rynek handlu materiałami elektrotechnicznymi	24
Rynek e-commerce B2B	26
Analiza historycznych wyników finansowych	27
Przychody i koszty	27
Sytuacja majątkowa	31
Analiza wskaźnikowa	33
Kluczowe czynniki ryzyka	35
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	36

Podsumowanie wyceny

Do wyceny Spółki TIM wykorzystaliśmy metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).

Oszacowana przez nas wycena jednej akcji TIM w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 11,50 zł.

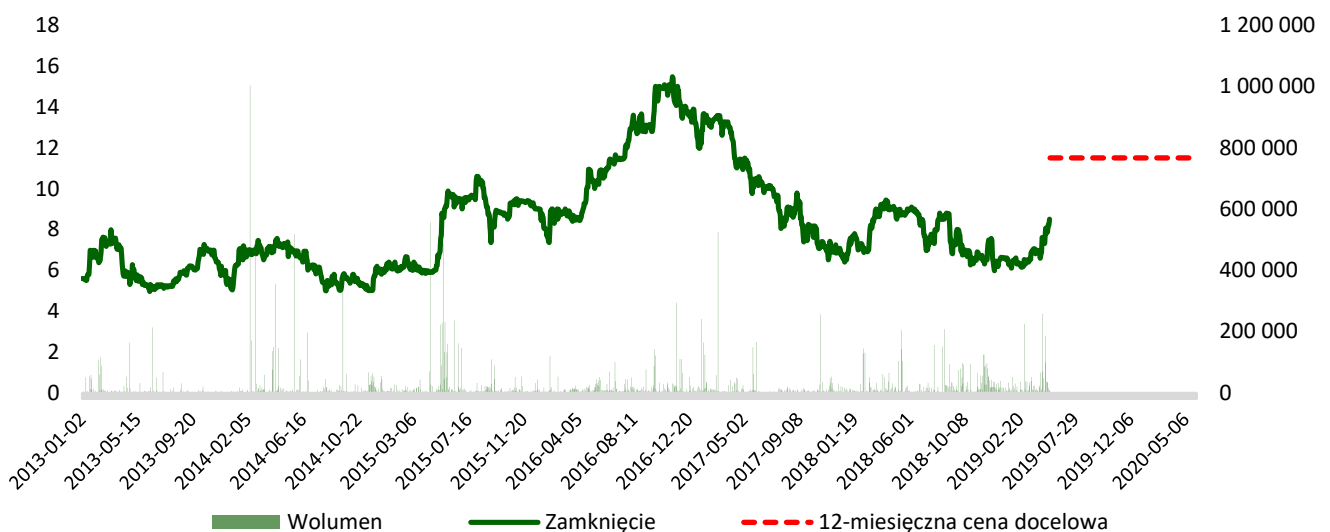
Wynik wyceny akcji TIM	
Wynik wyceny metodą DCF	11,50 zł
Waga w końcowej wycenie	100%
Wycena końcowa 1 akcji	11,50 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Biorąc pod uwagę bieżącą cenę rynkową akcji TIM (8,50 zł), potencjał wzrostu wynosi 35,3%.

Jednocześnie zwracamy uwagę na niską płynność notowań akcji TIM. Wycena przedstawiona w niniejszej rekomendacji nie uwzględnia ewentualnego dodatkowego dyskonta z tytułu braku płynności.

Notowania TIM i wycena końcowa



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW i szacunków Domu Analiz SII.

Wycena metodą DCF

Wycenę akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 5-letniej prognozy wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom kapitału własnego i wierzycielom (FCFF).

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na styczeń 2019 roku)¹, tj. około 7,14%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3,0%, zbliżonym do bieżącej rentowności 10-letnich krajowych obligacji skarbowych. Przyjęto wartość długu netto Grupy według stanu z 31 grudnia 2018 roku.

Na podstawie powyższej metody docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego TIM oszacowaliśmy na poziomie 255,3 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję TIM daje wartość 11,50 zł.

Założenia przyjęte w wycenie

Nasze prognozy i wycenę oparliśmy na następujących założeniach:

- prognozujemy, że Grupa Kapitałowa TIM będzie kontynuować dynamiczny rozwój i w dalszym ciągu zwiększać skalę działalności. Zakładamy, że przychody w najbliższych latach będą wykazywały wysoką, lecz jednocyfrową dynamikę wzrostu. Naszym zdaniem czynnikami wspierającymi wzrost sprzedaży będą m.in.: (1) zwiększenie obecności podmiotu dominującego TIM S.A. w regionach Polski, gdzie jego udział rynkowy jest relatywnie niski, (2) nowe modele sprzedaży, (3) poprawa efektywności Rotopino.pl, (4) inwestycje przeprowadzone w Centrum Logistycznym w Siechnicach zarządzanym przez 3LP, a także zwiększenie udziału klientów zewnętrznych. Nasze prognozy przychodów dla TIM S.A. są przy tym zbliżone (nieco niższe) w odniesieniu do celu przedstawionego przez Spółkę w strategii na lata 2019-2021 (zgodnie ze strategią Spółki celem dla TIM S.A. jest przekroczenie w 2021 roku poziomu 1 mld zł przychodów);
- oczekujemy, że Grupa Kapitałowa będzie stopniowo zwiększać rentowność, co będzie efektem poprawy wyników wszystkich podmiotów z Grupy. W przypadku TIM S.A. liczymy, że Spółka dalej będzie zwiększać udział produktów wysokomargowych w strukturze sprzedaży, choć naszym zdaniem przestrzeń do poprawy marży pozostaje relatywnie niewielka. W 2018 roku podmioty zależne Rotopino.pl i 3LP osiągnęły dodatnie wyniki finansowe (w latach poprzednich wykazywały straty) i oczekujemy, że kolejne lata przyniosą zarówno poprawę wyników finansowych, jak i rentowności (naszym zdaniem w związku z niską bazą przestrzeni do poprawy wyników w przypadku tych spółek jest dużo większa). W efekcie prognozujemy, że marża na sprzedaży Grupy zwiększy się z 2,1% w 2018 roku do 3,1% w 2023 roku;
- zakładamy, że koszty działalności operacyjnej będą rosły wolniej od przychodów, do czego przyczynią się m.in. efekty zwiększenia współpracy pomiędzy spółkami z Grupy Kapitałowej i poprawa efektywności operacyjnej, a także wzrost skali działalności i efekt dźwigni operacyjnej w spółkach zależnych. Zakładamy, że w kolejnych okresach nieco zmieni się struktura kosztów, w tym nieco szybciej będą rosły koszty wynagrodzeń, natomiast spowolni dynamika wzrostu usług obcych m.in. ze względu na plany realizacji niektórych działań w zakresie IT wewnętrznymi zasobami Grupy zamiast zlecania ich na zewnątrz;
- w 2019 roku zakładamy niewielki, dodatni wpływ na wynik operacyjny transakcji sprzedaży przez 3LP nieruchomości zlokalizowanej we Wrocławiu. W kolejnych latach prognozy zakładamy brak wpływu pozostałej działalności operacyjnej na wyniki finansowe;
- w 2019 roku prognozujemy wzrost skonsolidowanego zysku operacyjnego o 21% rdr, do 24 mln zł. Prognozowana przez nas dynamika wzrostu zysku operacyjnego jest niższa niż w przypadku zysku na sprzedaży (34,3% rdr) ze względu na wpływ zdarzeń jednorazowych, które podwyższyły wynik operacyjny w 2018 roku (dodatni bilans pozostałej działalności operacyjnej wyniósł 2,2 mln zł), co istotnie wpłynęło na poziom dynamiki wzrostu (bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych tempo wzrostu zysku operacyjnego w 2019 roku byłoby

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

istotnie wyższe). W kolejnych latach oczekujemy dwucyfrowego tempa poprawy zysku operacyjnego rdr, tj. o 18,3%, 15,9% i 10,7% odpowiednio w latach 2020, 2021 i 2022;

- na 2019 rok prognozujemy 10 mln zł nakładów inwestycyjnych, które w ponad połowie będą dotyczyć optymalizacji działalności Centrum Logistycznego w Siechnicach. W kolejnych latach oczekujemy, że nakłady inwestycyjne nie będą przekraczać 6 mln zł rocznie i w większości będą dotyczyć inwestycji rozwojowych i odtworzeniowych w TIM S.A.;
- zakładamy, że ze względu na przyjęty model biznesowy i kierunki dalszego rozwoju zapotrzebowanie na kapitał obrotowy będzie malało w kolejnych latach;
- Grupa Kapitałowa TIM w przeszłości finansowała się w przeważającej części kapitałem własnym. Zakładamy, że w kolejnych latach trend ten nie ulegnie zmianie;
- tempo wzrostu po okresie prognozy (*g*) ustaliliśmy na poziomie 1%;
- założyliśmy, że efektywna stopa podatkowa wyniesie 19%.

Wpływ implementacji nowego standardu MSSF 16

W styczniu 2016 roku Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR) opublikowała nowy Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 16 (MSSF 16) dotyczący leasingu, który obowiązuje od okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 stycznia 2019 roku. Celem nowego standardu jest ułatwienie porównania sprawozdań finansowych, prezentujących zarówno leasing finansowy, jak i operacyjny w sprawozdaniu z sytuacji finansowej leasingobiorcy oraz dostarczenie użytkownikom sprawozdania finansowego informacji dotyczących ryzyka związanego z tymi formami leasingu. Zgodnie z MSSF 16 wyeliminowane zostało pojęcie leasingu operacyjnego w ujęciu przez korzystającego, a niemal wszystkie umowy mające charakter leasingu muszą być ujmowane w bilansie leasingobiorcy (z wyjątkiem leasingu krótkoterminowego oraz aktywów o niskiej wartości), co dotyczy także umów dzierżawy czy najmu.

Zastosowanie nowego standardu wymaga ujęcia w aktywach prawa do użytkowania składników aktywów, a w pasywach zobowiązania z tytułu leasingu (zobowiązanie z tytułu leasingu wycenia się w wartości bieżącej pozostałych opłat leasingowych zdyskontowanych przy użyciu krańcowej stopy procentowej leasingobiorcy w dniu pierwszego zastosowania). Jednocześnie zmienia się sposób klasyfikacji kosztów – usługi obce związane z najmem zastąpione zostają amortyzacją (odpisy amortyzacyjne od składnika aktywów z tytułu prawa do użytkowania) i kosztami odsetek (od zobowiązania z tytułu leasingu). Ponadto inna niż dotychczas jest prezentacja przepływów pieniężnych – dotychczas płatności z tytułu najmu ujmowane były w całości jako wydatek w przepływach z działalności operacyjnej, natomiast po wdrożeniu MSSF 16 kwota opłat jest rozdzielana na płatności związane z kwotą kapitału zobowiązania z tytułu leasingu (prezentowane jako przepływy z działalności finansowej) oraz na płatności związane z odsetkami od zobowiązania z tytułu leasingu (prezentowane tak, jak inne płatności z tytułu odsetek).

TIM dokonał szacunkowego wyliczenia wpływu wdrożenia MSSF 16 na skonsolidowane sprawozdanie finansowe w 2019 roku. Zgodnie z szacunkami rzeczowe aktywa trwałe zwiększą się o 72,5 mln zł, kapitał własny zmniejszy się o 5,1 mln zł, a zobowiązania krótkoterminowe wzrosną o 77,6 mln zł. Jeśli chodzi o wpływ na wyniki finansowe, to amortyzacja będzie wyższa o 8,3 mln zł, a usługi obce zmniejszą się o 11,5 mln zł, co w efekcie wpłynie na wynik ze sprzedaży o 3,2 mln zł wyższy. Z kolei na skutek zwiększenia kosztów finansowych o 5,5 mln zł, wynik brutto zmniejszy się o 2,3 mln zł. Opisane wyżej szacunki przedstawia tabela poniżej.

Szacunek wpływu wdrożenia MSSF 16 na wartości wybranych pozycji skonsolidowanego sprawozdania z sytuacji finansowej w 2019 roku (mln zł)	Zmiana
Aktywa trwałe	72,5
Rzeczowe aktywa trwałe	72,5
Aktywa razem	72,5
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	-5,1
Kapitał własny razem	-5,1
Zobowiązania	77,6
Zobowiązania z tytułu leasingu finansowego	77,6
Pasywa razem	72,5

Szacunek wpływu wdrożenia MSSF 16 na wartości wybranych pozycji skonsolidowanego sprawozdania z całkowitych dochodów w 2019 roku (mln zł)	Zmiana
Amortyzacja	8,3
Usługi obce	-11,5
Koszty działalności operacyjnej	-3,2
Wynik ze sprzedaży	3,2
Koszty finansowe	5,5
Wynik brutto	-2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Emitenta.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	667,4	719,2	830,3	910,6	998,9	1 095,2	1 177,1	1 259,3
Koszty działalności operacyjnej	669,5	721,8	812,6	886,8	970,8	1 062,7	1 141,1	1 220,6
Wynik na sprzedaży	-2,1	-2,7	17,7	23,7	28,1	32,5	36,0	38,7
Bilans pozostałej dział. operacyjnej	5,7	-0,5	2,2	0,3	0	0	0	0
EBITDA	11,5	7,3	31,1	36,4	40,9	45,4	49,0	51,8
EBIT	3,6	-3,2	19,9	24,0	28,1	32,5	36,0	38,7
Działalność finansowa	-0,6	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Wynik przed opodatkowaniem	3,0	-4,3	18,7	22,8	26,9	31,3	34,8	37,5
Podatek dochodowy	1,4	-0,4	3,6	4,3	5,1	6,0	6,6	7,1
Wynik netto	1,6	-3,7	15,1	18,5	21,8	25,4	28,2	30,4
EPS	0,07	-0,17	0,68	0,83	0,98	1,14	1,27	1,37
DPS	-	-	1,00	0,42	0,49	0,57	0,63	0,68
DY	-	-	13,4%	4,9%	5,8%	6,7%	7,5%	8,1%

*Prognoza na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy*

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Dynamika wyników rdr:								
Przychody ze sprzedaży	15,9%	7,8%	15,4%	9,7%	9,7%	9,6%	7,5%	7,0%
Wynik na sprzedaży	-	-	-	34,3%	18,3%	15,9%	10,7%	7,6%
Wynik EBITDA	-16%	-37%	328%	17,3%	12,2%	11,1%	7,8%	5,8%
Wynik EBIT	-47%	-	-	21,0%	16,8%	15,9%	10,7%	7,6%
Wynik netto	-67%	-	-	22,5%	17,7%	16,6%	11,1%	7,9%
Marże:								
Marża na sprzedaży	-0,3%	-0,4%	2,1%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,1%
Marża EBITDA	1,7%	1,0%	3,7%	4,0%	4,1%	4,1%	4,2%	4,1%
Marża EBIT	0,5%	-0,4%	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,1%	3,1%
Marża netto	0,2%	-0,5%	1,8%	2,0%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%

*Prognoza na lata 2019-2023 nie uwzględnia implementacji nowego standardu MSSF 16 (więcej informacji o wpływie implementacji MSSF 16 znajduje się na stronie 5 niniejszego raportu)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta oraz szacunków Domu Analiz SII.

Wynik wyceny metodą DCF

Choć implementacja MSSF 16 nie powinna mieć wpływu na wycenę kapitału własnego Spółki i jej akcji (zmiana sposobu ujęcia leasingu nie zmienia ogółem zdolności generowania przepływów pieniężnych przez przedsiębiorstwo), to jednak uwzględnienie w obliczeniach nowego standardu miałooby duży wpływ na wartości poszczególnych składowych wyceny w modelu DCF. Wyższa wartość amortyzacji implikuje wyższą wartość przepływów FCFF. Jednocześnie ze względu na zwiększony udział kapitału obcego zmienia się docelowa struktura kapitału i mniejsza staje się wartość średnioważonego kosztu kapitału WACC, co sprawia, że zdyskontowana wartość przepływów FCFF jest dodatkowo wyższa. W konsekwencji wartość *Enterprise Value* staje się znacząco wyższa niż w przypadku braku zastosowania MSSF 16. Z drugiej jednak strony, uwzględniając nowo powstałe w bilansie zobowiązanie z tytułu leasingu, mocno rośnie wartość długu netto Spółki. Teoretycznie, wzrost wartości *Enterprise Value* powinien być zatem skompensowany wzrostem długu netto, a wartość *Equity Value*, czyli wycena kapitału własnego Spółki, powinna pozostać bez zmian.

Pomimo że TIM podał szacunki wpływu nowych standardów na bilans i wyniki finansowe w 2019 roku, uwzględnienie MSSF 16 w prognozach na kolejne lata podwyższa ryzyko błędnych szacunków. Jednocześnie zastosowanie nowego standardu nie powinno mieć wpływu na wycenę kapitału własnego Spółki i jej akcji, dlatego przedstawiony przez nas poniżej model DCF oparty został na wartościach nieuwzględniających wprowadzenia MSSF 16. Prognozy wyniku EBITDA i EBIT z zastosowaniem MSSF 16 zostały przedstawione na pierwszej stronie niniejszego raportu.

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Beta	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3
Premia za ryzyko kapitału własnego	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%
Koszt kapitału własnego	15,14%	14,42%	14,42%	13,71%	13,71%	12,28%
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%	4,05%
Udział kapitału własnego	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Udział długu	10%	10%	10%	10%	10%	10%
WACC	14,03%	13,39%	13,39%	12,74%	12,74%	11,46%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	>2023P
EBIT	24,0	28,1	32,5	36,0	38,7	
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	19,5	22,7	26,3	29,1	31,4	
Amortyzacja	12,4	12,8	12,9	13,0	13,1	
CAPEX	10,0	5,8	6,0	5,8	5,9	
Zmiana KON	4,5	4,0	3,5	3,0	3,0	
FCFF	17,4	25,7	29,7	33,3	35,6	28,5
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	15,2	20,0	20,4	20,6	19,5	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	95,8
Tempo wzrostu po okresie prognozy	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	272,7
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	149,7
Wartość firmy – EV (mln zł)	245,5
Dług netto (mln zł)	31,2
Wartość kapitału własnego (mln zł)	214,3
Liczba akcji (mln)	22,2
Wartość 1 akcji na dzień 31.12.2018 r.	9,65
Wartość 1 akcji na dzień 06.05.2019 r.	10,10
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	11,50

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: tempo wzrostu po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Tempo wzrostu po okresie prognozy								
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,6%	14,66	15,39	16,22	17,17	18,26	19,54	21,04	22,84	25,04
	5,1%	13,68	14,31	15,01	15,81	16,72	17,77	18,99	20,43	22,15
	5,6%	12,81	13,35	13,96	14,64	15,41	16,29	17,29	18,46	19,84
	6,1%	12,04	12,51	13,04	13,63	14,28	15,02	15,87	16,83	17,95
	6,6%	11,35	11,77	12,23	12,73	13,30	13,93	14,65	15,46	16,39
	7,1%	10,73	11,10	11,50	11,95	12,44	12,99	13,60	14,29	15,07
	7,6%	10,17	10,49	10,85	11,24	11,67	12,15	12,68	13,27	13,93
	8,1%	9,65	9,95	10,27	10,61	10,99	11,41	11,87	12,38	12,95
	8,6%	9,19	9,45	9,73	10,04	10,38	10,75	11,15	11,60	12,09

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i premia za ryzyko kapitału własnego

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Premia za ryzyko kapitału własnego	4,6%	18,70	17,77	16,95	16,22	15,57	14,99	14,45	13,97	13,53
	5,1%	17,33	16,46	15,69	15,01	14,40	13,86	13,37	12,92	12,51
	5,6%	16,14	15,32	14,60	13,96	13,39	12,89	12,43	12,01	11,64
	6,1%	15,09	14,31	13,64	13,04	12,51	12,04	11,61	11,23	10,88
	6,6%	14,15	13,42	12,79	12,23	11,73	11,29	10,89	10,53	10,21
	7,1%	13,32	12,63	12,03	11,50	11,04	10,62	10,25	9,92	9,61
	7,6%	12,56	11,91	11,35	10,85	10,41	10,03	9,68	9,37	9,08
	8,1%	11,88	11,26	10,73	10,27	9,85	9,49	9,16	8,87	8,61
	8,6%	11,26	10,68	10,17	9,73	9,35	9,00	8,70	8,42	8,17

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Wrażliwość modelu DCF: beta po okresie prognozy i tempo wzrostu po okresie prognozy

		Beta po okresie prognozy								
		1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8
Tempo wzrostu po okresie prognozy	0,0%	12,20	11,64	11,16	10,73	10,34	10,00	9,68	9,40	9,14
	0,5%	12,73	12,11	11,57	11,10	10,67	10,30	9,96	9,65	9,37
	1,0%	13,32	12,63	12,03	11,50	11,04	10,62	10,25	9,92	9,61
	1,5%	13,98	13,20	12,53	11,95	11,43	10,98	10,57	10,21	9,88
	2,0%	14,73	13,85	13,09	12,44	11,87	11,37	10,92	10,52	10,16
	2,5%	15,59	14,58	13,72	12,99	12,35	11,79	11,30	10,86	10,47
	3,0%	16,59	15,41	14,43	13,60	12,88	12,26	11,72	11,24	10,81
	3,5%	17,74	16,37	15,24	14,29	13,48	12,78	12,18	11,64	11,17
	4,0%	19,11	17,48	16,16	15,07	14,15	13,36	12,68	12,09	11,57

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Opis spółki

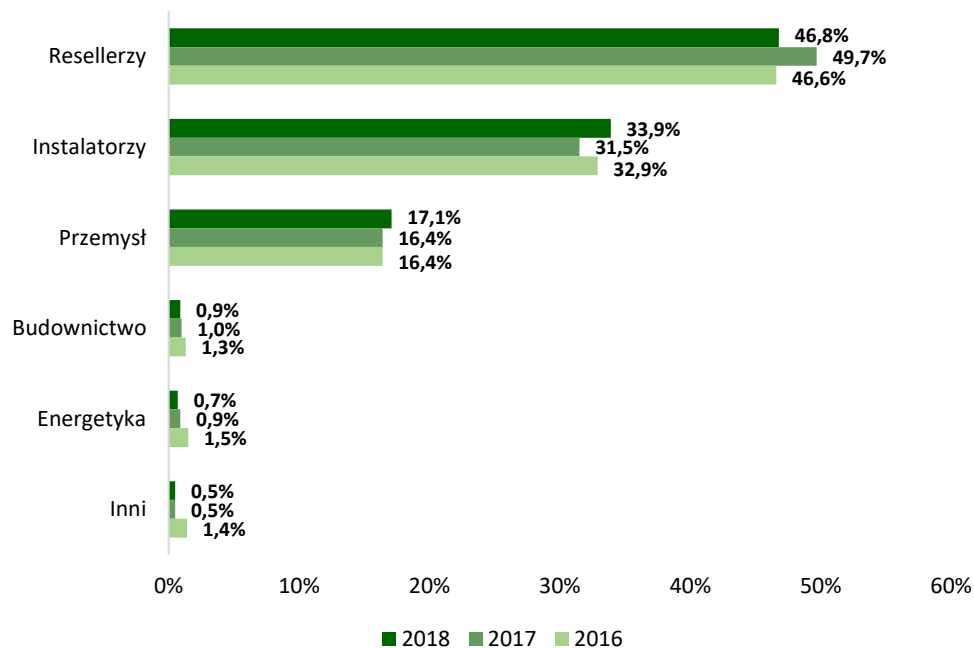
Profil działalności i model biznesowy

Spółka TIM S.A. to największy hurtowy dystrybutor artykułów elektrotechnicznych w Polsce. Jej historia działalności liczy już ponad 30 lat, a od lutego 1998 roku akcje TIM są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W 2013 roku, po latach tworzenia sieci hurtowni elektrycznych, TIM jako jedna z pierwszych firm z branży zdecydowała się na zmianę modelu działania, rozwijając handel online, a w efekcie w lipcu tego roku uruchomiony został sklep internetowy Spółki (początkowo pod adresem sklep.tim.pl; obecny jego adres to www.tim.pl). Wspomniane wyżej przejście z modelu tradycyjnego, opartego o lokalne magazyny wymagało przekształcenia dotychczasowych oddziałów w biura handlowe. Jednocześnie rozpoczęto wysyłanie wszystkich zamówień bezpośrednio z jednego Centrum Logistycznego, znajdującego się w Siechnicach pod Wrocławiem. Ponadto, aby podkreślić zmiany w działalności Spółki, tj. przejście z epoki handlu tradycyjnego do modelu hybrydowego (łączącego sprawdzone kompetencje przedstawicieli handlowych z nowoczesną technologią e-commerce), w 2014 roku przeprowadzony został rebranding TIM.

Jak pokazują dane za 2018 rok, Emitent obsługuje łącznie ponad 30 tys. klientów. Wśród nich dominują pośrednicy (resellerzy), choć ich udział w minionym okresie nieznacznie się zmniejszył, tj. do 46,8% w 2018 roku wobec 49,7% rok wcześniej. Przy tej okazji warto zauważyć, że jest to dla Spółki co do zasady tendencja korzystna – zamówienia od rzeczonyj grupy klientów charakteryzują się zazwyczaj dużym wolumenem, ale jednocześnie relatywnie niską marżą. Poza tym istotnymi odbiorcami Spółki są instalatorzy (33,9% udział w 2018 roku wobec 31,5% rok temu), a także przemysł (17,1% wobec 16,4%). Podmioty przypisane do budownictwa i energetyki odpowiadały natomiast w 2018 roku odpowiednio za 0,9% i 0,7% sprzedaży TIM.

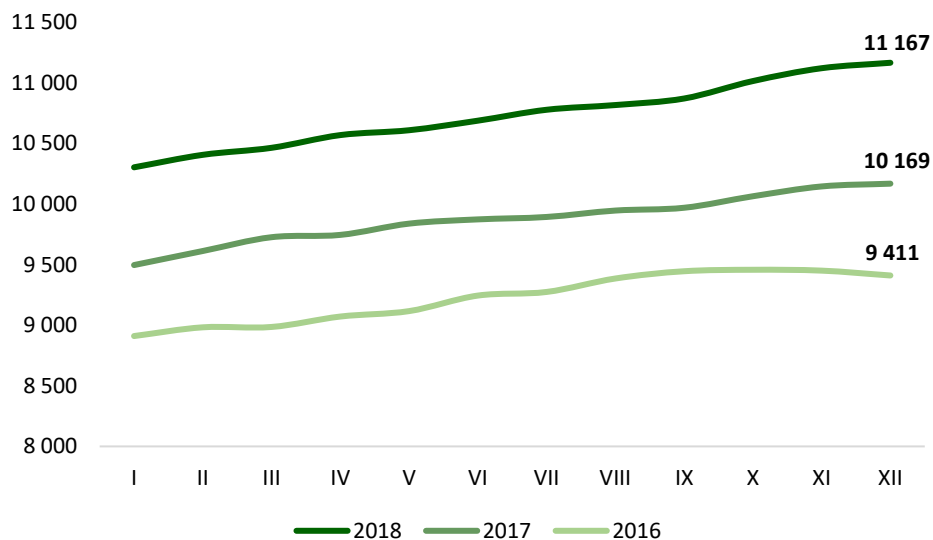
Rysunek 1.: TIM S.A. – struktura klientów według segmentu rynku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

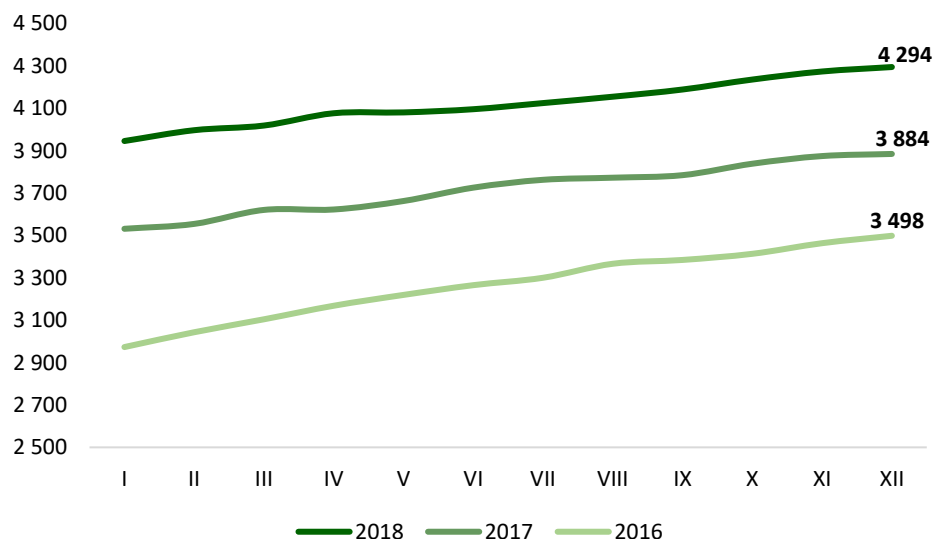
Poza kryterium segmentu rynku reprezentowanego przez danego odbiorcę TIM dokonuje podziału klientów również ze względu na wartość i częstotliwość dokonywanych przez nich zakupów. Grupa klientów kluczowych, tj. takich, którzy generują sprzedaż wyższą niż 1.500 zł miesięcznie w ciągu poprzedzających 12 miesięcy wynosiła na koniec 2018 roku 11.167, tj. wzrosła o 9,8% w porównaniu z 2017 rokiem. Spółka podała także, że w 2018 roku pozyskała 2.037 klientów, a straciła 1.031.

Rysunek 2.: TIM S.A. – liczba klientów kluczowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Rysunek 3.: TIM S.A. – liczba klientów lojalnych

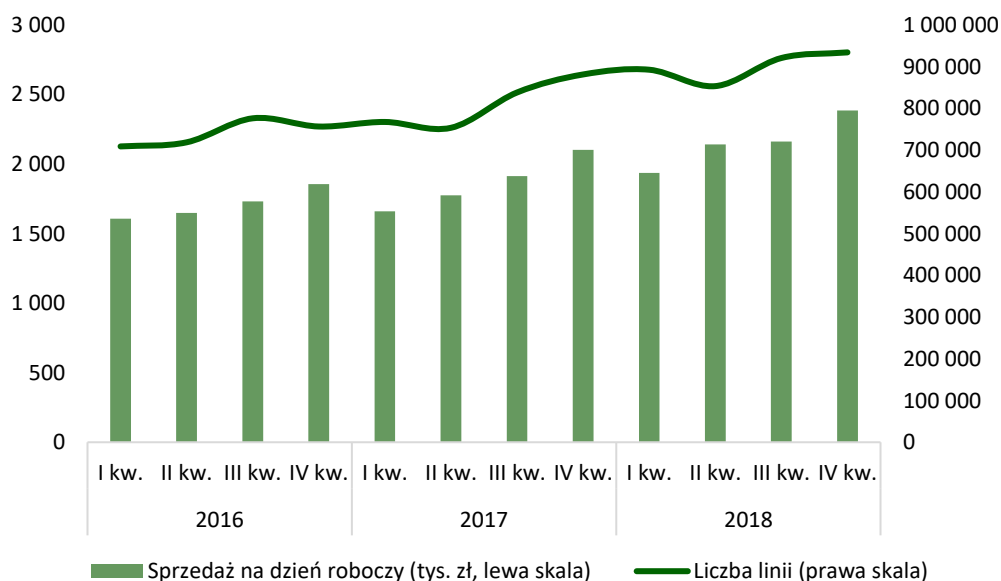


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Liczba lojalnych klientów, tj. takich, którzy dokonali zakupów w co najmniej 6 z 12 poprzedzających miesięcy w 2018 roku zwiększyła się o 10,5% do poziomu 4.294, a jednocześnie aż 1.552 klientów dokonywało zakupów w każdym z 12 poprzedzających miesięcy. Jak dodatkowo podkreśla Spółka, rosnąca liczba lojalnych klientów (parametr ten uznawany jest przez TIM za najważniejszy w ocenie jakości pracy w pionie handlowym i uwzględnia go w systemie wynagradzania pracowników bezpośrednio odpowiedzialnych za współpracę z klientami) wskazuje, że platforma TIM.pl stała się ważnym, chętnie wykorzystywanym kanałem zakupowym.

Obecnie handel online odpowiada za nieco ponad 70% przychodów ze sprzedaży Spółki (około 85% zamówień). W 2018 roku średnia sprzedaż na dzień roboczy w tym kanale wyniosła 2,15 mln. zł, tj. o 16,9% więcej niż w 2017 roku. Natomiast liczba linii zamówień sięgnęła 3,6 mln i była o 11,1% wyższa rdr. Można także zauważyć, że w każdym kwartale zarówno 2017, jak i 2018 roku TIM regularnie zwiększał wartość przytoczonych danych w relacji rok do roku. W 2018 roku stronę TIM.pl odwiedziło około 1,93 mln użytkowników, generując ponad 8,04 mln sesji, co daje średnio 4,17 wizyty na jednego użytkownika, podczas gdy przed rokiem współczynnik ten wyniósł 3,71. Głównymi źródłami pozyskiwania użytkowników był ruch płatny (42,4%) oraz bezpłatny (43,6%). Jednocześnie Spółka może pochwalić się takimi danymi dla sklepu internetowego jak m.in.: współczynnik odrzuceń na poziomie 21,4% (spadek o 29% rdr), współczynnik konwersji na poziomie 4,51% (stabilnie rdr, 2,43% dla branży), liczba transakcji 434 tys. (+8,5% rdr), średni czas trwania sesji 8 minut 10 sekund (+7% rdr). Warto także odnotować, że według badania SimilarWeb platforma TIM.pl zajmowała 445 miejsce wśród ponad 7.000 platform e-commerce na koniec 2018 roku.

Rysunek 4.: Sprzedaż na dzień roboczy i liczba linii zamówień w sklepie internetowym TIM.pl w poszczególnych kwartałach

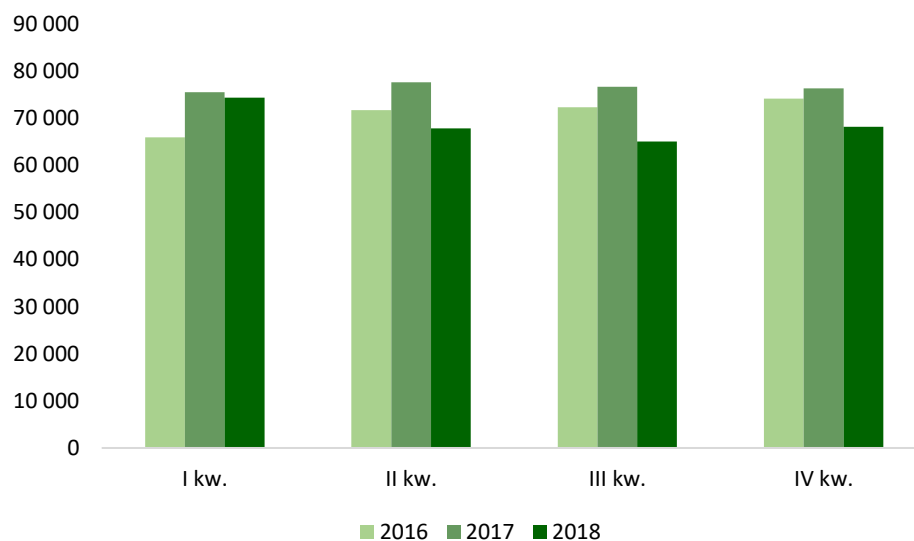


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

W stałej ofercie sklepu internetowego tim.pl znajduje się szeroki asortyment artykułów elektrotechnicznych od renomowanych producentów krajowych i zagranicznych (od 176 dostawców). W przypadku użytkowników konta dla osób prywatnych oferta obejmuje około 68 tys. towarów wysyłanych w ciągu 24h od złożenia zamówienia. Główną grupą docelową są jednak klienci biznesowi, którzy stanowią aż 99% sprzedaży TIM. Mogą oni wybierać z oferty około 196 tys. towarów (przy czym nie wszystkie z nich dostępne są w sklepie „od ręki”, a wówczas realizacja takich zamówień trwa nieco dłużej, tj. zazwyczaj kilka lub kilkanaście dni). W konsekwencji firma TIM pochwalić się może najszerszą

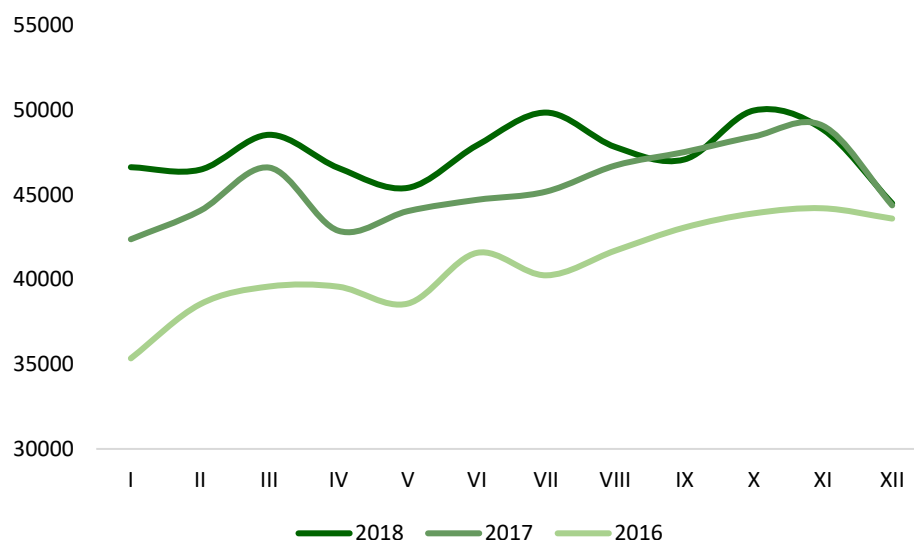
w Polsce ofertą artykułów elektrotechnicznych, choć zauważyć też trzeba, że na przestrzeni czterech ostatnich kwartałów liczba indeksów magazynowych Spółki wyraźnie zmalała (tj. z 76.312 indeksów na koniec 2017 roku do 68.185 indeksów na koniec 2018 roku). Jak tłumaczy Spółka, jest to efektem przeprowadzanej optymalizacji zapasów – po okresie dynamicznego poszerzania oferty magazynowej dokonywana jest weryfikacja stanu poprzez likwidację powtarzających się pozycji w danej grupie (docelowo do 2-3 dostawców), a także eliminację produktów najmniej marżowych, co pozwala w większym stopniu skupić się na sprzedaży produktów najbardziej opłacalnych i dzięki temu poprawiać osiąganą rentowność firmy. Ponadto część produktów wycofywana jest z oferty dostawców, a w konsekwencji z oferty magazynowej TIM.

Rysunek 5.: TIM S.A. – liczba indeksów w magazynie w poszczególnych kwartałach



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Rysunek 6.: TIM S.A. – sprzedaż liczby unikalnych pozycji asortymentowych (SKU) w poszczególnych miesiącach

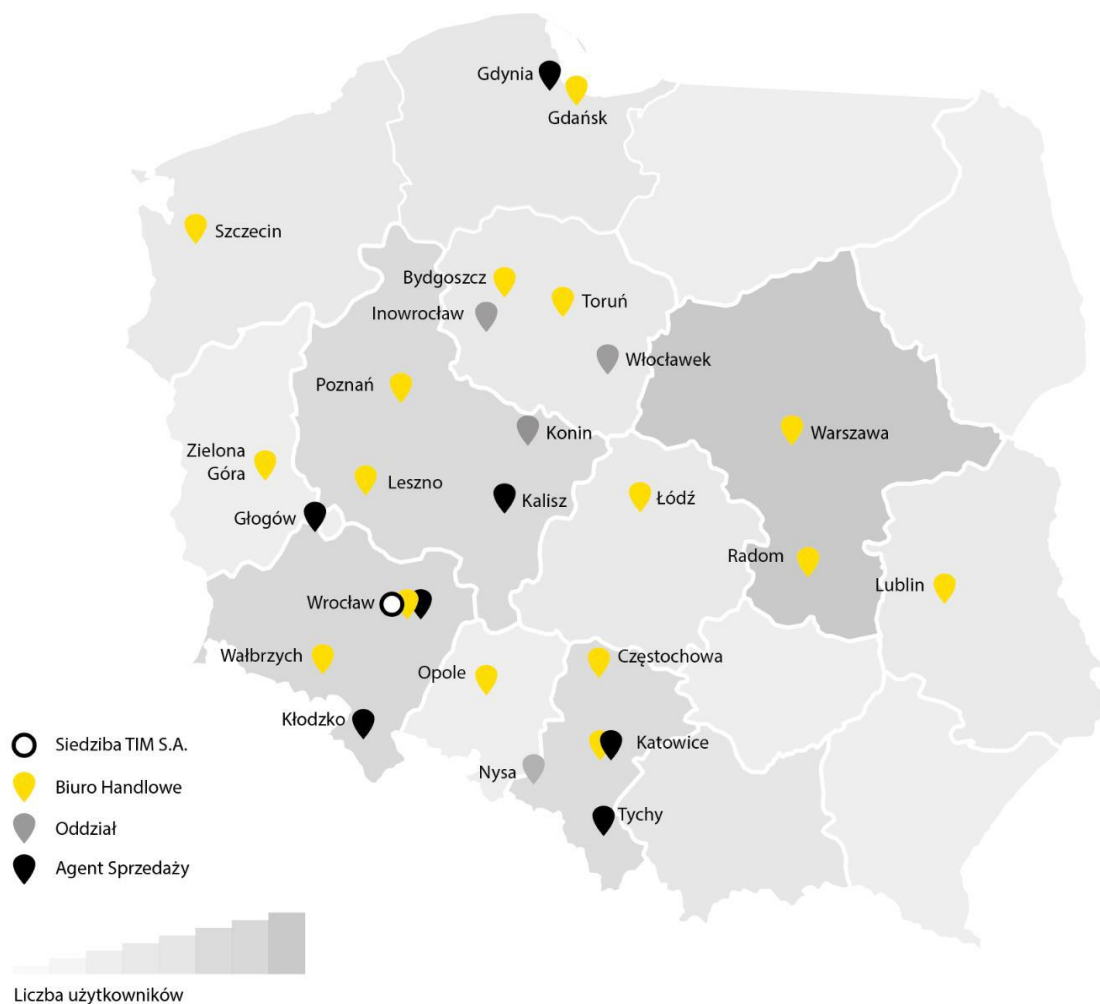


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Potwierdzeniem słuszności działań w zakresie optymalizacji oferty magazynowej TIM mogą być dane na temat liczby sprzedawanych unikalnych jednostek magazynowych (SKU) – te w 2018 roku kształtowały się średnio na poziomie 47.452 miesięcznie, tj. o 4,3% więcej niż w 2017 roku, pomimo istotnego spadku liczby indeksów magazynowych na przestrzeni 2018 roku (w całym 2018 roku sprzedaż unikalnych indeksów wyniosła 55.873 wobec 51.770 rok wcześniej). Jak tłumaczy sama Spółka, oznacza to lepsze dopasowanie oferty do potrzeb rynku i wyższą efektywność sprzedaży TIM.

Poza platformą internetową TIM stworzył również aplikację mobilną mTIM (dostępna do pobrania poprzez Google Play i AppStore), która umożliwia jej użytkownikom m.in. składanie zamówień w sklepie, śledzenie statusu zamówień, przeglądanie promocji czy skanowanie kodów i porównywanie cen produktów. Jednocześnie wciąż można także skorzystać z tradycyjnych kanałów sprzedaży TIM, tj. infolinii i sieci placówek stacjonarnych (16 biur handlowych, 4 oddziały i 6 agentów sprzedaży – zlokalizowane w całym kraju, w tym przede wszystkim w południowo-zachodniej części Polski), choć w ich siedzibach nie ma możliwości odbioru zamawianego towaru (służą one jedynie pomocą i doradztwem w zakresie oferty Spółki). Warto przy tym zauważyć, że w praktyce część sprzedaży, w tym przede wszystkim dużych zamówień związanych z inwestycjami, nie da się zrealizować online, dlatego struktura 70/30 przychodów realizowanych odpowiednio online i offline może utrzymać się na podobnym poziomie również w przyszłości.

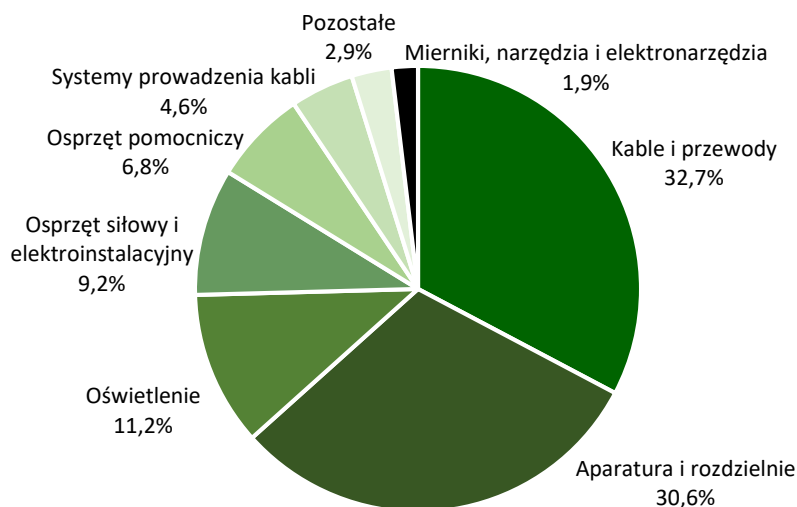
Rysunek 7.: Sieć sprzedaży TIM S.A.



Źródło: TIM S.A.

Wśród grup asortymentowych w strukturze sprzedaży TIM niezmiennie dominują kable i przewody, choć w ostatnich latach ich udział nieco spadł, w 2018 roku wynosząc 32,7%. Można to uznać za pozytywne zjawisko ze względu na fakt, że ta grupa (szczególnie kable energetyczne) charakteryzuje się relatywnie dużą wrażliwością na koniunkturę na rynku budownictwa, od której TIM chce się w pewnym stopniu uniezależnić, a także ze względu na ich niższą marżowość w porównaniu z innymi produktami. Drugą istotną grupą produktową jest aparatura (30,6% udział w 2018 roku), a następne w kolejności są: oświetlenie (11,2%), osprzęt siłowy i elektroinstalacyjny (9,2%), osprzęt pomocniczy (6,8%), systemy prowadzenia kabli (4,6%), a także mierniki, narzędzia i elektronarzędzia (1,9%).

Rysunek 8.: Struktura sprzedaży TIM S.A. według grup asortymentowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Choć, jak zostało opisane wyżej, sklep internetowy TIM powstał w 2013 roku, początków zaangażowania Spółki w sektor e-commerce *de facto* upatrywać można już dwa lata wcześniej – wraz z zakupem we wrześniu 2011 roku bydgoskiej firmy Marketeo.com S.A. od spółki Oponeo.pl S.A. (w ten sposób funkcjonować zaczęła również Grupa Kapitałowa TIM). W wyniku połączenia spółek Marketeo.com S.A. i Narzędzia.pl S.A. w grudniu 2011 roku powstała natomiast spółka Rotopino.pl S.A., która pod tą nazwą działa w Grupie Kapitałowej TIM do dzisiaj.

Spółka Rotopino.pl jest wiodącym graczem na polskim rynku internetowej sprzedaży narzędzi i elektronarzędzi dla profesjonalistów oraz majsterkowiczów, a także autoryzowanym dystrybutorem wielu najlepszych światowych marek narzędziowych. Poza sprzedażą w Polsce (należą do niej domeny: rotolino.pl, narzedzia.pl, pronarzedzia.pl oraz meganarzedzia.pl), firma ta prowadzi także e-sklepy w wersji niemieckiej, francuskiej, włoskiej, holenderskiej, hiszpańskiej, belgijskiej i austriackiej. Ze względu na fakt, że kieruje swoją ofertę głównie do klientów indywidualnych (B2C) jest ona swego rodzaju uzupełnieniem działalności portalu tim.pl, z którego korzystają przede wszystkim klienci biznesowi (B2B) – choć z punktu widzenia wyników generowanych przez całą Grupę Kapitałową TIM działalność Rotolino.pl pozostaje relatywnie niewielka, odpowiadając w 2018 roku za niecałe 10% generowanych przez nią przychodów (jej przychody za 2018 rok były równe 61,3 mln zł wobec kwoty 830,3 mln zł wygenerowanej przez całą Grupę Kapitałową TIM). Oprócz sprzedaży internetowej polskie e-sklepy należące do spółki Rotolino.pl realizują także zamówienia i świadczą usługi doradcze dla firm, które otrzymały dotacje z Unii Europejskiej i urzędów pracy. Ponadto firma Rotolino.pl prowadzi działalność w zakresie sprzedaży powierzchni reklamowych w Internecie na branżowych portalach internetowych.

Jak już zostało wcześniej wspomniane, realizacja wszystkich zamówień, w tym pochodzących zarówno ze sklepów internetowych, jak i z sieci stacjonarnej Spółki, odbywa się z Centrum Logistycznego w Siechnicach koło Wrocławia. Jego operatorem jest należąca do Grupy Kapitałowej TIM spółka 3LP S.A., która została zawiązana w marcu 2016 roku. Świadczy ona jednak usługi logistyczne nie tylko na rzecz podmiotów z Grupy Kapitałowej TIM, ale także dla klientów zewnętrznych, których udział w przychodach z usług logistycznych docelowo ma wynosić powyżej 50%. Jest to o tyle istotne, że oferowanie outsourcingu usług logistycznych dla firm zewnętrznych pozwala rozłożyć koszty stałe związane z funkcjonowaniem centrum logistycznego na większą liczbę podmiotów, a przez to zwiększyć rentowność działalności Grupy Kapitałowej TIM. Warto przy tym także zauważyć, że choć na koniec 2018 roku klienci zewnętrzni stanowili 28% w przychodach z usług logistycznych, ich znaczenie dość szybko rośnie (w 2017 roku udział ten wynosił 10%). Ponadto, pomimo krótkiej historii działalności, już na obecnym etapie spółka 3LP stała się rentowna, a dalszy wzrost skali działalności, ze względu na dźwignię operacyjną, przyczynić się może do dynamicznego wzrostu jej wyników finansowych. Jednocześnie coraz więcej umów zawieranych przez 3LP ma charakter długoterminowy (2-3 lata), co zapewnia większą stabilność i przewidywalność działalności tej firmy. Jak podaje Spółka, wśród klientów 3LP znajdują się przede wszystkim duże podmioty działające w segmencie B2C, w tym: jeden z największych internetowych sprzedawców opon oraz akcesoriów samochodowych w Polsce i Europie, producent artykułów higienicznych, a także światowy lider artykułów domowych i wyposażenia wnętrz. Dynamiczny rozwój firmy 3LP potwierdza także szybko rosnąca liczba wysyłanych paczek, która w 2018 roku wyniosła 2,69 mln wobec 1,42 mln rok wcześniej, co oznacza wzrost rdr o 89%.

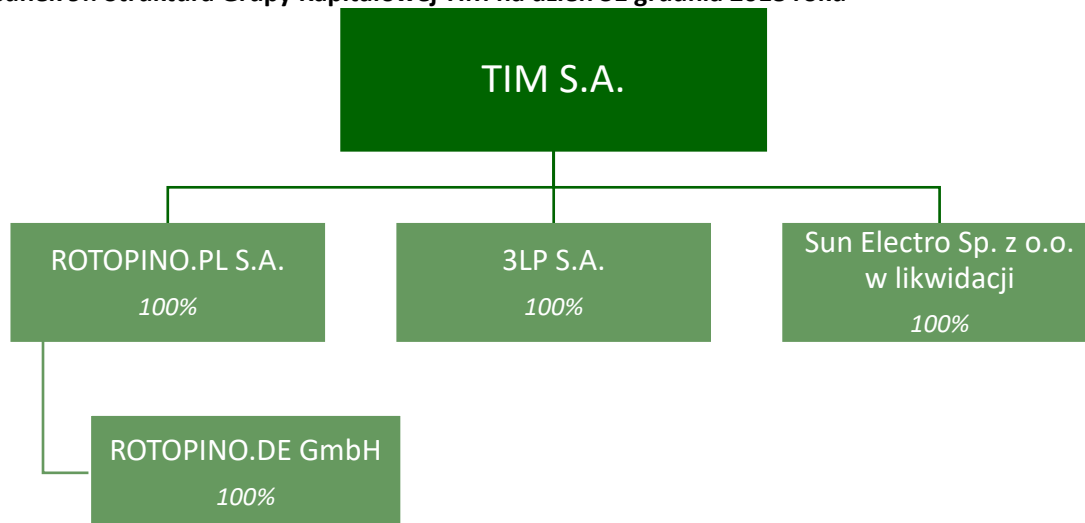
Obecnie, dzięki oddanej pod koniec 2018 roku do użytku nowej hali o powierzchni 10,5 tys. m², sumaryczna powierzchnia magazynowa zarządzana przez 3LP wynosi nieco ponad 50 tys. m². Warto przy tym dodatkowo wspomnieć, że nowy obiekt budowany był w formule leasingu zwrotnego (sale & leaseback) – spółka 3LP sprzedała za kwotę 2,5 mln zł na rzecz Stillden Investments sp. z o.o. (grupa Hillwood) prawo wieczystego użytkowania części działki, na której wybudowana została przez tego dewelopera nowa hala, zawierając jednocześnie umowę najmu tego budynku do sierpnia 2031 roku za kwotę około 33 tys. euro miesięcznie (powiększoną o opłaty eksploatacyjne). Ponadto spółka 3LP dysponuje jeszcze pozwoleniem na budowę hali o powierzchni 26,6 tys. m², przy czym na ten moment jest ono traktowane raczej jako jedna z opcji rozwoju na przyszłość (obecnie priorytetem jest automatyzacja procesów w już istniejących powierzchniach oraz poprawa przepływów i wyników finansowych spółki 3LP, a nie budowa nowych hal magazynowych).

Jak podaje Zarząd TIM, Centrum Logistyczne należy do najnowocześniejszych tego typu obiektów w Europie Środkowo-Wschodniej, co związane jest z dużymi inwestycjami w automatykę, jakie zostały poczynione w tym obiekcie. Wśród nich wymienić można automatyczny magazyn typu shuttle system Cuby stworzony przez SSI Schaefer, tj. system wózków transportowych pozwalający na w pełni automatyczne składowanie pojemników i kartonów oraz zapewniający optymalne wykorzystanie przestrzeni i wzrost efektywności składowania, a także automatyczny sorter Distrisort, tj. urządzenie pozwalające na szybkie zliczanie dużej liczby produktów i precyzyjne sortowanie towarów według ustalonych kryteriów. Obie powyższe inwestycje przyjęte zostały do użytkowania w I półroczu 2018 roku, a ich koszt wyniósł odpowiednio 5,2 mln i 0,4 mln euro (przy finansowaniu leasingiem finansowym).

Struktura Grupy Kapitałowej

Na przestrzeni ostatnich miesięcy struktura Grupy Kapitałowej TIM uległa istotnej zmianie, co wiązało się z ogłoszonym przez Emitenta procesem przeglądu opcji strategicznych w spółkach zależnych. Na koniec 2018 roku Grupa Kapitałowa TIM składała się z podmiotu dominującego TIM S.A. oraz spółek zależnych 3LP, Rotopino.pl wraz z zagranicznym podmiotem zależnym Rotopino.de GmbH, a także Sun Electro Sp. z o.o. w likwidacji, w których TIM posiadał 100% udziałów w kapitale zakładowym. Jednocześnie, jak wyjaśnia Zarząd Spółki, docelowa struktura Grupy Kapitałowej to jednostka dominująca TIM S.A. i dwie spółki zależne, tj. 3LP i Rotopino.pl.

Rysunek 9.: Struktura Grupy Kapitałowej TIM na dzień 31 grudnia 2018 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

W trakcie 2018 roku Emitent zwiększył swoje zaangażowanie w Rotopino.pl z 74,1% do 100%. 18 września TIM nabył 2.499.111 akcji Rotopino.pl za cenę 2,60 zł za akcję, co daje wartość transakcji na poziomie blisko 6,5 mln zł, zwiększając swoje zaangażowanie do 99,1%. Następnie ogłoszono przymusowy wykup pozostałej części akcji (cena płacona w przymusowym wykupie wynosiła 3,3 zł za jedną akcję), a obecnie trwa proces dematerializacji akcji i wycofania ich z obrotu w alternatywnym systemie obrotu NewConnect.

Rotopino.pl posiadało spółki zależne, które miały odpowiadać za działalność zagraniczną. Podjęto jednak decyzję o zamknięciu tych jednostek, a całą sprzedaż, w tym poza granice Polski, ma koordynować bezpośrednio Rotopino.pl S.A. W 2018 roku dokończono proces likwidacji Rotopino.fr SARL, która 19 lutego 2018 roku została wykreślona z francuskiego rejestru handlowego. Z kolei Rotopino.de GmbH z oddziałem w Berlinie nie prowadzi działalności operacyjnej i nie uzyskuje żadnych przychodów, ponosi znikome koszty. Można zatem oczekiwać, że z czasem i ten podmiot zależny zostanie zlikwidowany. Podjęto także decyzję o zamknięciu Sun Electro Sp. z o.o., która obecnie jest w procesie likwidacji. Działalność tego podmiotu obejmowała projektowanie i dystrybucję inteligentnych rozwiązań oświetleniowych LED wyprodukowanych w Chinach. Jak tłumaczy Zarząd Emitenta, skala działalności tej spółki nie była istotna, a jednocześnie charakteryzowała się niewielką rentownością, przez co nie wpływała istotnie na skonsolidowane wyniki. W ostatnim czasie Grupa Kapitałowa pomniejszyła się także o Elit S.A., która specjalizuje się w dystrybucji na polskim rynku włoskich marek sektora elektrycznego i oświetleniowego. TIM posiadał pakiet akcji odpowiadający za 51% kapitału zakładowego Elit S.A., który został sprzedany za 1,02 mln zł, z czego 270 tys. zł zostało zapłacone w dniu zawarcia umowy, tj. 10 grudnia 2018 roku, a pozostałe 750 tys. zł jest spłacane w równych ratach miesięcznych po 50 tys. zł do marca 2020 roku. Jednocześnie Emitent zawarł z Elit S.A. trzyletnią ramową umowę handlową, na mocy której ustalono warunki współpracy w zakresie zakupu przez TIM towarów będących w ofercie Elit.

Akcjonariat

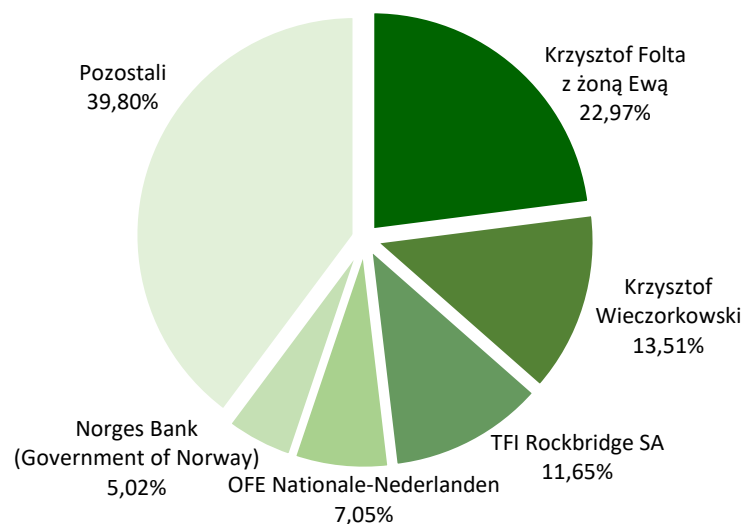
Kapitał zakładowy TIM S.A. wynosi 22.199.200 zł i składa się łącznie z 22.199.200 akcji zwykłych na okaziciela o wartości nominalnej 1 zł każda

Największym akcjonariuszem spółki TIM S.A. jest Krzysztof Folta z żoną Ewą, posiadający łącznie 5,1 mln akcji uprawniających do 22,97% głosów na Walnym Zgromadzeniu. Krzysztof Folta pełni funkcję Prezesa Zarządu TIM S.A.

od 1995 roku. Na przestrzeni ostatnich miesięcy Krzysztof Folta wraz z żoną zwiększyli swoje zaangażowanie z 22,07% do 22,97%. Drugim największym akcjonariuszem Spółki jest Krzysztof Wieczorkowski, który posiada 3 mln akcji uprawniających do 13,51% głosów na Walnym Zgromadzeniu. Krzysztof Wieczorkowski pełni funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej TIM S.A. od 28 czerwca 2003 roku, wcześniej w latach 1999-2003 pełnił funkcję Członka Zarządu.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy w akcjonariacie TIM S.A. pojawiły się fundusze zarządzane przez TFI Rockbridge SA, które na dzień 31 grudnia 2018 roku posiadały łącznie 2.586.131 akcji uprawniających do 11,65% głosów. Jeszcze rok temu w akcjonariacie Spółki widniały fundusze zarządzane przez Altus TFI S.A. z pakietem akcji 13,39%. W 2018 roku swoje zaangażowanie powyżej progu 5% zwiększył Norges Bank, a OFE Nationale-Nederlanden nie zmieniło swojego zaangażowania na poziomie 7,05%. Akcjonariusze poniżej progu 5% posiadali łącznie 39,8%.

Rysunek 10.: Struktura akcjonariatu TIM S.A. – udział w kapitale zakładowym i liczbie głosów na walnym zgromadzeniu na dzień 31 grudnia 2018 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Strategia działalności i plany rozwoju

Długofalowa strategia Grupy Kapitałowej TIM jest nastawiona na rozwój sprzedaży multikanałowej ze szczególnym uwzględnieniem wzrostu sprzedaży online wspieranej szeroką ofertą asortymentową. Strategia zakłada także rozwinięcie, w ramach jednostki zależnej 3LP, koncepcji nowoczesnego handlu, w której głównym atutem i przewagą konkurencyjną jest wydajny łańcuch dostaw. Strategia Grupy jest oparta na połączeniu wiedzy o rynku, którą posiadają przedstawiciele handlowi, z technologiami IT i platformą internetową TIM.pl (tzw. hybrydowy model sprzedaży). Wszystkie powyższe działania mają na celu dalsze umacnianie pozycji rynkowej Grupy.

Przy okazji publikacji raportu rocznego za 2018 rok Emitent opublikował strategię dla podmiotu dominującego TIM S.A. na lata 2019-2021. Zgodnie z nią Spółka w dalszym ciągu ma zamiar koncentrować się na zwiększaniu przychodów oraz poprawie rentowności. Wśród celów finansowych Emitent przedstawił osiągnięcie do 2021 roku przychodów powyżej 1 mld zł przy rentowności EBITDA powyżej 3,6%. Spółka oczekuje, że w obecnym modelu hybrydowego handlu materiałami elektrotechnicznymi osiągnie średnioroczną dynamikę wzrostu przychodów 5 p.p. ponad inflację. Spółka chce zwiększyć udział w rynku, efektywność i rentowność oraz świadomość marki TIM. Warto zauważyć, że w niektórych

częściach Polski (szczególnie na wschodzie) obecność TIM wciąż jest stosunkowo nieduża, co stwarza potencjał do dalszego wzrostu skali działalności. W tym celu inicjowana jest współpraca z agentami sprzedaży (zamiast otwierania nowych biur), którzy mają za zadanie pozyskiwać nowych klientów. Prowadzone są także prace nad dalszym udoskonalaniem i zwiększaniem funkcjonalności sklepu internetowego czy nad responsywnością strony internetowej. Jednocześnie efekty optymalizacji oferty magazynowej i koncentracja na produktach o wyższej marży, a także inne działania optymalizujące procesy i koszty mają dalej wspierać rentowność Spółki. W związku z działaniami mającymi na celu poprawę współpracy pomiędzy spółkami z Grupy Kapitałowej bardziej widoczne powinny być również efekty synergii zarówno w Spółce TIM, jak i w całej Grupie Kapitałowej.

W opublikowanej strategii TIM przedstawił alternatywne modele handlu materiałami technicznymi, które do 2021 roku mają generować ponad 10% przychodów. Nowe, testowane modele sprzedaży to:

- dropshipping aktywny, polegający na wykorzystaniu potencjału platform zewnętrznych do sprzedaży towarów Spółki, co ma pozwolić na niskokosztowe dotarcie do nowych klientów i rynków;
- dropshipping pasywny, polegający na udostępnieniu platformy TIM.pl dla zewnętrznych sprzedawców, co ma pozwolić m.in. na zaistnienie w nowych kategoriach produktowych, a przez to poszerzenie oferty dla nowych klientów;
- marketplace, czyli dostosowanie organizacji do rozbudowanego modelu biznesowego, wykorzystanie potencjału nowych grup klienckich, branż i segmentów, zbudowanie unikalnych korzyści dla partnerów;
- handel w modelu B2B2C, czyli wykorzystanie kompetencji Spółki oraz jego partnerów do zwiększenia udziału w rynku B2C, budowa serwisów technologicznych oraz usług wspierających biznes partnerów w rynku B2C, oferowana szerokość oferty, dostępność, łatwość wyszukiwania oraz zakupu jako istotne przewagi konkurencyjne.

W ramach Rotopino.pl celem na najbliższe kwartały jest zwiększenie generowanych przychodów przy jednoczesnej koncentracji na poprawie marży brutto na sprzedaży. Jednym z działań mających przyczynić się do poprawy rentowności jest odchodzenie od sprzedaży hurtowej. Jednocześnie warto odnotować, że pomimo to spółce tej udało się odnotować wzrost przychodów w 2018 roku o 8,3% rdr, do 61,3 mln zł (choć Rotopino.pl kieruje swoją ofertę głównie do klientów indywidualnych, a sprzedaż hurtowa nigdy nie stanowiła dużego udziału w przychodach). Innym działaniem mającym na celu poprawę wyników rzeczowej spółki ma być zwiększenie efektów współpracy pomiędzy spółkami z Grupy Kapitałowej TIM. Potencjalnie mogą zostać także uruchomione kolejne serwisy zagraniczne pod marką Rotopino.

Dla firmy 3LP 2019 rok ma być ostatnim rokiem istotnych inwestycji mających na celu optymalizację działalności obsługiwanej powierzchni magazynowej. W kolejnych kwartałach spółka ta będzie koncentrowała się na poprawie wyników finansowych i przepływów pieniężnych, a także na pozyskiwaniu nowych klientów zewnętrznych. Zgodnie z założeniami strategii udział klientów zewnętrznych w przychodach 3LP ma przekroczyć 50%. Jednocześnie spółka ta posiada około 26,5 tys. m kw. ziemi wraz z pozwoleniem na dalszą rozbudowę magazynu, jednak w najbliższym czasie taka inwestycja nie jest planowana.

Polityka dywidendy

Od momentu zmiany modelu biznesowego, co miało miejsce w 2013 roku, dopiero w grudniu 2018 roku TIM wypłacił zaliczkę na poczet przewidywanej dywidendy. Łączna kwota dywidendy wyniosła 22.199.200 zł (1 zł na akcję), z czego kwota 1.109.960 zł pochodziła z zysku wypracowanego w I półroczu 2018 roku, natomiast 21.089.240 zł pochodziło ze środków zgromadzonych w funduszu dywidendowym. Stopa dywidendy sięgnęła 13,4%. Zgodnie z rekomendacją Zarządu pozostała część zysku za 2018 rok, tj. 9.104.100,87 ma zostać przeznaczona na fundusz dywidendowy.

Emitent nie posiada zapisanej polityki dywidendowej, jednak Zarząd TIM zapowiada, że będzie chciał się dzielić zyskiem ze swoimi akcjonariuszami, o ile sytuacja finansowa Spółki na to pozwoli.

Analiza otoczenia

Otoczenie makroekonomiczne

Sytuacja gospodarcza Polski pozostaje bardzo dobra, choć zgodnie z prognozami rynkowymi szczyt obecnego cyklu koniunkturalnego został już osiągnięty. Według ostatecznego szacunku GUS w IV kw. 2018 roku PKB naszego kraju zwiększył się realnie rok do roku o 4,9% wobec wzrostu o 5,2% kwartał wcześniej i 4,9% w analogicznym okresie rok wcześniej. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt krajowy, w tym przede wszystkim konsumpcja, wspierana przez rosnące zatrudnienie i płace, dobre nastroje konsumentów, umiarkowaną dynamikę cen, a także przyspieszenie dynamiki kredytów konsumpcyjnych.

W IV kw. 2018 roku popyt krajowy wzrósł w skali roku o 4,8% wobec wzrostu o 6,1% kwartał wcześniej, a na to spowolnienie wpłynęło wyraźne osłabienie tempa wzrostu akumulacji brutto w tym okresie, tj. do 6,1% z 12,4% (w tym tempa wzrostu nakładów brutto na środki trwałe do 8,2% w IV kw. 2018 roku z 11,3% w III kw. 2018 roku). Jednocześnie tempo wzrostu spożycia ogółem spadło z poziomu 4,5% rdr do 4,3% rdr, w tym dynamika spożycia prywatnego zmniejszyła się z 4,4% rdr do 4,2% rdr, a spożycia publicznego z 5,2% rdr do 4,7% rdr. W IV kw. 2018 roku pozytywny wkład w dynamikę PKB miał eksport netto (0,3 p.p. wobec ujemnego wpływu wynoszącego 0,6 p.p. w III kw. 2018 roku).

W ostatnich miesiącach dynamika zatrudnienia nieco spowolniła (do 3% rdr w marcu 2019 roku), a stopa bezrobocia nieznacznie wzrosła, tj. do 5,9% w marcu br. wobec 5,7% w listopadzie 2018 roku. W marcu tempo wzrostu wynagrodzeń w ujęciu rocznym spadło do 5,7% wobec dynamiki powyżej 7% odnotowanej w dwóch pierwszych miesiącach 2019 roku. Jednocześnie wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 1,8% rdr wobec wzrostu o 8,8% rdr w analogicznym okresie 2018 roku. Mimo wysokiego wzrostu gospodarczego oraz szybkiego wzrostu płac wskaźnik inflacji CPI kształtuje się na dość niskim poziomie, choć w marcu 2019 roku inflacja wyraźnie przyspieszyła, tj. do 1,7% rdr wobec 1,2% rdr miesiąc wcześniej i 0,7% rdr w styczniu. Szybki szacunek inflacji CPI w kwietniu 2019 roku wyniósł natomiast 2,2%, wskazując na dalszy wzrost wskaźnika.

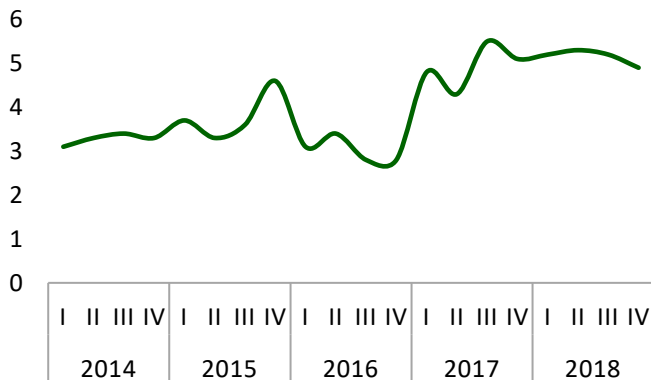
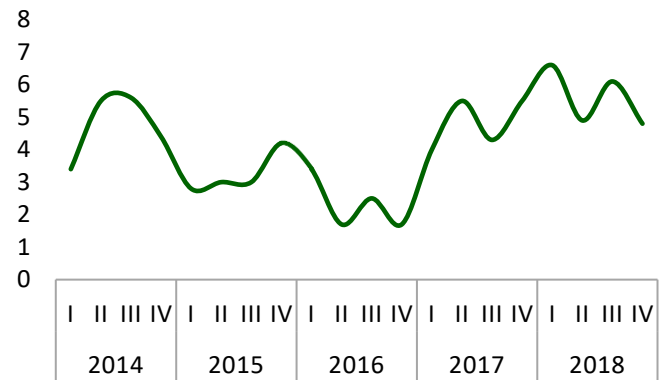
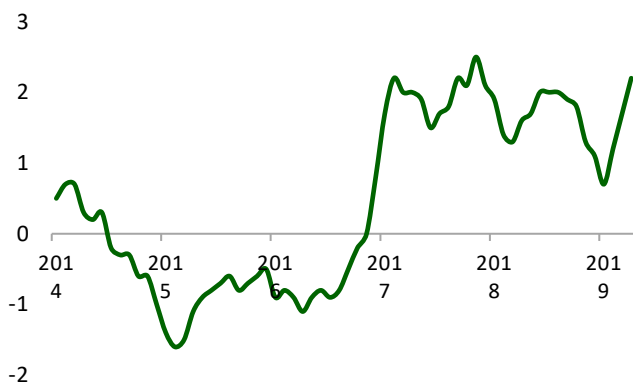
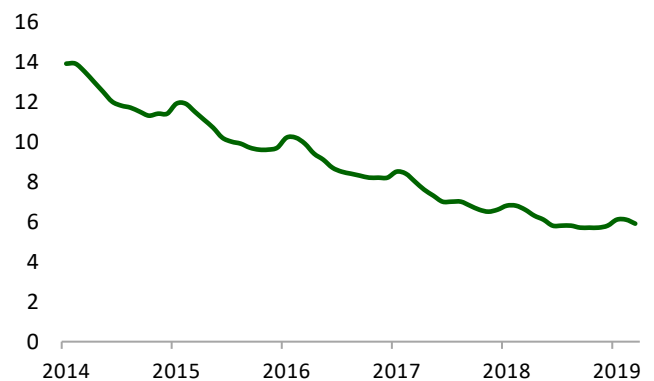
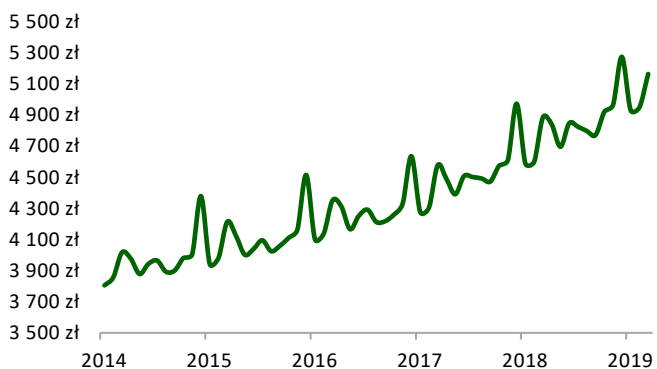
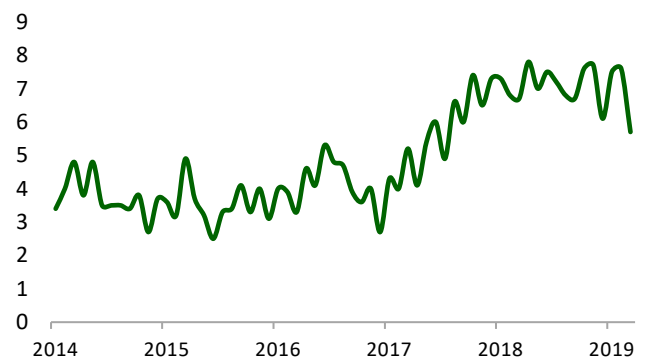
W ostatnich miesiącach wskaźnik PMI notuje spadki, a w listopadzie 2018 roku, pierwszy raz od lipca 2014 roku, został odnotowany odczyt poniżej 50. W kolejnych miesiącach wskaźnik ten dalej utrzymywał się poniżej neutralnego progu 50, co oznacza najdłuższy nieprzerwany okres negatywnych odczytów od niemal sześciu lat. Najnowszy odczyt za kwiecień 2019 roku wskazał na wartość wskaźnika PMI na poziomie 49,0. Jak wskazali analitycy IHS Markit, widoczny wzrost wskaźnika w ostatnich dwóch miesiącach sygnalizuje, że spowolnienie w sektorze jest coraz łagodniejsze. Mimo to główne wyniki badań sugerują, że warunki gospodarcze w przemyśle w II kw. mogą wciąż się pogarszać. Analitycy zwrócili uwagę m.in. na gwałtowny spadek eksportu, tempo spadku całkowitej liczby zamówień szybsze niż tempo spadku wielkości produkcji, dalszy wzrost zapasów wyrobów gotowych oraz środków produkcji czy spadek zatrudnienia w przemyśle.

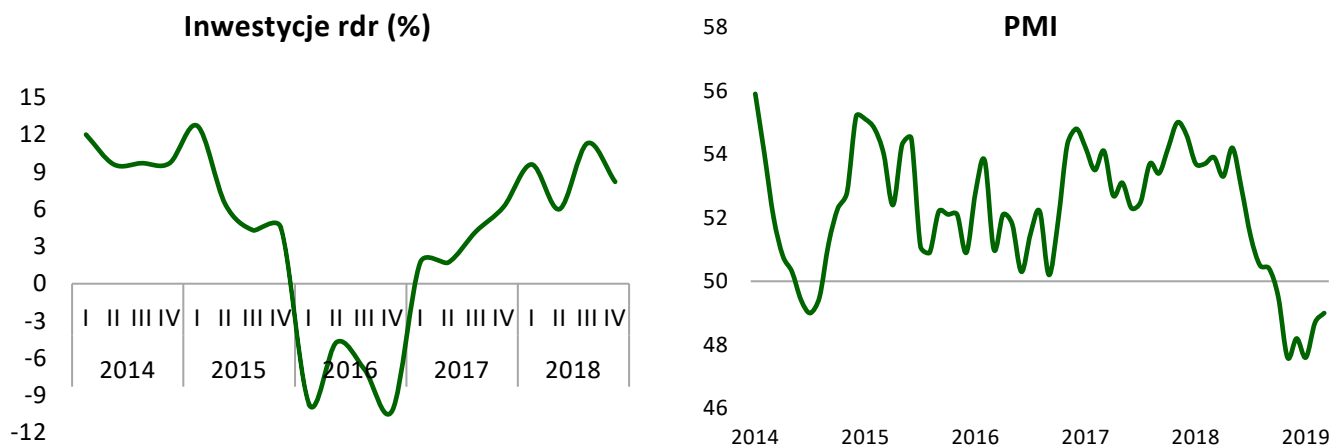
Według najnowszej projekcji NBP, zaprezentowanej w dokumencie *Raport o inflacji – marzec 2019 r.*, dynamika PKB Polski obniży się w kolejnych latach w ślad za osłabieniem wzrostu gospodarczego w strefie euro oraz wyhamowaniem tempa wzrostu absorpcji środków w budżecie UE, wynosząc 4% w 2019 roku i 3,7% w 2020 roku, (wobec projekcji listopadowej prognozy te zostały podniesione odpowiednio o 0,4 p.p. i 0,3 p.p.) oraz 3,5% w 2021 roku.

Jednocześnie centralna ścieżka projekcji NBP dla pozostałych wybranych wskaźników makroekonomicznych kształtuje się następująco:

- głównym źródłem wzrostu gospodarczego pozostanie spożycie prywatne przy wzroście rdr o 4,4% w 2019 roku, 4,3% w 2020 roku i 3,6% w 2021 roku;
- w kolejnych latach tempo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe będzie spadać, tj. z 7,3% w 2018 roku do 5,4% w 2019 roku, 3,7% w 2020 roku i 2,6% w 2021 roku;
- wskaźnik inflacji CPI w horyzoncie projekcji będzie się zwiększać, tj. z 1,6% w 2018 roku do 1,7% w 2019 roku oraz do 2,7% i 2,5% odpowiednio w 2020 i 2021 roku;

- wynagrodzenia w latach 2019-2021 będą rosnać kolejno o: 6,8%, 6,5% i 6,3% rdr;
- stopa bezrobocia (wg BAEL) stopniowo będzie spadać, tj. z 3,8% w 2018 roku do 3,4% w 2019 roku, 3,2% w 2020 roku i 3% w 2021 roku.

PKB rdr (%)

Popyt wewnętrzny rdr (%)

Inflacja CPI rdr (%)

Bezrobocie rejestrowane (%)

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie

Dynamika wynagrodzeń rdr (%)




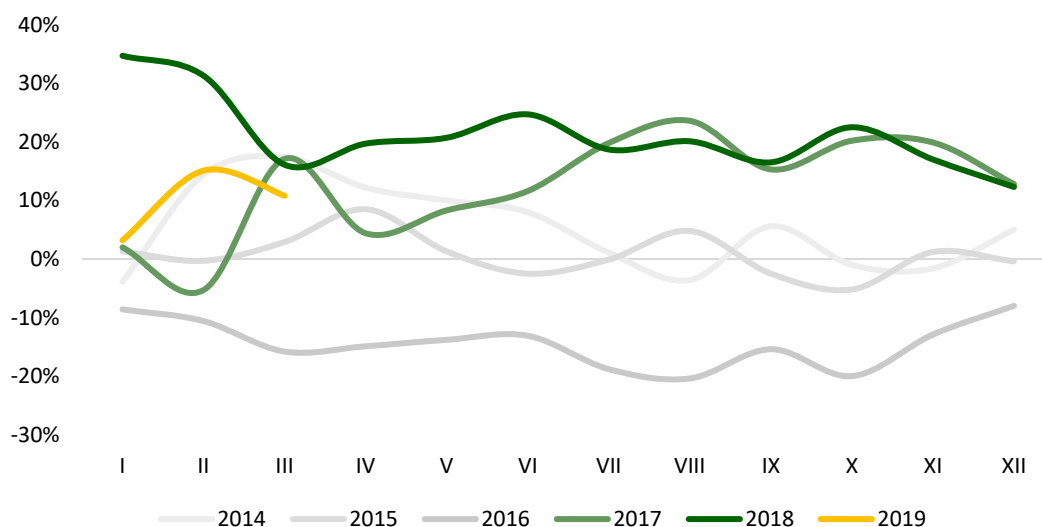
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS, NBP, MRPiS, IHS Markit.

Produkcja budowlano-montażowa

Jak podał Główny Urząd Statystyczny w opracowaniu *Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu 2018 r.* w 2018 roku produkcja budowlano-montażowa (w cenach stałych), obejmująca roboty inwestycyjne, remontowe i pozostałe zrealizowana na terenie kraju przez przedsiębiorstwa budowlane o liczbie pracujących powyżej 9 osób była wyższa o 17,9% rdr. Warto także odnotować, że w każdym miesiącu 2018 roku utrzymywał się wzrost tego wskaźnika w relacji do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Z najnowszych odczytów GUS wynika, że w I kw. 2019 roku nastąpił wzrost produkcji budowlano-montażowej o 9,4% rdr, przy czym dynamika wyniosła 3,2% rdr w styczniu, 15,1% rdr w lutym i 10,8% rdr w marcu. Wzrost wartości produkcji budowlano-montażowej w jednostkach, które zajmują się budową budynków, wyniósł 3,9% rdr, w tym 2,3% rdr w styczniu, 27,9% rdr w lutym, natomiast w marcu odnotowano spadek o 2,6% rdr.

Rysunek 11.: Produkcja budowlano-montażowa rdr



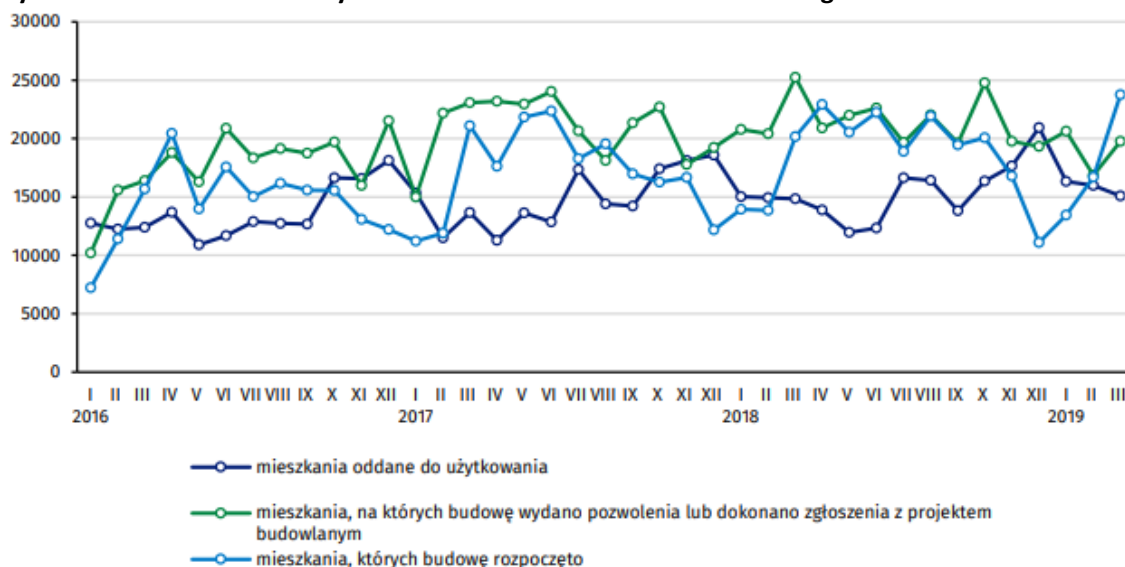
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Budownictwo mieszkaniowe

Jak wynika z opracowania GUS *Budownictwo mieszkaniowe w okresie styczeń-grudzień 2018 roku*, w 2018 roku oddano do użytkowania 184,8 tys. mieszkań, tj. o 3,6% więcej rdr. Najwięcej mieszkań do użytkowania oddali deweloperzy, tj. 111,6 tys. mieszkań (+6,2% rdr), a także inwestorzy indywidualni (-1,4% rdr). Liczba wydanych pozwoleń lub dokonanych zgłoszeń z projektem budowy wyniosła 257,1 tys., czyli wzrosła o 2,7% rdr. Pozwolenia na budowę największej liczby mieszkań otrzymali inwestorzy budujący na sprzedaż lub wynajem (159,9 tys.) oraz inwestorzy indywidualni (91,5 tys.). Jednocześnie liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto, wyniosła 221,9 tys., tj. o 7,7% więcej rdr. Deweloperzy rozpoczęli budowę 131,6 tys. mieszkań, a inwestorzy indywidualni 85,3 tys. mieszkań.

Według wstępnych danych w I kw. 2019 roku oddano do użytkowania 47,6 tys. mieszkań, czyli o 5,8% więcej rdr. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 28,6 tys. mieszkań (+11,5% rdr), natomiast inwestorzy indywidualni 17,4 tys. mieszkań (-3,7% rdr). W okresie od stycznia do marca 2019 roku liczba wydanych pozwoleń na budowę lub dokonanych zgłoszeń z projektem budowlanym wyniosła 57,2 tys., co oznacza spadek o 13,9% rdr. Pozwolenia na budowę największej liczby mieszkań otrzymali inwestorzy budujący na sprzedaż lub wynajem (34,9 tys., -20,6% rdr) oraz inwestorzy indywidualni (21,1 tys., +3,7% rdr). W I kw. 2019 roku rozpoczęto budowę 53,9 tys. mieszkań, tj. o 12,3% więcej rdr. Deweloperzy rozpoczęli budowę 33,4 tys. mieszkań (+8,6% rdr), a inwestorzy indywidualni 19,1 tys. mieszkań (+18,4% rdr).

Rysunek 12.: Ruch budowlany w obszarze budownictwa mieszkaniowego w Polsce



Źródło: opracowanie GUS *Budownictwo mieszkaniowe w okresie styczeń-marzec 2019 roku*.

Koniunktura w budownictwie

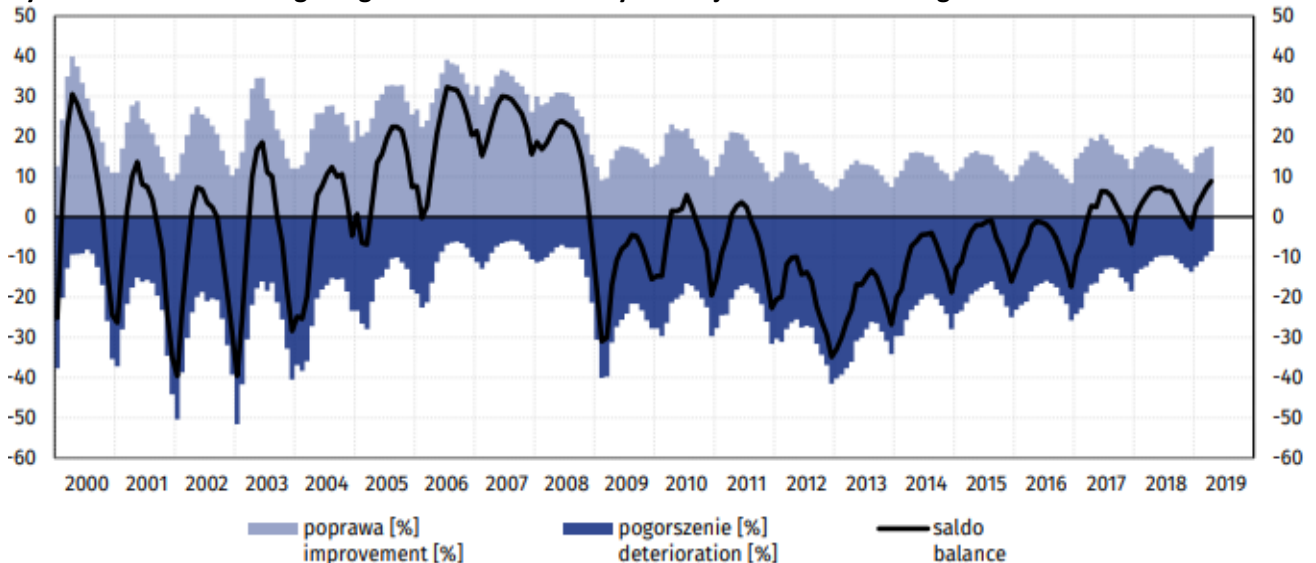
Jak podał GUS w opracowaniu *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2019 (kwiecień 2019)*, wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo – ogółem wyniósł w kwietniu plus 8,9, wobec wyniku plus 7,3 odnotowanego w marcu, plus 4,9 w lutym, plus 2,7 w styczniu i minus 2,8 w grudniu 2018 roku. Jednocześnie był to najwyższy odczyt odnotowany od listopada 2008 roku.

Bieżące oceny dotyczące portfela zamówień i produkcji budowlano-montażowej są oceniane pozytywnie, podczas gdy w poprzednich miesiącach były oceniane jako niekorzystne. Bieżąca sytuacja finansowa oceniana jest natomiast negatywnie, jednak warto odnotować, że w marcu pierwszy raz od pięciu miesięcy oczekiwania w tym zakresie były

optymistyczne. Jednocześnie w kwietniu oceny sytuacji finansowej są mniej niekorzystne od zgłaszanych w ubiegłym miesiącu.

Opóźnienia płatności za wykonane roboty budowlano-montażowe wciąż rosną, jednak nieco wolniej niż zgłaszano w poprzednim miesiącu. Firmy budowlane przewidują wzrost zatrudnienia w najbliższych trzech miesiącach. Oczekiwany jest wzrost cen robót budowlano-montażowych.

Rysunek 13.: Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo – ogółem



Źródło: opracowanie GUS Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2019 kwiecień 2019

Odsetek przedsiębiorców nieodczuwających żadnych barier w prowadzeniu bieżącej działalności kształtował się na poziomie 8,1%, co jest rekordowym odczytem od początku 2000 roku. Największe trudności napotymane przez przedsiębiorstwa dotyczyły kosztów zatrudnienia (62,7% w kwietniu bieżącego roku wobec 58,8% przed rokiem). Jednocześnie wciąż około połowa przedsiębiorstw zgłasza trudności związane z niedoborem wykwalifikowanych pracowników, choć odsetek ten powoli się zmniejsza w ostatnich miesiącach – w kwietniu br. wyniósł 50,6%, podczas gdy jeszcze w styczniu wynosił 53,3%, a we wrześniu ubiegłego roku 53,7%. W porównaniu do początku 2018 roku zwiększyły się obawy co do wzrostu kosztów materiałów – w kwietniu 2019 roku 34,9% przedsiębiorstw zgłosiło takie obawy wobec 30,1% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Z drugiej strony, można odnotować spadek względem końca 2018 roku, kiedy to takie obawy zgłaszało ponad 38% firm.

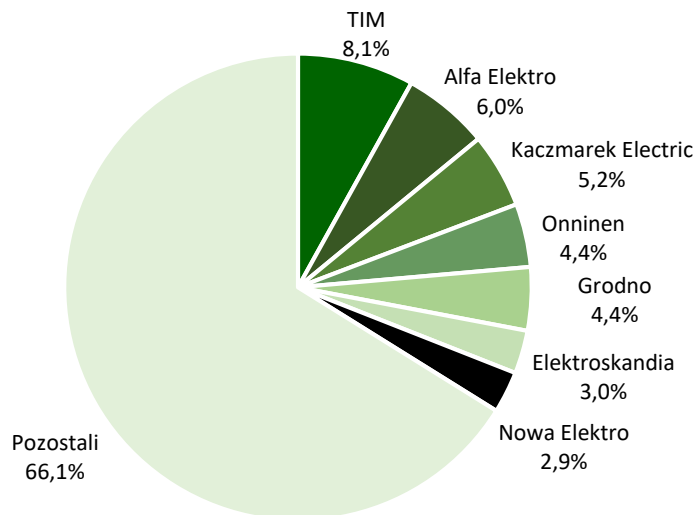
Od 2016 roku systematycznie zmniejsza się odsetek przedsiębiorstw skarżących się na zbyt dużą konkurencję na rynku – w połowie 2016 roku oscylował on wokół 56%, podczas gdy w kwietniu 2019 roku wyniósł 24,6%. Warto też odnotować spadek niepewności względem ogólnej sytuacji gospodarczej – jeszcze na początku 2017 roku 45,1% firm zgłaszało takie obawy, podczas gdy w kwietniu br. odsetek ten spadł do 28,8%.

Rynek handlu materiałami elektrotechnicznymi

Wielkość rynku handlu materiałami elektrotechnicznymi w Polsce szacuje się na blisko 10 mld zł (według portalu elektrotechnicznego *Elektrosystemy*). Rynek ten jest istotnie uzależniony od koniunktury w budownictwie. Charakteryzuje się on dużym rozdrobnieniem, a duża liczba podmiotów zajmujących się sprzedażą produktów

elektrotechnicznych powoduje wzmożoną konkurencję. Pomimo zyskującego systematycznie na popularności kanału sprzedaży e-commerce w branży dominuje tradycyjny kanał, często określany jako offline. Jak wynika z raportu *Hurtownie elektrotechniczne* (dodatek do magazynu *Elektrosystemy*, listopad 2018 roku), w pierwszym półroczu 2018 roku TIM był największym dystrybutorem w polskiej branży elektrotechnicznej i posiadał 8,1% udział w rynku.

Rysunek 14.: Szacunkowy udział TIM S.A. w rynku w pierwszym półroczu 2018 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie TIM S.A. za *Hurtownie elektrotechniczne* (dodatek do magazynu *Elektrosystemy*, listopad 2018 roku).

Portal *Elektrosystemy* publikuje indeks nastrojów w elektrotechnice. Najnowszy odczyt za luty 2019 roku wskazuje na trzeci z rzędu miesiąc, w którym nastroje w branży pogarszają się. Wartość Głównego Indeksu Elektrosystemów zmalała o 36 punktów, a wartość indeksu wyniosła 18.211 punktów, co oznacza spadek o 0,2% w porównaniu do styczniowego odczytu. Negatywnie na wartość najnowszego indeksu wpłynęło pogorszenie nastrojów firm dystrybucyjnych (spadek indeksu o 0,6% m/m, do 22.933 punktów). Lepsze nastroje panowały za to wśród przedsiębiorstw zajmujących się produkcją (wzrost indeksu o 0,6% m/m, do 13.152 punktów). Jednocześnie indeks przedstawiający nastroje 30 największych firm zwiększył swoją wartość o 0,1% m/m, do 11.666 punktów.

Analitycy portalu zwrócili uwagę, że obserwowane w ostatnich miesiącach spadki Głównego Indeksu Elektrosystemów można po części tłumaczyć sezonowością w branży. Jednocześnie odczyty indeksu w relacji rok do roku pokazują poprawę, a odczyt w lutym 2019 roku był o 1,2% wyższy rdr (w tym nastroje dystrybutorów poprawiły się o 1,9% rdr, producentów o 1,4% rdr, a 30 największych firm o 1% rdr).

TIM należy do organizacji SHE (Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki), która grupuje 16 podmiotów działających na terenie całego kraju. Organizacja szacuje, że reprezentuje około 90% rynku dystrybucyjnego w Polsce. TIM przedstawia w swoich prezentacjach wyników porównanie dynamiki sprzedaży Spółki do szacunkowych danych branżowych obliczanych przez Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki. W ostatnich latach Spółce udaje się rosnąć szybciej od branży. W samym 2018 roku TIM zwiększył przychody o 14,6% rdr, podczas gdy dane zebrane przez SHE wskazują na wzrost branży o 13,7% rdr.

W ostatnich latach w hurtowej dystrybucji materiałów elektrotechnicznych można zaobserwować następujące trendy:

- rozwój sprzedaży internetowej i tradycyjnych punktów sprzedaży, w których można dokonywać zakupów w sposób samoobsługowy;
- poszerzanie asortymentu towarów oferowanych przez hurtownie;
- udoskonalanie procesów logistycznych w celu sprawniejszej i szybszej realizacji zamówień;
- rosnąca konkurencja na rynku;
- rozwój sieci sprzedaży w modelu agencyjnym;
- oferowanie usług dodatkowych poza sprzedaż produktów.

Rynek e-commerce B2B

Jak przedstawia firma doradcza PWC Polska w artykule *Przemysł 4.0 a sprzedaż B2B*, czwarta rewolucja przemysłowa, czyli tzw. Przemysł 4.0, opiera się na automatyzacji produkcji, robotyzacji, integracji systemów informatycznych, cyfryzacji oferty i modeli biznesowych. Oznacza to, że dotyka ona nie tylko sposobu organizacji produkcji i warstwy technologicznej, ale swoim zasięgiem dotyka także samego modelu biznesowego, a w efekcie wpływa także na takie obszary przedsiębiorstwa jak dział sprzedaży czy marketingu. Sprzedaż B2B była oparta głównie o indywidualne relacje pomiędzy handlowcami a kupcami. Jednak wraz z rozwojem Przemysłu 4.0 zauważalne są istotne zmiany, jeśli chodzi o trendy sprzedaży w ramach kanału B2B. Wśród nich można wymienić m.in. wzrastające znaczenie kanałów online i mobilnych B2B, co jest efektem postępującej zmiany pokoleniowej. W 2015 roku Google oszacowało, że blisko połowę kupujących w obszarze B2B stanowią „milenials”, co było wartością dwukrotnie większą niż w 2012 roku. Dla młodej generacji kupców i handlowców Internet jest naturalnym źródłem wiedzy o produkcie i narzędziem do realizacji działań biznesowych. W efekcie zmienia się również rola sprzedawcy, którego głównym zadaniem przestaje być prezentacja produktu, a staje się on doradcą klienta, konsultantem i ma służyć pomocą w doborze odpowiedniego produktu.

W raporcie *Digitalizacja rynku B2B. Cyfrowe platformy zakupowe* (styczeń 2017 roku) przygotowanym przez Aleo i Deloitte przedstawiono, że globalna wartość rynku B2B e-commerce w 2020 roku wyniesie 6,7 biliona dolarów (szacunki Frost&Sullivan). O pozycję lidera pod względem wartości transakcji mają walczyć Chiny z Europą. Prognozowana wielkość rynku chińskiego w 2020 roku to 2,1 biliona dolarów. Z kolei zgodnie z szacunkami Ecommerce Europe w 2016 roku wartość e-commerce sektora B2B w Europie wyniosła 720 miliardów euro, a do 2020 roku ma zwiększyć się do 2,16 biliona euro, co oznacza średnioroczny wzrost o 32%.

Klienci B2B wydają na zakupy w sieci prawie dziesięć razy więcej niż klienci indywidualni. Polska Izba Gospodarki Elektronicznej oszacowała wartość transakcji online B2B w Polsce na 215 mld zł wobec 23-27 mld zł w segmencie B2C. W 2014 roku transakcje e-commerce oszacowano na około 10% wartości całości transakcji B2B. Przy założeniu, że udział ten zwiększyłby się do 40-60%, wartość polskiego rynku e-commerce B2B mogłaby sięgnąć 344 mld zł w 2020 roku. Warto przy tym zaznaczyć, że z badania przeprowadzonego w 2014 roku przez Forrester Consulting *Building The B2B Omni-Channel Platform Of The Future* wynikało, że 52% klientów biznesowych uznało, że w przeciągu trzech kolejnych lat ponad połowa dokonywanych przez nich zakupów będzie realizowana przez Internet.

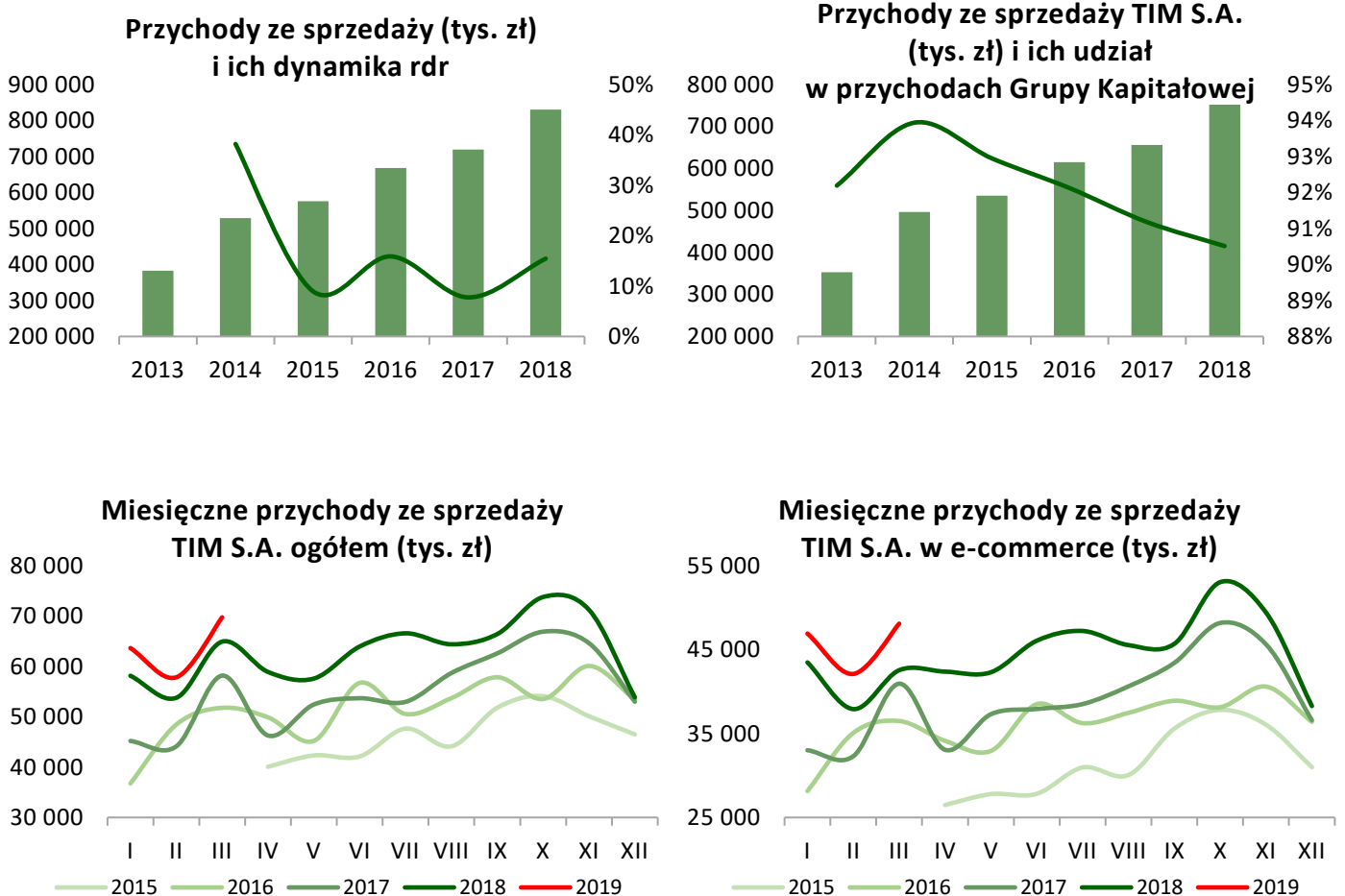
Kanał sprzedaży e-commerce w segmencie B2B daje liczne korzyści zarówno dla firm, jak i dla klientów. Przykładowo, z jednej strony pozwala on zredukować koszty administracyjne obsługi sprzedaży, co w efekcie przekłada się na wyższą marżę, a z drugiej pozwala na skrócenie czasu składania zamówień powtarzalnych, co niesie szczególną korzyść dla klientów biznesowych odpowiedzialnych chociażby za zabezpieczenie dostaw surowców, półproduktów lub innych materiałów niezbędnych do utrzymania ciągłości produkcji. Warto przy tym przytoczyć kilka danych z przeprowadzonych ankiet, takich jak m.in.: 81% firm B2B wskazuje, że wdrożenie e-commerce sprawiło, iż pozyskali nowych klientów; 80% badanych polskich firm B2B deklaruje, że ich firma zyskała na wprowadzeniu e-commerce, 31% firm B2B zauważa wzrost lojalności klientów.

Analiza historycznych wyników finansowych

Przychody i koszty

W okresie od 2013 roku do 2018 roku obroty generowane przez Grupę Kapitałową TIM zwiększyły się z 382,6 mln zł do 830,3 mln zł, co oznacza że w ciągu pięciu lat wzrosły ponad dwukrotnie (dokładnie wzrosły 2,17 razy). W samym 2018 roku dynamika wzrostu przychodów w relacji rok do roku sięgnęła 15,4%. Niezmiennie za około 70% obrotów odpowiada sprzedaż w kanale e-commerce (w 2018 roku było to 71,5%). Wzrost przychodów jest przede wszystkim efektem konsekwentnie realizowanej strategii rozwoju i intensyfikacji działań sprzedażowych. Jednocześnie przychody Grupy Kapitałowej wciąż w przeważającej większości realizowane są przez jednostkę dominującą TIM S.A., która w 2018 roku zrealizowała obroty na poziomie 751,5 mln zł, co stanowiło 90,5% skonsolidowanych przychodów.

Od II kw. 2016 roku Emitent publikuje miesięczne dane sprzedażowe jednostki dominującej TIM S.A. W styczniu, lutym i marcu 2019 roku przychody ze sprzedaży wyniosły odpowiednio 63,6 mln zł (+9,5% rdr), 57,8 mln zł (+7,6% rdr), 69,7 mln zł (+7,4% rdr). Łącznie przychody w I kw. 2019 roku wyniosły 191,1 mln zł i były o 8,1% wyższe rdr. Z kolei przychody w samym kanale e-commerce w styczniu, lutym i marcu 2019 roku wyniosły odpowiednio 46,9 mln zł (+7,9% rdr), 42,1 mln zł (+11,1% rdr), 48,1 mln zł (+13% rdr). W I kw. 2019 roku przychody z e-commerce TIM S.A. wyniosły 137 mln zł (+10,6% rdr) i odpowiadały za 71,7% zrealizowanej sprzedaży.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Przeważająca część przychodów Grupy pochodzi ze sprzedaży towarów i materiałów (805,3 mln zł w 2018 roku, 97% łącznych przychodów). Zysk brutto na sprzedaży towarów i materiałów wzrósł z 62,3 mln zł w 2013 roku do 136,1 mln zł w 2018 roku, czyli w skali 5 lat rósł w tempie zbliżonym do wzrostu przychodów. W samym 2018 roku tempo wzrostu zysku wyniosło 23,3% rdr. Jednocześnie marża zysku brutto na sprzedaży towarów i materiałów systematycznie rosła od 2015 roku, z 14,1% do 16,9% w 2018 roku. W samym 2018 roku marża zwiększyła się o 1,3 p.p. rdr. Warto odnotować, że marża uzyskana w ubiegłym roku była najwyższa w analizowanym okresie, wyższa nawet od tej uzyskanej w 2013 roku, kiedy wyniosła 16,4%.

Poprawa realizowanej marży jest efektem koncentracji podmiotu dominującego TIM S.A. na sprzedaży produktów wysokomarżowych. W samym 2018 roku:

- sprzedaż produktów o niskiej marży (według kryterium spółki marża brutto na sprzedaży poniżej 15%) wzrosła o 11% rdr,
- sprzedaż produktów o średniej marży (zakres 15-20%) wzrosła o 14% rdr,
- sprzedaż produktów o wysokiej marży (powyżej 20%) wzrosła o 22% rdr.

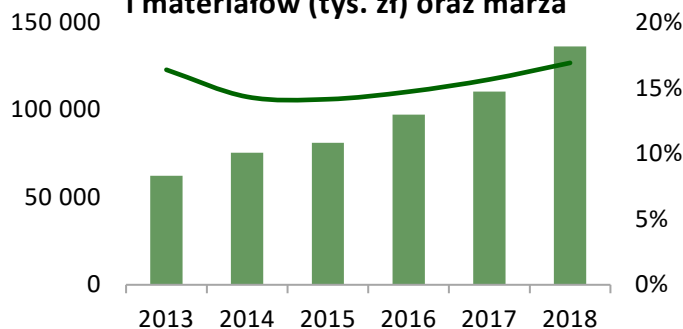
Do poprawy marży przyczyniły się także zmiany w strukturze sprzedaży, tj. mniejszy udział sprzedaży do hurtowni (46,8% wobec 49,7% rok temu), a większy do instalatorów (33,9% wobec 31,5%) oraz do przemysłu (17,1% wobec 16,4%).

Pomimo systematycznego wzrostu zysku brutto na sprzedaży Grupa TIM notowała na przestrzeni ostatnich lat straty ze sprzedaży (przychody pomniejszone o koszty operacyjne bez uwzględnienia pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych). Największe straty dotyczyły dwóch pierwszych lat od zmiany modelu biznesowego, tj. 2013 i 2014 roku, kiedy to strata ze sprzedaży sięgnęła odpowiednio 9,1 mln zł i 25,1 mln zł. Dodatni wynik ze sprzedaży udało się osiągnąć dopiero w 2018 roku, kiedy wyniósł on 17,7 mln zł, a marża zysku ze sprzedaży sięgnęła 2,1%.

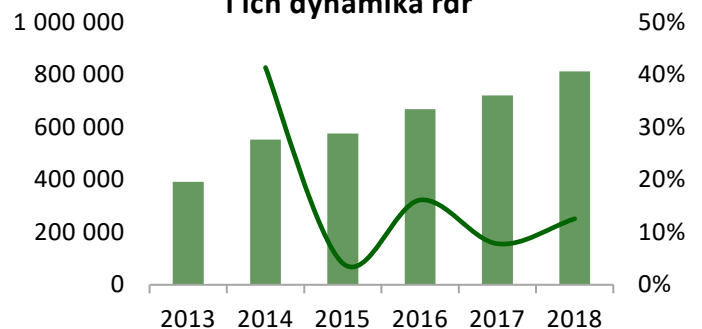
Koszty operacyjne wzrosły w okresie od 2013 roku do 2018 roku z 391,7 mln zł do 812,6 mln zł, tj. ponad dwukrotnie. W samym 2018 roku dynamika wzrostu kosztów operacyjnych wyniosła 12,6% rdr. Niezmiennie w ostatnich latach największy udział w kosztach operacyjnych, przekraczający 80%, ma wartość sprzedanych towarów i materiałów. Dość istotnymi pozycjami kosztowymi są także usługi obce (około 7%) oraz wynagrodzenia (około 5%). Łącznie te trzy pozycje stanowią około 95% kosztów operacyjnych Grupy.

Koszty usług obcych zwiększyły się z 29,5 mln zł w 2013 roku do 60,5 mln zł w 2018 roku. Na przestrzeni ostatnich trzech lat rosną one w tempie około 20% rocznie, a w ubiegłym roku dynamika wzrostu wyniosła 19,1% rdr. Istotny udział w kosztach usług obcych stanowiły czynsze z tytułu najmu długoterminowego nieruchomości, najem pracowników tymczasowych oraz koszty transportu towarów, stanowiące część usługi logistycznej. Z kolei koszty wynagrodzeń zwiększyły się z 22 mln zł w 2013 roku do 40,4 mln zł w 2018 roku. Na przestrzeni ostatnich trzech lat rosły one w tempie około 13% rocznie, a w samym 2018 roku dynamika wyniosła 15,3% rdr. Wzrost kosztów wynagrodzeń to z jednej strony efekt wzrostu zatrudnienia, a z drugiej wzrostu średniego wynagrodzenia na pracownika. W samym 2018 roku warto zwrócić uwagę, że ze względu na dobre wyniki finansowe TIM wypłacił całość przewidzianego dodatkowego wynagrodzenia, tj. premii, co również istotnie wpłynęło na poziom kosztów oraz dynamikę ich wzrostu.

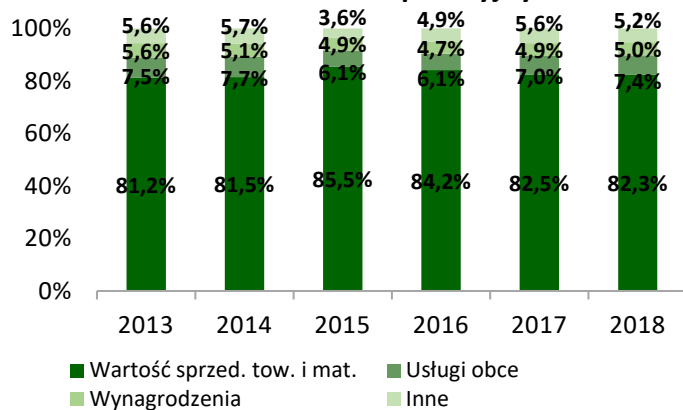
Zysk brutto na sprzedaży towarów i materiałów (tys. zł) oraz marża



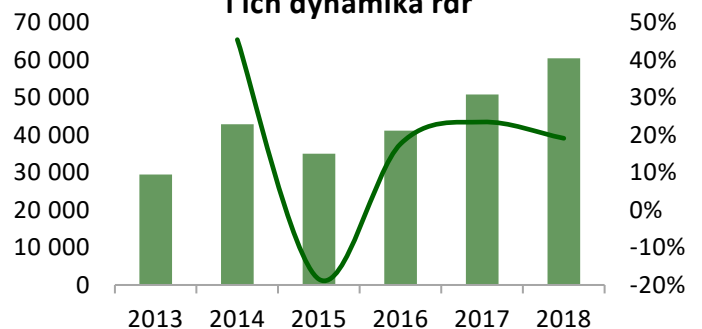
Koszty operacyjne (tys. zł) i ich dynamika rdr



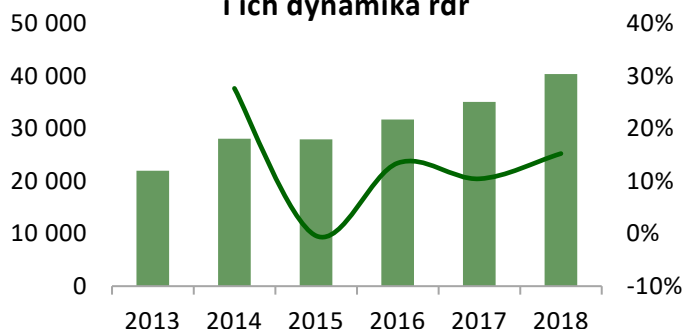
Struktura kosztów operacyjnych



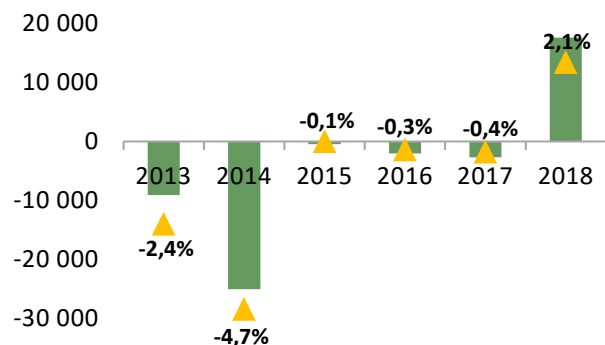
Usługi obce (tys. zł) i ich dynamika rdr



Wynagrodzenia (tys. zł) i ich dynamika rdr



Wynik ze sprzedaży (tys. zł) i marża



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Pomimo wykazywania straty ze sprzedaży Grupie TIM udawało się osiągać dodatni wynik operacyjny i netto w wybranych latach, co było efektem wykazywania istotnych pozostałych przychodów operacyjnych. W większości pochodziły one ze sprzedaży nieoperacyjnych aktywów trwałych. Przykładowo w 2016 roku pozostałe przychody operacyjne wyniosły 6,6 mln zł i pochodziły w większości ze sprzedaży posiadanej nieruchomości we Wrocławiu. Z kolei w 2018 roku Grupa

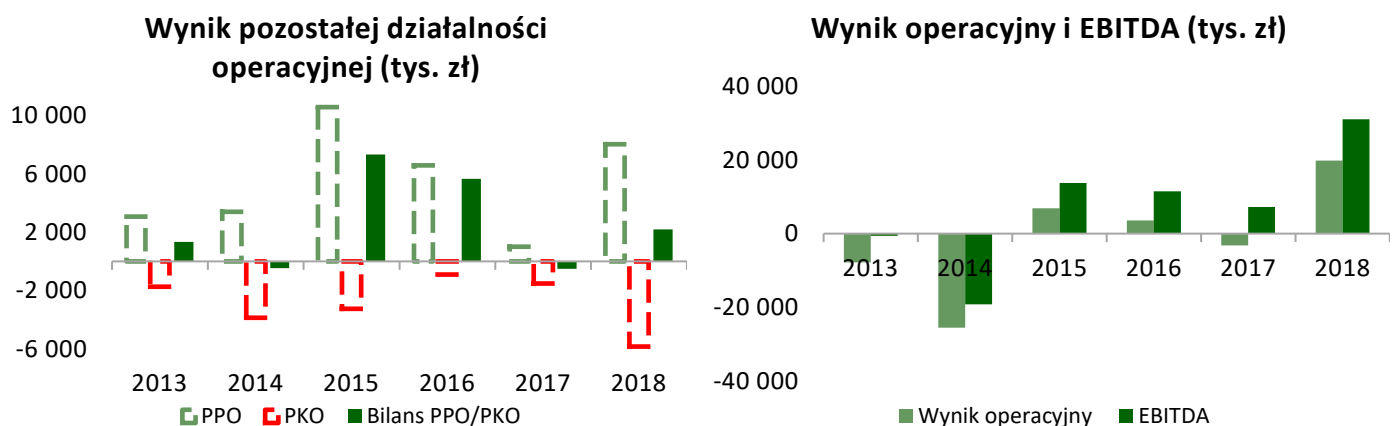
TIM wykazała dodatkowe 8 mln zł przychodów, pochodzące głównie ze sprzedaży nieruchomości posiadanej przez spółkę zależną 3LP.

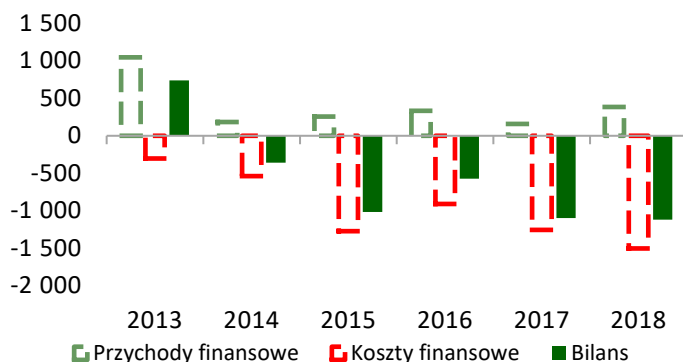
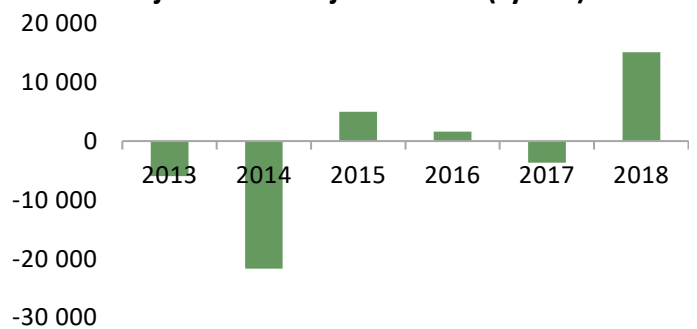
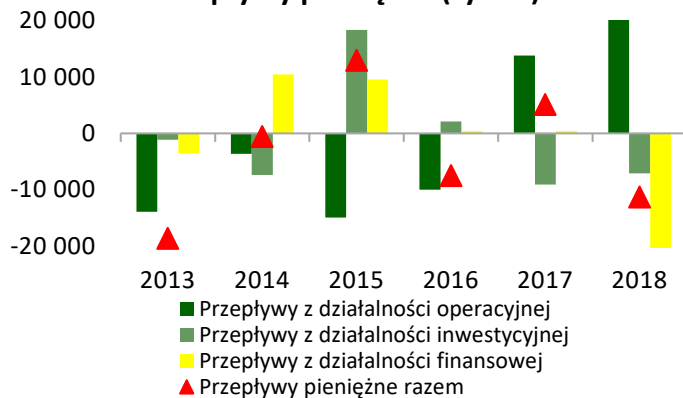
W efekcie powyższego w 2015 i 2016 roku Grupa TIM wykazała odpowiednio 6,9 mln zł i 3,6 mln zł zysku operacyjnego. W 2017 roku nie zostały wykazane istotne pozostałe przychody i koszty operacyjne, a strata operacyjna wyniosła 3,2 mln zł. Z kolei w 2018 roku zysk operacyjny wyniósł 19,9 mln zł. Wynik ten był jednocześnie podwyższony o 2,2 mln zł wynikające z dodatniego bilansu pozostałej działalności operacyjnej. Jednocześnie zwracamy uwagę, że od 2015 roku Grupie TIM udawało się osiągać dodatni wynik EBITDA.

Grupa Kapitałowa TIM nie osiąga istotnych przychodów finansowych. W ostatnich latach nie przekraczały one 400 tys. zł rocznie. Koszty finansowe powoli rosną, tj. do 1,5 mln zł wykazanych w 2018 roku. W większości koszty finansowe dotyczą spłaty odsetek.

Podobnie jak wynik operacyjny, wynik netto przypadający akcjonariuszom podmiotu dominującego osiągał wartości dodatnie w wybranych latach, jednak poza 2018 rokiem było to związane z opisywanymi zdarzeniami jednorazowymi. Dopiero w ubiegłym roku, nawet bez uwzględnienia zdarzeń jednorazowych, wynik stał się wyraźnie dodatni. Jednocześnie warto wspomnieć, że wszystkie spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej TIM dodatnio kontrybuowały do wyniku netto w 2018 roku (zarówno 3LP, jak i Rotopino.pl osiągnęły dodatnie wyniki finansowe na każdym poziomie rachunku zysków i strat). W efekcie TIM zakończył miniony rok z zyskiem netto przypadającym akcjonariuszom podmiotu dominującego na poziomie 15,1 mln zł.

Wraz z wykazywaniem straty już na poziomie wyniku ze sprzedaży Grupie TIM w ostatnich latach trudno było osiągać dodatnie przepływy z działalności operacyjnej. Te pojawiły się dopiero w 2017 roku i wyniosły 13,8 mln zł, a w 2018 roku zwiększyły się do 27,2 mln zł. W efekcie w poprzednich latach działalność była finansowana wpływami inwestycyjnymi (w tym ze sprzedaży nieoperacyjnych aktywów) oraz finansowymi. W 2018 roku, pomimo rekordowych przepływów z działalności operacyjnej, łączne przepływy pieniężne okazały się ujemne i wyniosły 11,3 mln zł. W dużej mierze było to efektem ujemnych przepływów z działalności finansowej, które wyniosły 31,4 mln zł, a wpłynęły na nie głównie wypłata dywidendy w kwocie 22,2 mln zł oraz płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu finansowego w wysokości 7,3 mln zł.



Wynik działalności finansowej (tys. zł)

**Wynik netto przypisany
akcjonariuszom jedn. dom. (tys. zł)**

Przepływy pieniężne (tys. zł)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Sytuacja majątkowa

Największą pozycją w aktywach Grupy Kapitałowej TIM są aktywa obrotowe (66,9% sumy bilansowej na koniec 2018 roku), w tym należności handlowe (odpowiednio 37,3%), które wyniosły 138,1 mln zł na koniec grudnia 2018 roku. Drugą największą pozycją w aktywach są zapasy, których wartość wyniosła 102 mln zł na koniec 2018 roku, co stanowiło 27,6% sumy bilansowej. W porównaniu do 2017 roku istotnie zmniejszył się stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów, z 13,5 mln zł do 2,2 mln zł, co było w istotnej mierze efektem wypłaty zaliczki na poczet dywidendy w grudniu 2018 roku w wysokości 22,2 mln zł.

Wśród aktywów trwałych największą pozycją są rzeczowe aktywa trwałe, których wartość zwiększyła się w porównaniu z końcem 2017 roku o ponad 22 mln zł, do 70,5 mln zł (19% sumy bilansowej). Wzrost ten był efektem głównie przyjęcia na stan przez 3LP automatycznego systemu magazynowego Shuttle System. Z kolei wycena wartości niematerialnych i prawnych zmniejszyła się z 21,8 mln zł do 16 mln zł, co było efektem dokonanego odpisu, który dotyczył kosztów prac poniesionych na rozwój systemów IT. Jednocześnie warto zaznaczyć, że od 2018 roku wydatki te będą odnoszone do bieżących kosztów okresu. Na koniec 2018 roku zmniejszyła się wartość nieruchomości inwestycyjnych, tj. z 19,5 mln zł do 12,5 mln zł (3,4% sumy bilansowej), co było efektem przekwalifikowania części aktywów do pozycji aktywa przeznaczone do sprzedaży.

Wybrane pozycje bilansowe i ich udział w strukturze

(tys. zł)	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18
Aktywa trwałe, w tym:	114 198	77 765	100 589	108 461	110 899	116 204
	40,4%	27,5%	31,5%	31,6%	30,3%	31,4%
Wartość firmy	5 702	5 863	5 863	5 863	5 863	5 863
	2,0%	2,1%	1,8%	1,7%	1,6%	1,6%
Wartości niematerialne	17 918	18 472	19 173	21 728	21 780	15 999
	6,3%	6,5%	6,0%	6,3%	5,9%	4,3%
Rzeczowe aktywa trwałe	78 297	25 392	43 731	45 036	48 236	70 484
	27,7%	9,0%	13,7%	13,1%	13,2%	19,0%
Nieruchomości inwestycyjne	7 808	16 837	19 004	22 886	19 483	12 477
	2,8%	5,9%	5,9%	6,7%	5,3%	3,4%
Aktywa na podatek odroczony	4 226	8 552	8 780	9 066	11 526	8 187
	1,5%	3,0%	2,7%	2,6%	3,1%	2,2%
Aktywa obrotowe, w tym:	168 250	160 141	219 114	234 573	255 464	247 503
	59,6%	56,6%	68,5%	68,4%	69,7%	66,9%
Zapasy	69 431	52 657	75 444	89 697	98 192	101 953
	24,6%	18,6%	23,6%	26,1%	26,8%	27,6%
Aktywa finansowe	94 466	106 694	132 183	143 562	156 147	144 318
	33,4%	37,7%	41,3%	41,9%	42,6%	39,0%
- w tym należności z tytułu dostaw i usług	84 733	100 162	113 157	123 773	135 793	138 144
	30,0%	35,4%	35,4%	36,1%	37,1%	37,3%
- w tym środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 436	2 884	15 859	8 371	13 481	2 189
	1,2%	1,0%	5,0%	2,4%	3,7%	0,6%
Aktywa przeznaczone do sprzedaży	0	45 157	0	0	0	6 315
	0%	16,0%	0%	0%	0%	1,7%
Kapitały przypisane akcjonariuszom podmiotu dominującego, w tym:	183 092	161 285	166 276	168 335	164 667	155 386
	64,8%	57,0%	52,0%	49,1%	44,9%	42,0%
Kapitał akcyjny	22 199	22 199	22 199	22 199	22 199	22 199
	7,9%	7,8%	6,9%	6,5%	6,1%	6,0%
Kapitał zapasowy	90 598	90 438	89 649	90 070	90 096	72 111
	32,1%	31,9%	28,0%	26,3%	24,6%	19,5%
Fundusz dywidendowy	57 489	57 489	57 489	57 489	57 489	36 400
	20,4%	20,3%	18,0%	16,8%	15,7%	9,8%
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	0	-6 254	-27 113	-21 896	-20 592	-8 476
	0%	-2,2%	-8,5%	-6,4%	-5,6%	-2,3%
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	5 647	5 794	9 872	21 647	23 301	36 121
	2,0%	2,0%	3,1%	6,3%	6,4%	9,8%
Rezerwa na podatek odroczony	5 370	5 593	6 745	8 399	10 429	10 560
	1,9%	1,9%	2,1%	2,4%	2,8%	2,9%
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu finansowe	277	201	3 127	13 220	12 688	25 303
	0,1%	0,1%	1,0%	3,9%	3,5%	6,8%
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	89 302	111 905	139 529	147 976	173 750	178 515
	31,6%	39,5%	43,6%	43,1%	47,4%	48,2%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	83 074	89 743	107 800	134 969	157 624	157 219
	29,4%	31,7%	33,7%	39,3%	43,0%	42,5%
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu finansowe	97	86	907	3 147	3 790	7 266
	0,0%	0,0%	0,3%	0,9%	1,0%	2,0%
AKTYWA/PASYWA OGÓŁEM	282 448	283 063	319 703	343 034	366 363	370 022

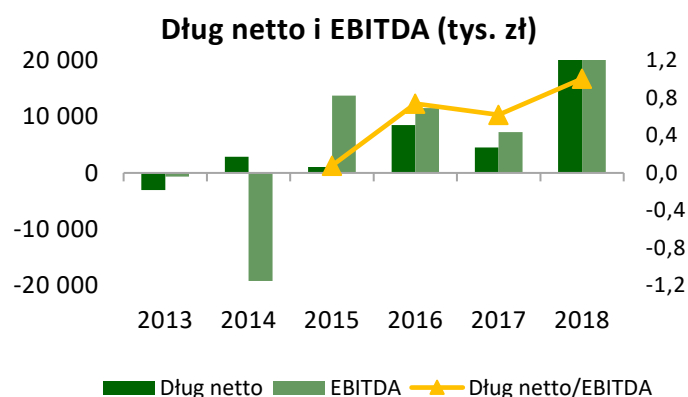
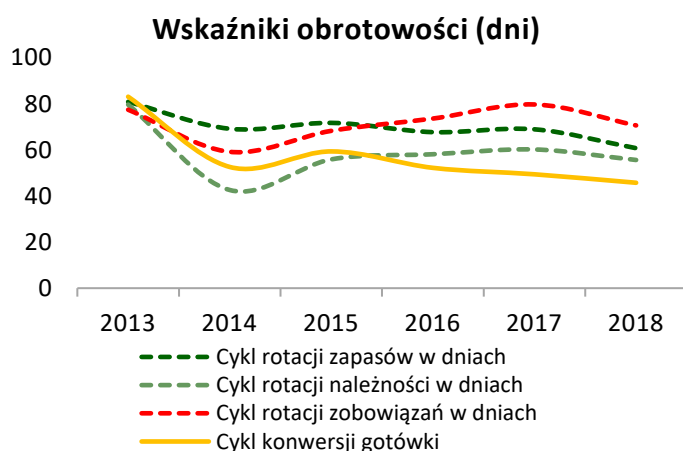
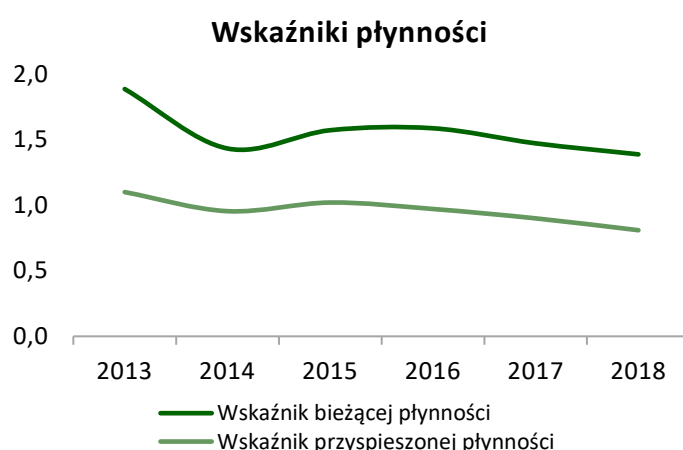
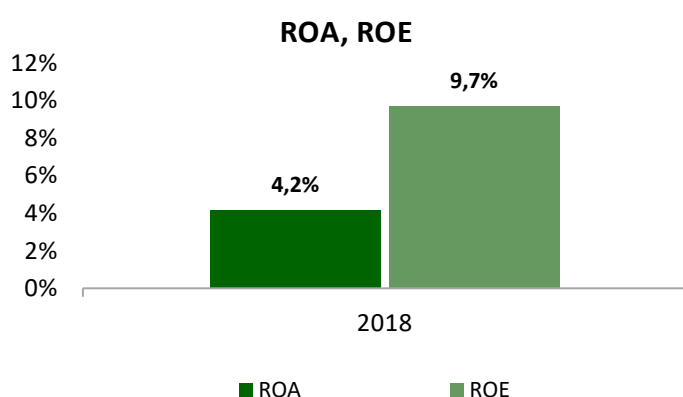
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Na koniec grudnia 2018 roku kapitały własne przypisane akcjonariuszom podmiotu dominującego wyniosły 155,4 mln zł i stanowiły 42% sumy bilansowej. W relacji rok do roku wartość kapitałów własnych obniżyła się o 9,3 mln zł, co było efektem głównie wypłaty zaliczki na poczet dywidendy w kwocie 22,2 mln zł. Jednocześnie zmniejszyła się strata z lat ubiegłych na skutek wykazania zysku netto w wysokości 15,1 mln zł w 2018 roku.

Po stronie zobowiązań Grupa TIM praktycznie nie wykazuje zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek czy emisji instrumentów dłużnych. Oprocentowane zadłużenie stanowi w większości leasing finansowy, którego wartość na koniec 2018 roku wyniosła łącznie 32,6 mln zł (8,8% sumy bilansowej). Największą pozycją są natomiast zobowiązania handlowe, które na koniec 2018 roku wyniosły 157,2 mln zł, co odpowiadało 42,5% sumy bilansowej.

Analiza wskaźnikowa

W analizowanym okresie Grupa Kapitałowa TIM uzyskała dodatni wynik ze sprzedaży tylko w 2018 roku, dlatego wartość wskaźników rentowności podajemy tylko dla tego okresu. Jednocześnie przypominamy, że wynik operacyjny został podwyższony o 2,2 mln zł z tytułu dodatniego bilansu pozostałej działalności operacyjnej. Bez korekty o wpływ zdarzeń jednorazowych rentowność aktywów (ROA) wyniosła 4,2%, a rentowność kapitałów własnych (ROE) 9,7%.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów okresowych Emitenta.

Grupa TIM utrzymuje wskaźniki płynności na relatywnie bezpiecznym poziomie. Wskaźnik płynności bieżącej wyniósł na koniec 2018 roku 1,4, natomiast wskaźnik przyspieszonej płynności sięgnął 0,8. W porównaniu do 2017 roku istotnie zwiększył się poziom długu netto, tj. z 4,5 mln zł do 31,2 mln zł. Na wzrost tej pozycji wpłynął zarówno wzrost oprocentowanego zadłużenia (głównie z tytułu leasingu finansowego), jak i istotny spadek stanu środków pieniężnych i ekwiwalentów, głównie na skutek wypłaty zaliczki na poczet dywidendy. Jednocześnie Grupa TIM odnotowała istotny wzrost zysku EBITDA, a wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł 1,0 na koniec 2018 roku wobec 0,6 przed rokiem.

Na przestrzeni ostatnich lat Grupa Kapitałowa TIM istotnie poprawiła efektywność zarządzania kapitałem obrotowym, co pozwoliło na spadek cyklu konwersji gotówki z 83 dni w 2013 roku do 46 dni w 2018 roku. W samym 2018 roku istotnie udało się poprawić cykl rotacji zapasów – w poprzednich latach oscylował on wokół 70 dni, podczas gdy w 2018 roku wyniósł 61 dni. Jednocześnie w ostatnich latach rósł cykl rotacji należności, z 43 dni w 2014 roku do 60 dni w 2017 roku, jednak w 2018 roku wskaźnik poprawił się do 56 dni. W ostatnich latach rósł także cykl rotacji zobowiązań, tj. z 59 dni w 2014 roku do 80 dni w 2017 roku, jednak w 2018 roku spadł on do 71 dni.

Kluczowe czynniki ryzyka

Zidentyfikowaliśmy następujące kluczowe czynniki ryzyka dla prognoz przedstawionych w niniejszej rekomendacji:

- **ryzyko pogorszenia sytuacji makroekonomicznej** – działalność Grupy Kapitałowej TIM jest mocno skorelowana z sytuacją gospodarczą w Polsce i na świecie. Pomimo prób dywersyfikacji działalności i istotnego poszerzenia oferty Emitent wciąż jest istotnie uzależniony m.in. od koniunktury w branży budowlanej, inwestycji przedsiębiorstw czy wielkości zamówień publicznych na dostawy materiałów elektrotechnicznych. Potencjalne pogorszenie sytuacji w gospodarce lub branży, może istotnie negatywnie przełożyć się na popyt na produkty Emitenta;
- **ryzyko wzrostu cen surowców** – ze względu na fakt, że około jedna trzecia przychodów Emitenta pochodzi ze sprzedaży kabli i przewodów, wpływ na wyniki Grupy TIM mogą mieć w szczególności wahania cen miedzi. W przypadku niektórych grup asortymentowych (kable o dużych przekrojach) koszt tego surowca stanowi nawet do 90% ceny produktu. Znaczny spadek cen miedzi może wiązać się również z ryzykiem potencjalnej utraty wartości towarów znajdujących się na stanach magazynowych;
- **ryzyko wzrostu kosztów operacyjnych i niskiej efektywności kosztowej** – Grupa TIM narażona jest m.in. na wzrost kosztów wynagrodzeń i usług obcych, w tym na wzrost kosztów logistycznych związanych z działalnością Centrum Logistycznego w Siechnicach. Jednocześnie prowadzone przez Emitenta działania mające na celu poprawę współpracy pomiędzy spółkami z Grupy, a przez to poprawę efektywności procesów operacyjnych, w tym również po stronie kosztowej, mogą przynieść efekty niższe niż zakładane;
- **ryzyko wzrostu konkurencji i utraty pozycji lidera** – branża hurtowni elektrotechnicznych jest bardzo rozdrobniona, a wielkość rynku klienta końcowego utrzymuje się na podobnym poziomie, co powodować może ostrzejszą rywalizację o klienta i pozycję w branży. Nasilenie konkurencji, np. poprzez wejście na polski rynek zagranicznych podmiotów, może doprowadzić do spadku rentowności sprzedaży;
- **ryzyko związane z zapasami** – istnieje ryzyko powstania zapasu nadmiernego lub trudno sprzedawalnego, szczególnie w przypadku gwałtownych zmian popytu połączonych z dużymi obniżkami cen towarów na rynku, co może doprowadzić do konieczności dokonania odpisu wartości zapasów. W przypadku długotrwałego przechowywania towarów występuje dodatkowe ryzyko utraty ich wartości, np. w związku z ich zabrudzeniem lub uszkodzeniem;
- **ryzyko związane z brakiem możliwości pracy Centrum Logistycznego w Siechnicach** – kluczowe procesy związane z działalnością prowadzoną przez Grupę Kapitałową TIM (przyjęcie towarów, magazynowanie oraz dystrybucja do klientów) są realizowane przez spółkę zależną 3LP S.A. w Centrum Logistycznym w Siechnicach. W przypadku braku możliwości pracy Centrum Logistycznego Emitent jest narażony na istotne straty, zarówno finansowe, jak i reputacyjne. Ryzyko to związane jest m.in. z takimi zdarzeniami jak wystąpienie pożaru, powodzi, zniszczenia czy innych zdarzeń o charakterze losowym;
- **ryzyko związane z bezpieczeństwem systemów informatycznych** – spółki tworzące Grupę Kapitałową TIM są firmami o wysokim stopniu informatyzacji. Ich działalność operacyjna jest oparta o sprawnie funkcjonujący system informatyczny pracujący w trybie online. Istnieje ryzyko nieprawidłowego działania systemu informatycznego, które może skutkować negatywnymi konsekwencjami dla Emitenta, np. utratę kluczowych danych, brak możliwości pracy Centrum Logistycznego czy brak możliwości dokonywania sprzedaży w trybie online;
- **ryzyko niewłaściwej oceny projektów inwestycyjnych i przyjętej strategii rozwoju** – istnieje ryzyko wystąpienia negatywnych konsekwencji finansowych spowodowanych błędnymi decyzjami podjętymi na podstawie niewłaściwej oceny strategicznych kierunków rozwoju organizacji. Przyszłe inwestycje mogą nie przynieść zakładanych przez Zarząd efektów, co mogłoby mieć wpływ na utratę znacznych środków pieniężnych.

Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne

OBJAŚNIENIA TERMINOLOGII UŻYTEJ W REKOMENDACJI

EBIT – wynik operacyjny
EBITDA – wynik operacyjny powiększony o amortyzację
Marża EBIT – relacja wyniku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży
Marża EBITDA – relacja wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację do przychodów netto ze sprzedaży
Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EPS – wynik netto przypadający na jedną akcję
DPS – dywidenda przypadająca na jedną akcję
P/E – relacja kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV – relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/S – relacja kapitalizacji rynkowej do przychodów netto ze sprzedaży
P/EBIT – relacja kapitalizacji rynkowej do wyniku operacyjnego
EV/EBITDA – relacja EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
EV/S – relacja EV do przychodów netto ze sprzedaży
PEG – relacja wskaźnika P/E do średniorocznego tempa wzrostu zysków
WACC – średnioważony koszt kapitału
ROE – rentowność kapitału własnego, relacja wyniku netto do kapitału własnego
ROA – rentowność aktywów, relacja wyniku netto do aktywów
FCFE – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego
FCFF – wolne przepływy pieniężne przypisane właścicielom kapitału własnego i wierzycielom
NOPAT – wynik operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek
CAGR – średnioroczne tempo wzrostu

SYSTEM REKOMENDACYJNY

System rekomendacyjny Domu Analiz SII oparty jest na wyznaczaniu cen docelowych i ocenie ich relacji do aktualnych cen rynkowych analizowanych instrumentów finansowych. Rekomendacje wydawane przez Dom Analiz SII obowiązują przez 12 miesięcy od momentu ich wydania lub do momentu, kiedy cena rynkowa danego instrumentu finansowego osiągnie wyznaczoną cenę docelową – chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Moment i częstotliwość ewentualnej aktualizacji rekomendacji nie jest określony i zależy między innymi od aktualnej sytuacji rynkowej i oceny analityka. Dom Analiz SII zastrzega, że jest to wyłącznie jego decyzja, czy i kiedy dokona potencjalnej aktualizacji raportu oraz że nie musi o tej decyzji z odpowiednim wyprzedzeniem komunikować.

Zawarte w rekomendacjach sformułowanie „cena docelowa” oraz zalecenia „kupuj”/„trzymaj”/„sprzedaj” należy interpretować zgodnie z poniższym opisem.

Cena docelowa – teoretyczna cena, jaka zdaniem analityków Domu Analiz SII powinna zostać osiągnięta w okresie obowiązywania rekomendacji, aby cena rynkowa danego instrumentu finansowego odpowiadała jego teoretycznej wartości fundamentalnej.

Kupuj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie niedowartościowany (potencjał wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

Trzymaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII wartość fundamentalna danego instrumentu finansowego nie odbiega w sposób znaczący od jego ceny rynkowej (potencjał spadku/wzrostu ceny rynkowej w rekomendowanym okresie w przedziale od -10% do 10%).

Sprzedaj – w ocenie analityków Domu Analiz SII dany instrument finansowy jest fundamentalnie przewartościowany (potencjał spadku ceny rynkowej w rekomendowanym okresie powyżej 10%).

WYKORZYSTYWANE METODY WYCENY ORAZ ICH SILNE I SŁABE STRONY

Przy sporządzaniu rekomendacji Dom Analiz SII wykorzystuje co najmniej jedną z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczą (mnożnikową), zdyskontowanych zysków rezydualnych, księgową (aktywów netto).

Silną stroną metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest uwzględnianie w wycenie przyszłych przewidywanych przepływów pieniężnych oraz zmiany wartości pieniądza w czasie, natomiast do jej wad należy zaliczyć relatywnie dużą ilość potrzebnych założeń i dużą wrażliwość na prognozowane wielkości finansowe, w tym duże uzależnienie końcowej wyceny od tzw. wartości rezydualnej (RV – Residual Value).

W przypadku wyceny porównawczej zaletą jest relatywna prostota modelu oraz uwzględnianie aktualnych rynkowych wycen spółek porównywalnych do spółki wycenianej, natomiast do jej wad należy zaliczyć ryzyko nieefektywnej wyceny (przewartościowania lub niedowartościowania) przez rynek spółek porównywalnych, trudności z doбором właściwej grupy porównawczej czy duży subiektywizm w wyborze zastosowanego przy wycenie mnożnika.

Wśród silnych stron metody zdyskontowanych zysków rezydualnych wymienić można mniejsze niż w przypadku metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych uzależnienie końcowej wyceny od oszacowanej wartości rezydualnej. Słabą stroną tej metody jest stosunkowo niska jej znajomość i zrozumienie wśród inwestorów, a także relatywnie duża ilość potrzebnych do wyceny założeń.

Zaletą wyceny metodą księgową jest jej prostota, natomiast wada to skupianie się na bieżącym stanie majątku i brak uwzględniania przyszłych korzyści dla akcjonariuszy spółki.

Więcej informacji na temat wykorzystywanych w rekomendacjach przez Dom Analiz SII metodach wyceny przeczytać można na stronie internetowej Domu Analiz SII pod adresem: www.domanaliz.pl/metody-wyceny.

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsza rekomendacja została przygotowana przez Dom Analiz SII Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością („Dom Analiz SII”) z siedzibą we Wrocławiu, ul. Świt 79D, 52-225 Wrocław, wpisaną do rejestru przedsiębiorców przez Sąd Rejonowy dla Wrocławia-Fabrycznej VI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000718815, posiadającą numer NIP: 8992841148 i REGON: 369480988.

Data i godzina zakończenia prac nad rekomendacją: 2019-05-06, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2019-05-06, godz. 08:00.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. a także z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Niniejszy raport został sporządzony i udostępniony publicznie wszystkim zainteresowanym podmiotom przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji.

Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy są klientami Domu Analiz SII lub będą za takowych uznawani.

Ileokroć w tym dokumencie jest mowa o „Emitencie”, należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio odnosi się rekomendacja.

Żadna informacja zawarta w niniejszym raporcie, w tym opinie sporządzających raport oraz wszelkie rekomendacje w nim zawarte, 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.), ani jakiegokolwiek porady księgowej, podatkowej czy prawnej.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Analiz SII nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego podmiotu będącego jego odbiorcą, w tym jakiegokolwiek konkretnego inwestora. Żadna z informacji zawartych w niniejszym raporcie nie stanowi oświadczenia ani zapewnienia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia ze względu na indywidualne okoliczności dotyczące odbiorcy, jak również nie stanowi indywidualnej rekomendacji. Inwestycje oraz usługi przedstawione w niniejszym dokumencie mogą nie być dla konkretnego inwestora odpowiednie, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultacje z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Odbiorca niniejszego raportu musi dokonać własnej oceny, czy inwestycja w jakikolwiek instrument, do którego niniejszy raport się odnosi jest dla niego odpowiednia w oparciu o korzyści i ryzyka w nim zawarte, biorąc pod uwagę swoją własną strategię oraz sytuację prawną i finansową. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego, oferty lub innych dokumentów i materiałów sporządzonych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Dom Analiz SII informuje, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Dom Analiz SII zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i jego wyników finansowych, jak np. sytuacja makroekonomiczna na świecie i w kraju, zmieniające się warunki ekonomiczne, zmiana sytuacji na rynkach towarowych, katastrofy naturalne, zmiany polityczne, prawne lub podatkowe.

Dom Analiz SII zwraca uwagę, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez inwestora straty. Dlatego osoba podejmując pojedynczą decyzję inwestycyjną powinna nie tylko sprawdzić

aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w rekomendacji, ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione w niniejszym dokumencie).

Niniejsze opracowanie ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty sprzedaży, subskrypcji lub zaproszenia do nabycia lub subskrypcji jakichkolwiek instrumentów finansowych. Żaden z jego zapisów nie stanowi podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejszy dokument nie ma na celu oferowania nabycia lub zapisu ani nakłaniania do nabycia lub zapisu na jakiegokolwiek instrumenty finansowe ani nie stanowi reklamy jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Niniejszy dokument może zawierać rekomendacje, informacje i opinie, które nie są kierowane ani przeznaczone do rozpowszechniania lub wykorzystywania przez osoby lub podmioty, które są obywatelami, rezydentami lub znajdują się na obszarze jurysdykcji, gdzie takie ich rozpowszechnianie lub wykorzystywanie byłoby sprzeczne z prawem. W szczególności niniejszy dokument ani jego kopie nie mogą być rozpowszechniane w: USA, Australii, Kanadzie, Japonii ani udostępniane obywatelom lub rezydentom tych państw, gdzie rozpowszechnianie tego dokumentu może być ograniczone przez prawo. W takich przypadkach osoby rozpowszechniające niniejszy dokument powinny zapoznać się i dostosować do wszelkich tego typu ograniczeń.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności i rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Analiz SII uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in.: raporty okresowe i bieżące Emitenta, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, dane statystyczne, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami spółek. Dom Analiz SII nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Dom Analiz SII nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie niedokładności lub pominięcia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Analiz SII i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Analiz SII nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka według stanu na dzień sporządzenia raportu i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Analiz SII nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka zawarte w niniejszym raporcie są zbliżone z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Analiz SII. Dom Analiz SII może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej rekomendacji. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia, a także metody analityczne, przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Dom Analiz SII, jego organy zarządcze ani pracownicy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie niniejszego raportu i zawartych w nim informacji, jak również jakiegokolwiek innego wykorzystania niniejszego raportu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Dom Analiz SII nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie. Dom Analiz SII niniejszym nie składa żadnego dorozumianego lub wyrażonego bezpośrednio oświadczenia, zapewnienia lub gwarancji przyszłych wyników.

W przypadku rozpowszechniania niniejszego raportu przez jakikolwiek podmiot trzeci – inny niż Dom Analiz SII lub podmioty z nim powiązane – podmiot ten jest wyłącznie odpowiedzialny za dystrybucję niniejszego raportu. Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej kierowanej przez Dom Analiz SII do klientów podmiotu trzeciego dystrybuującego niniejszy raport i Dom Analiz SII, członkowie jego organów oraz pracownicy, ani podmioty powiązane nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za bezpośrednie lub pośrednie szkody wynikające z wykorzystania niniejszego raportu lub jego poszczególnych treści.

Niniejszy raport został sporządzony przez Dom Analiz SII na zlecenie Emitenta na podstawie zawartej umowy dotyczącej świadczenia usług w zakresie pokrycia analitycznego, w tym przygotowania niezależnej rekomendacji inwestycyjnej. Dom Analiz SII za przygotowanie niniejszego raportu otrzymał wynagrodzenie od Emitenta. Niniejszy raport został przekazany do Emitenta przed jego publikacją, jednak nie miało to wpływu na tezy i założenia, a także na cenę docelową i zalecenie inwestycyjne zawarte w niniejszej rekomendacji. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Analiz SII ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację nie świadczyli żadnych innych usług na rzecz Emitenta lub podmiotów z nim powiązanych oraz za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń nie otrzymywali od Emitenta ani podmiotów z nim powiązanych żadnego wynagrodzenia.

Nie występuje żaden istotny interes finansowy, w szczególności nie istnieją żadne znaczące umowy lub inne istotne powiązania pomiędzy podmiotami powiązanymi z Domem Analiz SII a Emitentem lub podmiotami z nim powiązanymi.

Na dzień sporządzenia niniejszej rekomendacji Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane, ani analitycy sporządzający niniejszą rekomendację, ani żadna z osób, które brały udział w jej sporządzeniu:

- nie posiadają akcji Emitenta lub akcji/udziałów podmiotów z nim powiązanych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego;
- nie znajdują się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów emitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem;
- nie posiadają instrumentów finansowych, których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane przekraczających próg 0,5% wyemitowanego kapitału podstawowego Emitenta ogółem.

Dom Analiz SII nie wyklucza, że będzie w przyszłości składać oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta za wynagrodzeniem, w tym usług przygotowania rekomendacji inwestycyjnej oraz takie usługi świadczyć, jak również nabywać lub zbywać instrumenty finansowe wyemitowane przez Emitenta, lub których wartość jest zależna od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta. Powyższe zastrzeżenie dotyczy również podmiotów powiązanych z Domem Analiz SII oraz analityków sporządzających rekomendacje.

Dom Analiz SII nie prowadzi działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 2486 z późn.zm.).

Za wyjątkiem wynagrodzenia od Domu Analiz SII analitycy Domu Analiz SII nie otrzymują żadnej innej formy wynagrodzenia za sporządzane rekomendacje.

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta ani nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie.

Dom Analiz SII ani podmioty z nim powiązane nie są stroną jakiegokolwiek umowy, której wykonanie zależy od wyceny instrumentów finansowych omawianych w niniejszym raporcie. Za wyjątkiem powyższych zastrzeżeń, pomiędzy Domem Analiz SII, podmiotami z nim powiązanymi i analitykami sporządzającymi niniejszy raport a Emitentem 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.

Lista wszystkich rekomendacji wydanych przez Dom Analiz SII w okresie ostatnich 12 miesięcy:

Spółka	Data rozpowszechnienia	Analitycy	Cena docelowa	Cena rynkowa w momencie rozpowszechnienia	Zalecenie inwestycyjne	Ważność rekomendacji
Mex Polska S.A.	2018-05-23	Paweł Juszcak	6,97 zł	4,37 zł	kupuj	2019-05-23
Sescom S.A.	2018-08-27	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	55,97 zł	23,80 zł	kupuj	2019-08-27
Eurotel S.A.	2018-10-17	Paweł Juszcak, Adrian Mackiewicz	32,07 zł	15,75 zł	kupuj	2019-10-17
Mex Polska S.A. (aktualizacja raportu)	2019-04-15	Paweł Juszcak	7,07 zł	4,08 zł	kupuj	2020-04-15

Dom Analiz SII jest autorem niniejszego raportu. Wszystkie materiały prezentowane w niniejszym raporcie, o ile nie zaznaczono inaczej, są objęte prawami autorskimi należącymi do Domu Analiz SII. Żaden z materiałów ani jego treści, ani jego kopia nie mogą być w żaden sposób zmieniane, przekazywane, kopiowane lub przekazywane osobom trzecim bez uprzedniej pisemnej zgody Domu Analiz SII.

Wszystkie znaki towarowe, oznaczenia i logotypy użyte w niniejszym raporcie są znakami towarowymi, oznaczeniami lub logotypami Domu Analiz SII.

Copyright © 2018 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.