

TIM – kupuj

7 maja 2020 r., godz. 08:00

Ponownie o krok przed konkurencją

Aktualizujemy naszą rekomendację dla akcji TIM. Nową 12-miesięczną cenę docelową dla tych walorów ustaliliśmy na poziomie 12,82 zł, co przy obecnym kursie giełdowym implikuje zalecenie „kupuj”.

Grupa TIM ma za sobą bardzo udany 2019 rok, w którym odnotowała rekordowe wyniki finansowe. W tym okresie przychody ze sprzedaży wzrosły o 7,2% do 890 mln zł, a oczyszczone o wpływ implementacji standardu MSSF 16 wyniki operacyjny i netto odpowiednio o 47,6% do 29,3 mln zł i 47,3% do 22,2 mln zł. Początek 2020 roku również był dla Spółki dobry – szacunkowe dane wskazują, że od stycznia do kwietnia przychody TIM wyniosły 283,2 mln zł w porównaniu do 251,8 mln zł w 2018 roku, co stanowi poprawę o 12,5%.

Ze względu na wybuch pandemii koronawirusa i wprowadzone w następstwie ograniczenia przyszłość całej gospodarki stała się jednak bardzo niepewna. W naszym scenariuszu przyjęliśmy, że w branży dystrybucji artykułów elektrotechnicznych negatywne skutki pandemii odczuwalne będą co najmniej do pierwszych miesięcy 2021 roku. Ze względu na silną pozycję TIM na rynku i rozbudowany kanał e-commerce oczekujemy jednak, że Emitent zostanie nimi dotknięty w mniejszym stopniu niż cała branża (zakładamy, że choć ogółem rynek straci na wartości, to TIM zwiększy w nim swój udział). W naszej ocenie na korzyść Spółki przemawiają m.in. szeroka oferta asortymentowa, nowe modele sprzedaży (w tym dropshipping, w ramach którego liczymy na zwiększone zainteresowanie współpracą podmiotów zewnętrznych), a także posiadanie własnego, nowoczesnego centrum dystrybucyjnego. Istotny wzrost znaczenia sprzedaży online powinien przy tym wspomóc szybki rozwój spółki zależnej 3LP, w tym poprzez wzrost udziału klientów zewnętrznych oraz liczby obsłużonych paczek, co także pozytywnie powinno wpłynąć na wyniki Grupy TIM. Biorąc pod uwagę dodatkowo bufor w postaci silnych pierwszych czterech miesięcy roku, prognozujemy, że cały 2020 rok Emitent zakończy ze skonsolidowanymi przychodami wyższymi o 5,8% w stosunku do 2019 roku. W 2021 roku zakładamy natomiast silniejsze odbicie na rynku, na czym skorzysta również Grupa TIM (prognozujemy wzrost przychodów o 11,7%).

Jednocześnie zwracamy uwagę na silną pozycję finansową Grupy i niski udział zadłużenia oprocentowanego w finansowaniu. Naszym zdaniem pozwoli to na utrzymanie wypłat dywidend w kolejnych latach. Ze względu na dużą niepewność zakładamy jednak, że dywidenda za 2020 rok będzie jedynie symboliczna (w naszej prognozie 0,2 zł), co zostanie jednak częściowo zrekomensowane w kolejnym roku (prognoza 1 zł dywidendy za 2021 rok i 0,8 zł w dalszych latach prognozy).

Prognozy i wskaźniki

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody netto ze sprzedaży	719,2	830,3	890,0	941,3	1 051,6	1 124,5	1 201,2	1 271,6
EBITDA	7,3	31,1	40,2	42,7	47,4	50,9	53,5	55,9
EBITDA według MSSF 16	-	-	53,0	55,5	60,0	63,3	65,7	67,9
EBIT	-3,2	19,9	29,3	32,0	36,8	40,5	43,2	45,8
EBIT według MSSF 16	-	-	32,5	35,2	40,0	43,6	46,3	48,8
Zysk netto	-3,7	15,1	22,2	25,0	28,8	31,8	34,1	36,1
Zysk netto według MSSF 16	-	-	19,6	22,3	26,2	29,2	31,5	33,6
EPS	-0,17	0,68	1,00	1,12	1,30	1,43	1,53	1,63
DPS	-	1,00	0,80	0,20	1,00	0,80	0,80	0,80
Stopa dywidendy	-	13,4%	7,7%	1,9%	9,3%	7,5%	7,5%	7,5%

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

Wycena akcji:

Cena bieżąca (06.05.2020 r.)	10,70 zł
Cena docelowa (12-miesięczna)	12,82 zł
Potencjał wzrostu	19,8%

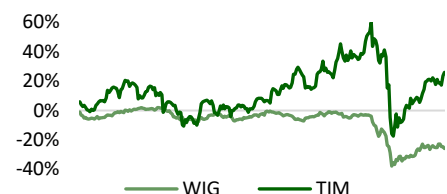
Informacje o spółce:

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 Folt z żoną Ewą	23,20%
Krzysztof Wieczorkowski	13,51%
TFI Rockbridge SA	11,65%
OFE Nationale-Nederlanden	7,05%
Pozostali	44,58%

Stopy zwrotu (ostatnie 12 miesięcy):



Poprzednie rekomendacje:

2019-05-06	zalecenie: „kupuj” cena docelowa: 11,50 zł
------------	---

Analitycy:

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

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

Spis treści

Podsumowanie wyceny	3
Wycena metodą DCF.....	4
Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie.....	4
Prognoza wyników finansowych.....	5
Wynik wyceny metodą DCF	6
Zmiana założeń w modelu	8
Analiza otoczenia	9
Otoczenie makroekonomiczne	9
Rynek dystrybucji artykułów elektrotechnicznych	14
Rynek e-commerce B2B	15
Podsumowanie działalności Grupy TIM w minionym okresie	16
Wyniki finansowe za 2019 rok	17
Wyniki sprzedażowe za pierwsze cztery miesiące 2020 roku.....	27
Kluczowe czynniki ryzyka	28
Dodatkowe objaśnienia i zastrzeżenia prawne	30

Podsumowanie wyceny

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

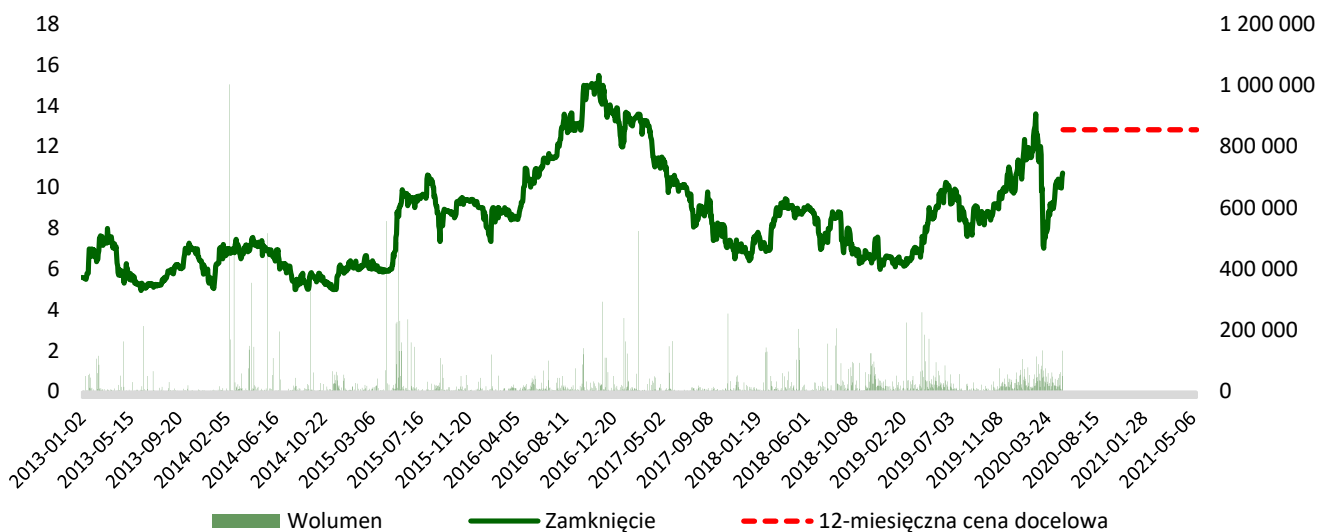
Oszacowana przez nas wycena jednej akcji TIM w perspektywie 12-miesięcznej wynosi 12,82 zł.

Wynik wyceny akcji TIM	
Wynik wyceny metodą DCF	12,82 zł
Waga w końcowej wycenie	100%
Wycena końcowa 1 akcji	12,82 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Biorąc pod uwagę bieżącą cenę rynkową akcji TIM (10,7 zł), potencjał wzrostu wynosi 19,8%.

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).

Na podstawie powyższej metody docelową 12-miesięczną wycenę kapitału własnego TIM oszacowaliśmy na poziomie 284,7 mln zł, co w przeliczeniu na 1 akcję TIM daje wartość 12,82 zł.

Kluczowe założenia przyjęte w prognozach i wycenie

Nasze prognozy i wycenę opieramy na następujących założeniach:

- ze względu na wybuch pandemii koronawirusa oraz wprowadzone w związku z tym ograniczenia obecnie działalność w wielu obszarach gospodarki, w tym w obszarze dystrybucji artykułów elektrotechnicznych, jest istotnie utrudniona. Kluczowy staje się kanał e-commerce, który od wielu lat z powodzeniem rozwija Grupa TIM. Wykorzystując tę przewagę nad konkurentami, oczekujemy, że Spółka zwiększy swój rynkowy udział, co zniweluje częściowo spadki wartości całego rynku w 2020 roku;
- prognozujemy, że pomimo pandemii koronawirusa przychody Grupy w 2020 roku zwiększą się o 5,8% rdr i wyniosą 941,3 mln zł. Po pierwsze, zwracamy uwagę na bardzo dobre pierwsze cztery miesiące 2020 roku, w których zgodnie z szacunkami przychody Spółki TIM znalazły się na poziomie 283,2 mln zł i były o 12,5% wyższe niż rok wcześniej. W kolejnych miesiącach zakładamy, że pogorszenie koniunktury będzie odczuwalne zarówno dla TIM, jak i ROTOPINO.pl (choć spowolnienie będzie niższe niż całego rynku ze względu na wspomniane wyżej zwiększenie udziałów w nim). W połączeniu z buforem z pierwszych miesięcy oczekujemy jednak, że łącznie w całym 2020 roku podmiotom tym uda się wykazać wyższe przychody niż rok wcześniej. Po drugie, liczymy na bardzo dobry rok dla spółki zależnej 3LP (operator centrum logistycznego w Siechnicach) m.in. ze względu na duży wzrost udziału klientów zewnętrznych i liczby obsługiwanych paczek oraz wciąż niską bazę z lat ubiegłych;
- na 2021 rok prognozujemy wysoką dynamikę wzrostu przychodów w Grupie TIM (1,05 mld zł przychodów, +11,7% rdr), co będzie związane z oczekiwanym odbiciem w gospodarce. Na kolejne lata zakładamy kontynuację wzrostu skali biznesu, z utrzymaniem relatywnie wysokich, jednocyfrowych dynamik;
- zakładamy, że Grupa Kapitałowa TIM będzie kontynuować poprawę rentowności, choć wydaje się, że po bardzo dobrym 2019 roku przestrzeń do dalszej poprawy istotnie się zawęża. Zwracamy uwagę na kilka czynników, które mogą pozytywnie przełożyć się na wykazywane marże: (1) kontynuacja polityki handlowej nakierowanej na sprzedaż produktów cechujących się wyższą marżą brutto ze sprzedaży, (2) efektywność kosztowa, wynikająca m.in. z synergii pomiędzy podmiotami w Grupie Kapitałowej, (3) efekt dźwigni operacyjnej, istotna poprawa przychodów i zysków w spółce 3LP w związku z oczekiwanym zwiększeniem skali działalności, (4) mniejsza presja płacowa w gospodarce w związku z rosnącym bezrobociem. W konsekwencji oczekujemy poprawy marży ze sprzedaży już w 2020 roku – prognozujemy wzrost do 3,4%, tj. o 0,1 p.p. więcej wobec 2019 roku. Oczekujemy, że do 2022 roku marża zwiększy się do 3,6% i pozostanie na takim poziomie w kolejnych latach prognozy;
- w efekcie powyższych założeń oczekujemy, że w 2020 roku Grupa TIM wypracuje 32 mln zł zysku operacyjnego, co będzie wynikiem o 9,2% wyższym niż przed rokiem. W dwóch kolejnych latach, wraz z dalszą poprawą marż, oczekujemy, że zyski będą rosły nieco szybciej od przychodów – prognozujemy 36,8 mln zł zysku operacyjnego w 2021 roku (+15% rdr) i 40,5 mln zł w 2022 roku (+10% rdr);
- zakładamy, że nakłady inwestycyjne w najbliższych latach będą oscylowały wokół 6 mln zł rocznie, co będzie związane przede wszystkim z inwestycjami w rozwój kanału sprzedaży e-commerce i systemów IT, wyposażenie centrum logistycznego, a także z nakładami odtworzeniowymi;
- oczekujemy, że na koniec 2020 roku Grupa może wykazać istotnie wyższy stan kapitału obrotowego netto, co z jednej strony będzie spowodowane wyższym stanem zapasów (wyższy poziom zatowarowania m.in. ze względu na obawy o ciągłość dostaw), a z drugiej strony skróceniem cyklu zobowiązań ze względu na zmiany w prawie (stopniowe skracanie terminów płatności do 60 dni dla tzw. transakcji asymetrycznych).

W kolejnych latach prognozujemy stopniowy wzrost kapitału obrotowego netto w związku ze wzrostem skali działalności, choć zakładamy, że będzie on przyrastał wolniej niż tempo wzrostu przychodów Grupy;

- Emitent w przeszłości finansował 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%.

Przedstawione przez nas w kolejnych podrozdziałach prognoza wyników finansowych oraz model DCF oparte zostały na wartościach oczyszczonych o wpływ wprowadzenia standardu MSSF 16.

Do kalkulacji średnioważonego kosztu kapitału wykorzystano wartość premii za ryzyko kapitału własnego według obliczeń A. Damodarana (aktualizacja danych na kwiecień 2020 roku)¹, tj. około 7,56%. Stopa wolna od ryzyka ustalona została na stałym poziomie 3%. Przyjęto wartość długu netto według stanu z 31 grudnia 2019 roku.

Prognoza wyników finansowych

Historyczne wyniki finansowe oraz ich prognozy

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	719,2	830,3	890,0	941,3	1 051,6	1 124,5	1 201,2	1 271,6
Koszty działalności operacyjnej	721,8	812,6	860,6	909,3	1 014,8	1 084,0	1 157,9	1 225,8
Wynik na sprzedaży	-2,7	17,7	29,5	32,0	36,8	40,5	43,2	45,8
EBITDA	7,3	31,1	40,2	42,7	47,4	50,9	53,5	55,9
EBIT	-3,2	19,9	29,3	32,0	36,8	40,5	43,2	45,8
Działalność finansowa	-1,1	-1,1	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Wynik przed opodatkowaniem	-4,3	18,7	28,7	30,8	35,6	39,3	42,0	44,6
Podatek dochodowy	-0,4	3,6	6,4	5,9	6,8	7,5	8,0	8,5
Wynik netto	-3,7	15,1	22,2	25,0	28,8	31,8	34,1	36,1
EPS	-0,17	0,68	1,00	1,12	1,30	1,43	1,53	1,63
DPS	-	1,00	0,80	0,20	1,00	0,80	0,80	0,80
Stopa dywidendy	-	13,4%	7,7%	1,9%	9,3%	7,5%	7,5%	7,5%

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

Historyczne dynamiki i marże oraz ich prognozy

(mln zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Dynamika wyników rdr:								
<i>Przychody ze sprzedaży</i>	7,8%	15,4%	7,2%	5,8%	11,7%	6,9%	6,8%	5,9%
<i>Wynik na sprzedaży</i>	-	-	66,8%	8,6%	15,0%	10,0%	6,8%	5,9%
<i>Wynik EBITDA</i>	-37%	328%	29,4%	6,3%	10,9%	7,4%	5,1%	4,5%
<i>Wynik EBIT</i>	-	-	47,6%	9,2%	15,0%	10,0%	6,8%	5,9%
<i>Wynik netto</i>	-	-	47,3%	12,2%	15,6%	10,3%	7,0%	6,0%
Marże:								
<i>Marża na sprzedaży</i>	-0,4%	2,1%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%
<i>Marża EBITDA</i>	1,0%	3,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%
<i>Marża EBIT</i>	-0,4%	2,4%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%
<i>Marża netto</i>	-0,5%	1,8%	2,5%	2,7%	2,7%	2,8%	2,8%	2,8%

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

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

Wynik wyceny metodą DCF

Kalkulacja średnioważonego kosztu kapitału (WACC)

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	>2024P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Beta	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3
Premia za ryzyko kapitału własnego	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Koszt kapitału własnego	15,1%	15,1%	14,3%	14,3%	14,3%	12,8%
Premia za ryzyko długu	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału własnego	85%	86%	87%	88%	89%	89%
Udział długu	15%	14%	13%	12%	11%	11%
WACC	13,5%	13,5%	13,0%	13,1%	13,2%	11,9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wolnych przepływów pieniężnych (FCFF)

(mln zł)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	>2024P
EBIT	30,4	35,2	39,4	42,1	44,5	
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	24,6	28,5	31,9	34,1	36,1	
Amortyzacja	10,7	10,6	10,4	10,2	10,1	
CAPEX	6,0	5,5	5,8	5,9	5,9	
Zmiana KON	15,2	4,3	5,0	5,4	5,6	
FCFF	14,1	29,2	31,5	33,0	34,6	30,6
Zdyskontowane FCFF (DFCFF)	13,0	23,1	22,2	20,6	19,0	

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Kalkulacja wartości 1 akcji

Suma DFCFF (mln zł)	97,9
Tempo wzrostu po okresie prognozy	1%
Wartość rezydualna – RV (mln zł)	289,4
Zdyskontowana wartość rezydualna (mln zł)	155,6
Wartość firmy – EV (mln zł)	253,4
Dług netto (mln zł)	13,4
Wartość kapitału własnego (mln zł)	240,0
Liczba akcji (mln)	22,2
Wartość 1 akcji na dzień 31.12.2019 r.	10,81
Wartość 1 akcji na dzień 07.05.2020 r.	11,30
12-miesięczna cena docelowa 1 akcji	12,82

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								
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
Premia za ryzyko kapitału własnego	5,6%	13,90	14,41	14,96	15,58	16,27	17,05	17,93	18,93	20,08
	6,1%	13,18	13,62	14,11	14,65	15,25	15,91	16,66	17,51	18,47
	6,6%	12,52	12,92	13,35	13,82	14,34	14,92	15,56	16,29	17,10
	7,1%	11,93	12,28	12,66	13,08	13,54	14,04	14,60	15,23	15,92
	7,6%	11,39	11,71	12,05	12,42	12,82	13,27	13,76	14,30	14,90
	8,1%	10,90	11,18	11,49	11,82	12,18	12,57	13,00	13,47	14,00
	8,6%	10,45	10,70	10,98	11,27	11,59	11,94	12,33	12,74	13,20
	9,1%	10,03	10,26	10,51	10,78	11,06	11,38	11,72	12,09	12,49
	9,6%	9,64	9,85	10,08	10,32	10,58	10,86	11,17	11,49	11,85

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	5,6%	18,69	17,78	16,98	16,27	15,64	15,08	14,57	14,11	13,69
	6,1%	17,52	16,66	15,91	15,25	14,66	14,13	13,66	13,23	12,84
	6,6%	16,48	15,67	14,96	14,34	13,79	13,30	12,86	12,46	12,10
	7,1%	15,55	14,79	14,12	13,54	13,02	12,56	12,15	11,78	11,44
	7,6%	14,72	14,00	13,37	12,82	12,34	11,91	11,52	11,17	10,86
	8,1%	13,97	13,29	12,69	12,18	11,72	11,32	10,95	10,63	10,33
	8,6%	13,29	12,64	12,08	11,59	11,17	10,78	10,44	10,14	9,86
	9,1%	12,66	12,05	11,52	11,06	10,66	10,30	9,98	9,69	9,43
	9,6%	12,09	11,52	11,02	10,58	10,20	9,86	9,56	9,29	9,04

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	-1,0%	12,67	12,20	11,77	11,39	11,05	10,74	10,46	10,20	9,97
	-0,5%	13,11	12,59	12,12	11,71	11,33	11,00	10,70	10,42	10,17
	0,0%	13,59	13,01	12,50	12,05	11,64	11,28	10,95	10,65	10,38
	0,5%	14,13	13,48	12,92	12,42	11,98	11,58	11,22	10,90	10,61
	1,0%	14,72	14,00	13,37	12,82	12,34	11,91	11,52	11,17	10,86
	1,5%	15,39	14,57	13,87	13,27	12,73	12,26	11,84	11,46	11,12
	2,0%	16,13	15,22	14,43	13,76	13,16	12,65	12,18	11,77	11,40
	2,5%	16,99	15,94	15,05	14,30	13,64	13,07	12,56	12,11	11,71
	3,0%	17,96	16,76	15,75	14,90	14,17	13,53	12,97	12,48	12,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Zmiana założeń w modelu

Wobec prognoz przedstawionych w raporcie z dnia 6 maja 2019 roku dokonaliśmy kilku zmian. Przede wszystkim obniżyliśmy dynamikę przychodów na 2020 rok, co jest związane z wybuchem pandemii koronawirusa i wprowadzeniem ograniczeń w życiu społeczno-gospodarczym. W efekcie również przychody w kolejnych latach są niższe od naszych prognoz sprzed roku. Z drugiej strony Grupa TIM osiągnęła bardzo wysokie marże w 2019 roku i widzimy przestrzeń do ich utrzymania, a nawet zwiększenia. Na skutek tego prognozowane przez nas zyski są nieco wyższe niż przed rokiem. Nieznacznie zmieniliśmy również nasze założenia co do zmian w kapitale obrotowym netto, w tym w szczególności na rok 2020.

(mln zł)	2020P			2021P			2022P			2023P		
	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana	nowe	stare	zmiana
Przychody ze sprzedaży	941,3	998,9	-57,6	1051,6	1095,2	-43,6	1124,5	1177,1	-52,6	1201,2	1259,3	-58,1
EBITDA	42,7	40,9	1,8	47,4	45,4	2,0	50,9	49,0	1,9	53,5	51,8	1,7
EBIT	32,0	28,1	3,9	36,8	32,5	4,3	40,5	36,0	4,5	43,2	38,7	4,5
Wynik netto	25,0	21,8	3,2	28,8	25,4	3,4	31,8	28,2	3,6	34,1	30,4	3,7
NOPLAT	25,9	22,7	3,2	29,8	26,3	3,5	32,8	29,1	3,7	35,0	31,4	3,6
CAPEX	6,0	5,8	0,2	5,5	6,0	-0,5	5,8	5,8	0,0	5,9	5,9	0,0
Amortyzacja	10,7	12,8	-2,1	10,6	12,9	-2,3	10,4	13,0	-2,6	10,2	13,1	-2,9
Zmiana KON	15,9	4,0	11,9	5,0	3,5	1,5	5,4	3,0	2,4	5,7	3,0	2,7
FCFF	14,7	25,7	-11,0	29,8	29,7	0,1	32,0	33,3	-1,3	33,7	35,6	-1,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie szacunków Domu Analiz SII.

Analiza otoczenia

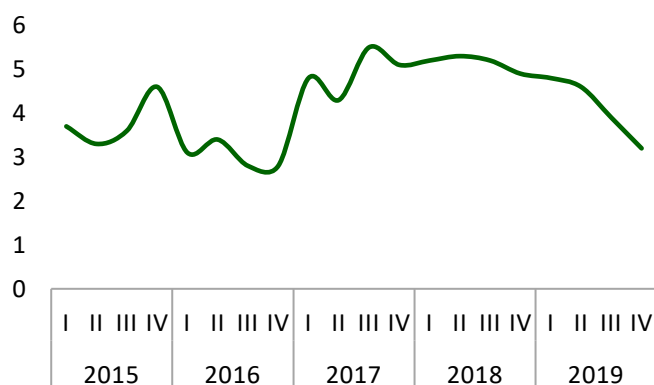
Otoczenie makroekonomiczne

Według ostatecznego szacunku w 2018 roku PKB Polski wzrósł realnie o 5,3%. Z kolei w 2019 roku realny wzrost PKB wyniósł 4,1%. W minionym roku widać było systematyczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Jeszcze w I kw. 2019 roku dynamika PKB wyniosła 4,8% rdr, podczas gdy w IV kw. obniżyła się do 3,2% rdr. Głównym czynnikiem wzrostu pozostawał popyt wewnętrzny.

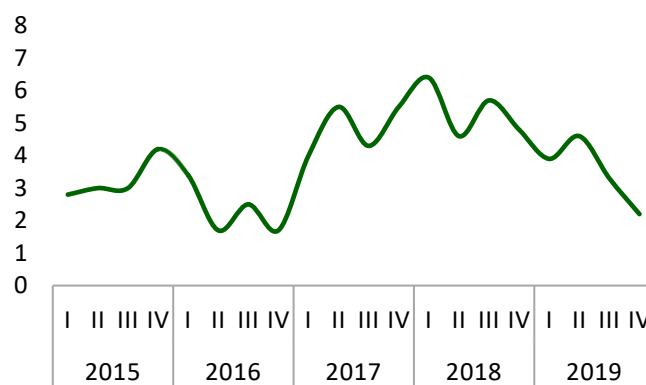
W ostatnich miesiącach dynamika zatrudnienia istotnie spowolniła, do 0,3% rdr w marcu 2020 roku, podczas gdy miesiąc wcześniej wynosiła 1,1%, a w analogicznym okresie roku poprzedniego 3%. Jednocześnie obniżyła się stopa bezrobocia, która w marcu br. wyniosła 5,4% wobec 5,5% miesiąc wcześniej i 5,9% rok wcześniej. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło 5.489,21 zł w marcu 2020 roku, co oznacza wzrost o 6,3% rdr, a więc dynamika wzrostu wynagrodzeń wciąż utrzymuje się na relatywnie wysokim poziomie. Jednocześnie istotnie zwiększyła się inflacja, która od początku roku utrzymuje się powyżej 4%. Odczyt za marzec 2020 roku wyniósł 4,6% wobec 4,7% w poprzednim miesiącu i 1,7% rok wcześniej.

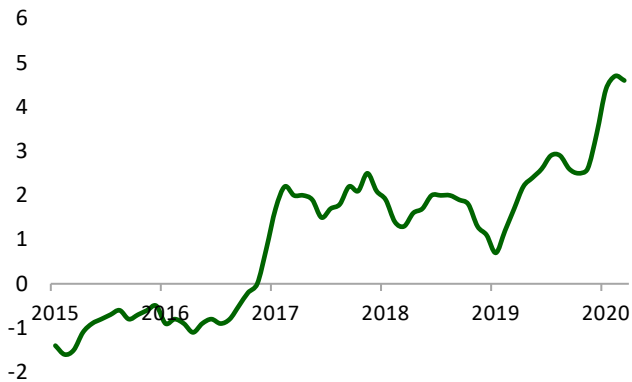
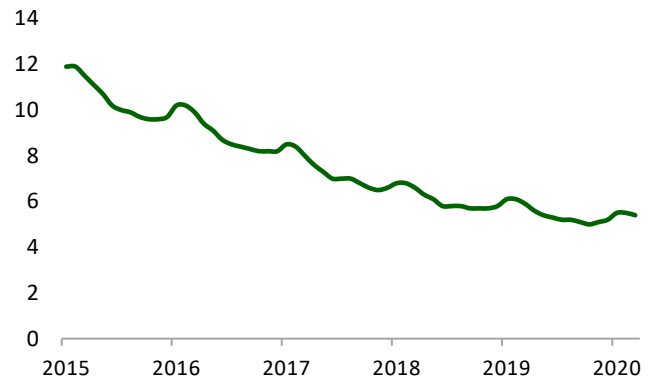
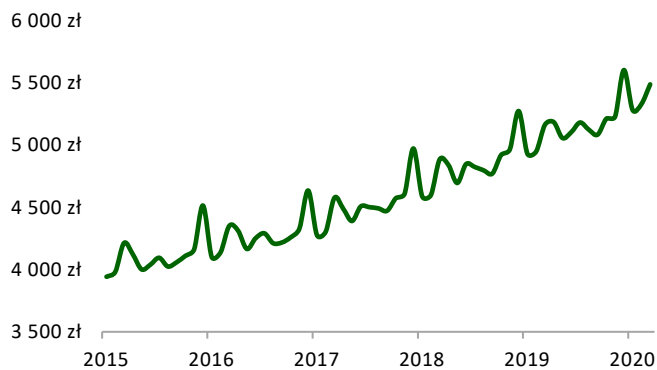
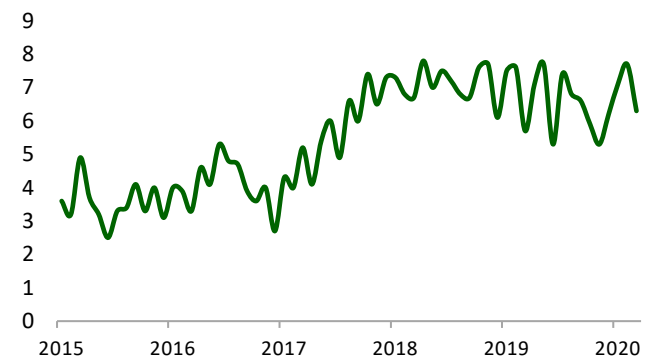
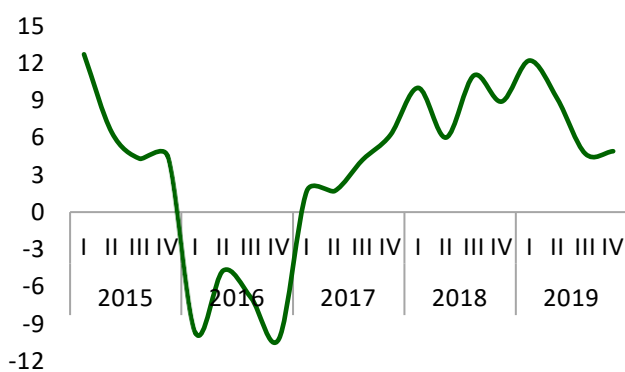
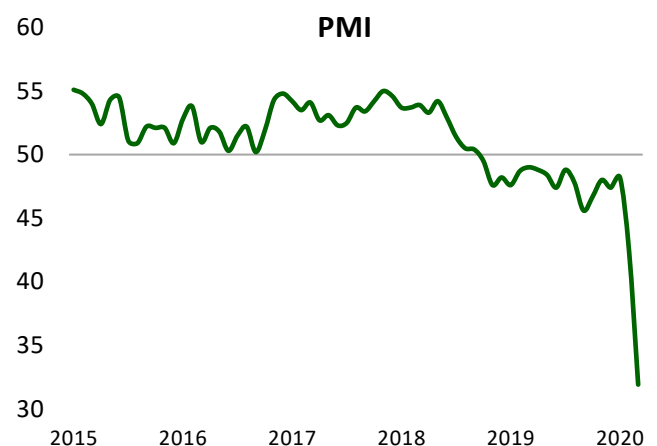
Odczyt wskaźnika PMI dla sektora przemysłowego w Polsce spadł w kwietniu do 31,9 wobec 42,4 miesiąc wcześniej. Jak podsumowano, był to najgorszy miesiąc dla polskich producentów w historii badania PMI, tj. od czerwca 1998 roku. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że spadek wartości wskaźnika jest wciąż łagodzony przez rekordowe opóźnienia w dostawach. W normalnej sytuacji wiążą się one zazwyczaj z rosnącym popytem, a wzrost Wskaźnika Czasu Dostaw pozytywnie wpływa na odczyt głównego wskaźnika PMI. W obecnej sytuacji opóźnienia wynikają jednak z zakłóceń w łańcuchach dostaw spowodowanych wybuchem pandemii koronawirusa.

PKB rdr (%)



Popyt wewnętrzny rdr (%)



Inflacja CPI rdr (%)

Bezrobocie rejestrowane (%)

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie

Dynamika wynagrodzeń rdr (%)

Inwestycje rdr (%)

PMI


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

Oczekiwania analityków makroekonomicznych na początku 2020 roku były pozytywne i zakładały utrzymanie dodatniej dynamiki wzrostu gospodarczego. Jednak w drugiej połowie I kw. 2020 roku na skutek rozprzestrzeniania się koronawirusa na całym świecie ogłoszona została pandemia. Wraz z istotną skalą wzrostu zachorowań zdecydowali wielu krajów postanowili o zamknięciu gospodarek i wprowadzeniu kwarantanny w celu zahamowania

rozprzestrzeniania się wirusa. Niektóre rodzaje działalności zostały przez to praktycznie zaniechane na kilka tygodni, a wiele innych odczuło drastyczny spadek popytu na skutek wprowadzonych ograniczeń lub chociażby musiały dostosować swoją działalność do rygorystycznych wymogów bezpieczeństwa pracy. W związku z tym rządy i banki centralne wprowadzają liczne pakiety pomocowe, które mają na celu m.in. ochronę miejsc pracy, a także pomoc finansową najbardziej dotkniętym podmiotom. Obecnie większość krajów rozważa i powoli wprowadza stopniowe plany „odmrażania” gospodarek, choć nie jest wykluczone, że w przyszłości ponownie będzie trzeba wprowadzić wcześniej już zniesione ograniczenia.

Prognozy ekonomistów są coraz niższe wraz z upływem kolejnych tygodni trwania pandemii koronawirusa. Jeszcze marcowe szacunki analityków Bloomberg Economics zakładały, że gospodarka światowa szybko odrobi straty spowodowane pandemią i zakończy rok na plusie. Tymczasem szacunki z końca kwietnia zakładają, że skurczy się ona o 4% przy założeniu, że ożywienie rozpocznie się w drugiej połowie roku. Międzynarodowy Fundusz Walutowy oczekuje spadku światowego PKB o 3%. Z kolei eksperci UniCredit przewidują, że spadek może sięgnąć 6%.

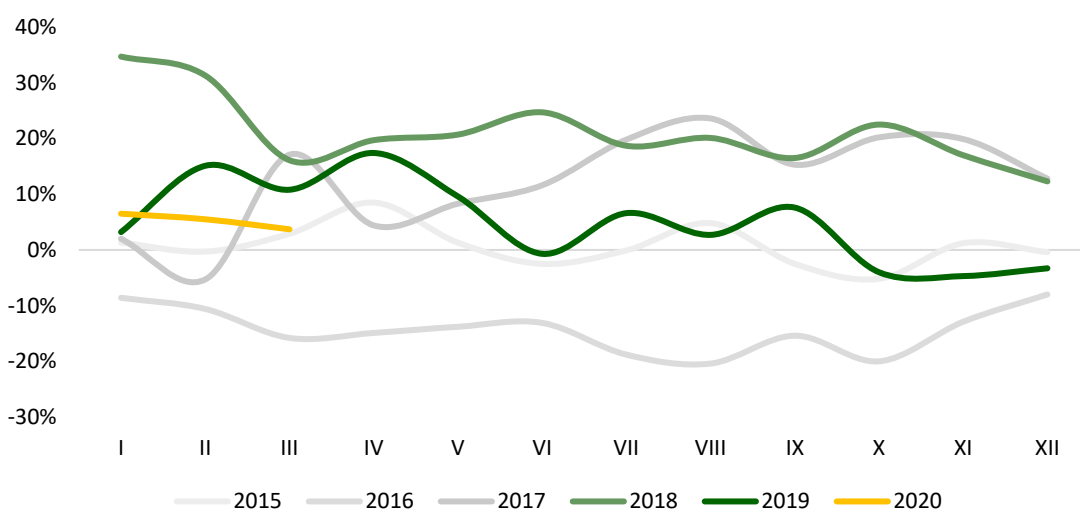
Większość prognoz zakłada także istotny spadek polskiego PKB. Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje spadek o 4,6%, Instytut Finansów Międzynarodowych o 4,9%, analitycy Goldman Sachs o 3,5%, a eksperci UniCredit o 8,1%.

O ile większość prognoz wskazuje na spadek PKB w 2020 roku, o tyle większość analityków oczekuje następnie silnego odbicia. Niektórzy wskazują już na końcówkę 2020 roku, inni skłaniają się ku pierwszej połowie 2021 roku. Przykładowo Międzynarodowy Fundusz Walutowy prognozuje, że odbicie globalnej gospodarki wyniesie 5,8% w 2021 roku, choć jednocześnie wskazuje, że prognozy te są obciążone ogromną niepewnością i w istotnym stopniu zależą od dalszego przebiegu pandemii koronawirusa. Z kolei odbicie w Polsce szacuje na 4,2% w 2021 roku.

Produkcja budowlano-montażowa

Jak podał Główny Urząd Statystyczny w opracowaniu *Dynamika produkcji budowlano-montażowej w marcu 2020 roku*, produkcja budowlano-montażowa wzrosła w marcu o 3,7% rdr, natomiast narastająco od początku roku dynamika sięgnęła 5,8%. Najwyższe dynamiki odnotowano dla segmentu robót budowlanych specjalistycznych (10,8% rdr w marcu i 9% rdr narastająco). Wartość produkcji budowlano-montażowej obejmującej roboty inwestycyjne w marcu br. była niższa o 0,1% rdr (wzrost o 4,2% rdr narastająco od początku roku), natomiast wartość robót o charakterze remontowym zwiększyła się o 11,7% rdr (wzrost o 8,9% rdr narastająco od początku roku).

Rysunek 1.: Produkcja budowlano-montażowa rdr



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

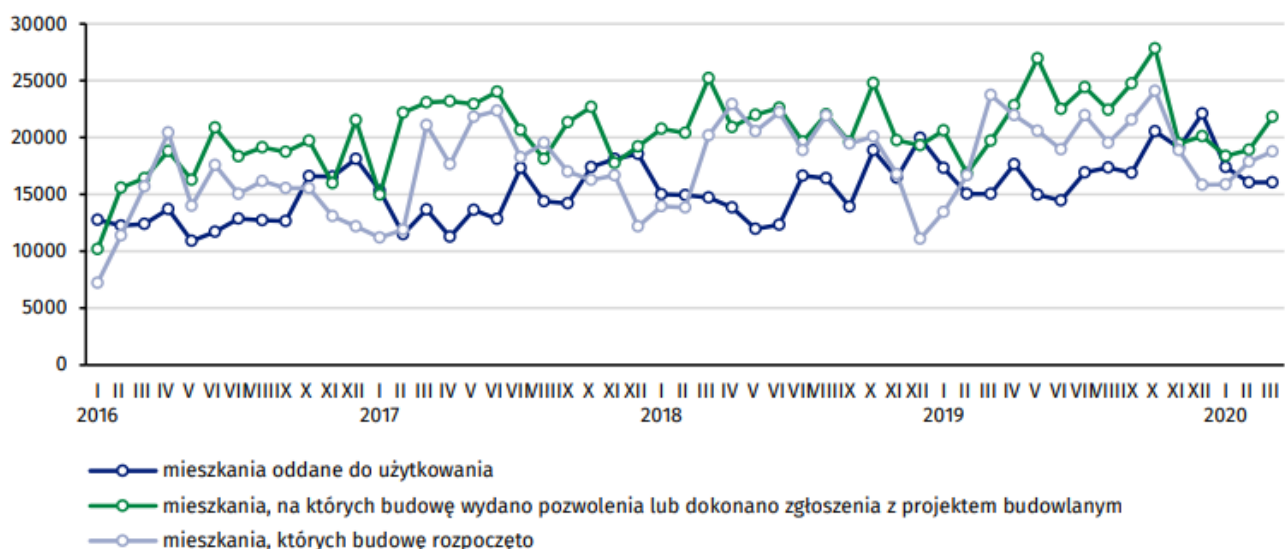
Budownictwo mieszkaniowe

W opracowaniu *Budownictwo mieszkaniowe w okresie I-III 2020 r.* GUS podał, że w marcu 2020 roku oddano do użytkowania 16.064 mieszkań, tj. o 6,8% więcej niż przed rokiem, w tym deweloperzy oddali 10.419 mieszkań (+17% rdr), a inwestorzy indywidualni 5.425 (-2,1% rdr). W ujęciu narastającym dane te prezentują się odpowiednio 49.523 (+4,4% rdr), 30.422 (+5,8% rdr), 18.214 (+5,5% rdr).

Liczba mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym, wyniosła w marcu 21.802, tj. o 10,5% więcej niż przed rokiem. Liczba wydanych pozwoleń dla deweloperów wyniosła 13.510 (+23,5% rdr), natomiast dla inwestorów indywidualnych 8.107 (-4,8% rdr). W ujęciu narastającym od początku roku wydano 59.092 pozwoleń (+3,3% rdr), w tym 36.815 dla deweloperów (+5,7% rdr) i 21.948 dla indywidualnych (+3,9% rdr).

Liczba mieszkań, których budowę rozpoczęto w marcu wyniosła 18.777, tj. o 20,9% mniej niż przed rokiem. Deweloperzy rozpoczęli budowę 11.202 mieszkań (-15,2% rdr), a inwestorzy indywidualni 7.360 (-24,9% rdr). W ujęciu narastającym od początku roku rozpoczęto budowę 52.543 mieszkań (-2,5% rdr), w tym deweloperzy 31.847 (-4,6% rdr), a indywidualni 19.625 (+2,6% rdr).

Rysunek 2.: Ruch budowlany w obszarze budownictwa mieszkaniowego w Polsce

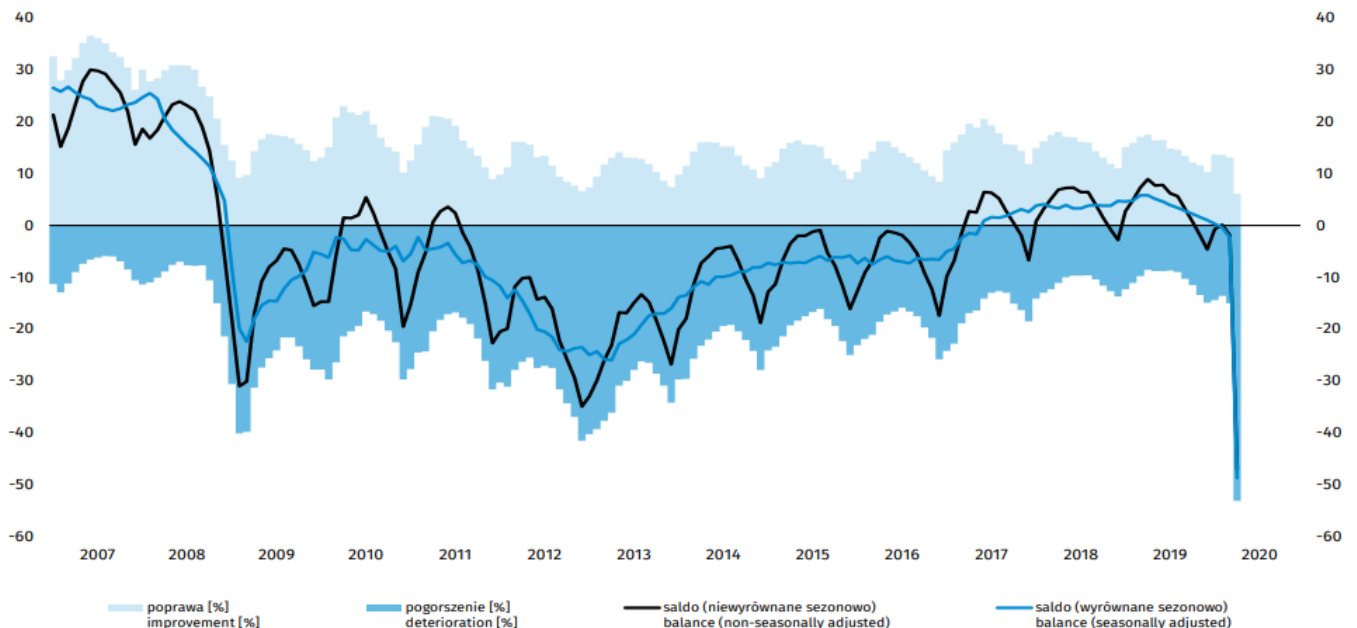


Źródło: opracowanie GUS *Budownictwo mieszkaniowe w okresie styczeń-marzec 2020 roku*.

Koniunktura w budownictwie

Jak podał GUS w opracowaniu *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2020 (kwiecień 2020)*, wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo – ogółem wyniósł w kwietniu minus 47,1 wobec minus 1,9 w poprzednim miesiącu. Tym samym był to najgorszy odczyt w historii badania. Poprawę koniunktury sygnalizuje 6,1% przedsiębiorstw, a jej pogorszenie – 53,1% (przed miesiącem odpowiednio 13,1% i 15,0%). Pozostałe przedsiębiorstwa uznają, że ich sytuacja nie ulega zmianie.

Rysunek 3.: Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury w sekcji budownictwo – ogółem



Źródło: opracowanie GUS Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000-2020 kwiecień 2020.

Wśród barier prowadzenia działalności w największym stopniu wzrosło znaczenie niepewności ogólnej sytuacji gospodarczej (68,2% wobec 39,2% miesiąc wcześniej i 28,8% rok wcześniej), niedostateczny popyt (24,2% wobec 16,4% miesiąc wcześniej i 14% rok wcześniej), a także bariery skategoryzowane jako inne (25,1% wobec 2,8% miesiąc wcześniej i 4,2% rok wcześniej). Istotnie spadła natomiast bariera niedoboru wykwalifikowanych pracowników (31,2% wobec 46,8% miesiąc wcześniej i 50,6% rok wcześniej).

Wpływ epidemii koronawirusa na branżę budowlaną

W pierwszych tygodniach wpływ trwania pandemii koronawirusa jest mniej znaczący dla branży budowlanej na tle całej gospodarki. Kluczowym czynnikiem było umożliwienie kontynuacji prac na placach budowy, z zachowaniem niezbędnych instrumentów ochronnych. Jednocześnie można oczekiwać, że ze względu na charakter branży reakcja na pogorszenie koniunktury będzie widoczna w budownictwie z pewnym opóźnieniem.

Jak wynika z ankiety Polskiego Związku Pracodawców Budownictwa z 23 kwietnia 2020 roku, wstrzymane zostały jedynie pojedyncze budowy, a firmy niezmiennie kontynuują roboty budowlane na zdecydowanej większości kontraktów i pracują na około 75-80% wydajności sprzed kryzysu epidemicznego. Jednocześnie wciąż utrzymuje się problem ze znalezieniem wykwalifikowanej kadry pracowniczej, a na dodatek w ostatnich tygodniach widoczny jest również brak pracowników z Ukrainy. Choć większość firm pozytywnie ocenia swoją bieżącą płynność finansową, to jednocześnie widzi wysokie ryzyko zaburzeń w najbliższych tygodniach, a także obawia się zaostrzeń polityki kredytowej i gwarancyjnej ze strony instytucji finansowych. Firmy także źle oceniają kondycję finansową firm podwykonawczych i wskazują na relatywnie więcej opóźnień płatności ze strony kontrahentów. Jak podano w komentarzu, gorsza sytuacja płynnościowa identyfikowana jest w segmencie elektroenergetycznym.

Istotny wpływ epidemii koronawirusa na branżę budowlaną może być widoczny w kolejnych miesiącach, kiedy pojawią się dane na temat planowanych inwestycji. Obserwowane pogorszenie koniunktury, obawy o kształtowanie się popytu, a także trudności techniczno-administracyjne mogą w istotny sposób przełożyć się na redukcję/przesunięcie w czasie planów inwestycyjnych. Wydaje się zasadnym oczekiwanie, że wiele firm i inwestorów może wstrzymać inwestycje

w oczekiwaniu na dalszy rozwój sytuacji epidemiologicznej i gospodarczej. Z drugiej strony wydaje się, że przy rekordowo niskich stopach procentowych rynek nieruchomości wciąż może cieszyć się dużym zainteresowaniem w Polsce, szczególnie zważywszy na niską popularność alternatywnych form inwestycji. W efekcie bardzo trudno o prognozy skali i czasu trwania pogorszenia koniunktury w branży budowlanej.

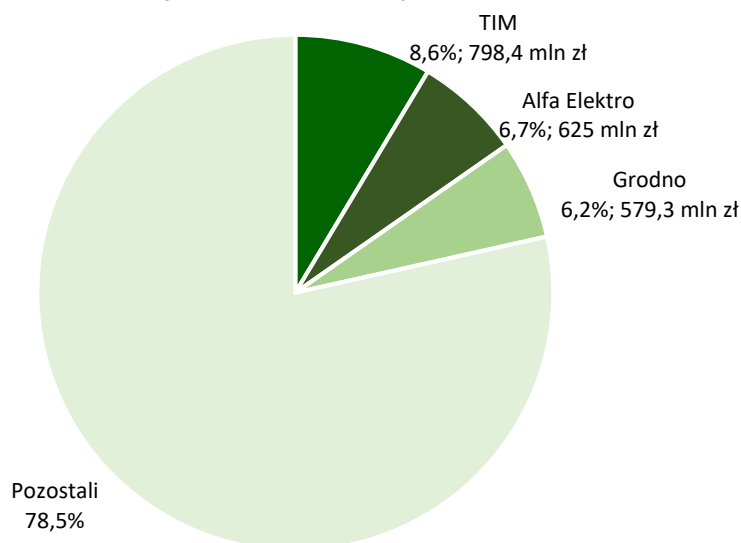
Jednocześnie ze względu na zyskujący na popularności kanał sprzedaży e-commerce, dodatkowo wzmocniony przez sytuację związaną z pandemią koronawirusa, istotną nogą branży budowlanej w najbliższych latach może być segment przemysłowo-magazynowy. Zwracamy uwagę, że w 2019 roku do eksploatacji oddano 23.042 nowe budynki niemieszkalne oraz rozbudowano 3.113, a łączna powierzchnia nowych i rozbudowanych budynków wyniosła ponad 16 tys. m kw. Pod względem powierzchni oddanej do eksploatacji przeważały budynki przemysłowe i magazynowe (około 49%).

Rynek dystrybucji artykułów elektrotechnicznych

Jak podał Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki (SHE), w 2019 roku wartość rynku dystrybucji artykułów elektrotechnicznych zwiększyła się o 300 mln zł, do niemal 9,3 mld zł. Na uwagę zasługuje fakt, że wzrost osiągnięto pomimo spadku cen miedzi (istotny komponent kabli i przewodów, a około jednej trzeciej rynku stanowi obrót tymi towarami), obniżenia tempa wzrostu gospodarczego, a także nasilającej się walki cenowej między konkurentami.

Pomimo postępującej konsolidacji rynek hurtowni elektrotechnicznych w Polsce jest nadal rozdrobniony. Charakteryzuje się dużą liczbą podmiotów prowadzących handel w trybie stacjonarnym, choć na popularności zyskuje kanał internetowy. Jak wyliczył portal rynekelektryczny.pl, udział spółki TIM w rynku był największy i wyniósł 8,6% w 2019 roku, z przychodami rzędu 798,4 mln zł. Drugie miejsce pod względem przychodów utrzymała firma Alfa Elektro (należy do sieci Sonepar, która jest największym na świecie dystrybutorem artykułów elektrotechnicznych dla profesjonalistów z przychodami za 2018 rok przekraczającymi 24 mld euro) z wynikiem 625 mln zł i udziałem na poziomie 6,7%. Trzecie miejsce, po skokowym wzroście przychodów, przypadło Grupie Grodno (dystrybutor artykułów elektrotechnicznych i oświetleniowych, którego akcje notowane są na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie) z przychodami na poziomie 579,3 mln zł i wzrostem udziału do 6,2%.

Rysunek 4.: Szacunkowy udział TIM S.A. w rynku w 2019 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portalu rynekelektryczny.pl.

Ze względu na wprowadzone w Polsce obostrzenia związane z walką z pandemią koronawirusa działalność wielu firm z branży została istotnie utrudniona (przypominamy, że istotna część podmiotów prowadzi działalność w sposób tradycyjny). W konsekwencji w ostatnich tygodniach w obszarze dystrybucji artykułów elektrotechnicznych jeszcze szybciej na znaczeniu zyskuje handel e-commerce. Podmioty, które już wcześniej mocno stawiały na ten kanał, są więc na dużo lepszej pozycji konkurencyjnej. W efekcie możliwe są większe zmiany udziałów rynkowych w trakcie 2020 roku.

Rynek e-commerce B2B

Firma doradcza iBE oszacowała wartość globalnego rynku e-commerce B2B na 7,9 biliona dolarów w 2019 roku. Prognozy wskazują, że do 2024 roku wartość rynku może zwiększyć się do 12 bilionów dolarów. Oczekiwania te wpisują się w trwającą obecnie czwartą rewolucję przemysłową, czyli tzw. Przemysł 4.0, który opiera się na automatyzacji produkcji, robotyzacji, integracji systemów informatycznych, cyfryzacji oferty i modeli biznesowych. Warto także zwrócić uwagę, że rynek ecommerce B2B jest kilkukrotnie większy od rynku e-commerce B2C.

Analitycy iBE widzą duży potencjał rozwoju tzw. platform marketplace, czyli sklepu online, w którym oferowane są produkty wielu producentów. Zgodnie z ich wyliczeniami w segmencie e-commerce B2B w ramach marketplace roczne przychody sięgają 600 mln dolarów, czyli około 7,5% obecnej wielkości rynku e-commerce B2B. Zgodnie z ich prognozami do 2024 roku wartość ta ma się zwiększyć do nawet 3,6 bilionów dolarów, co przełoży się na 30% udział w rynku. Zdaniem analityków iBE platformy marketplace oferują firmom liczne korzyści, jak chociażby szybkie i tanie poszerzenie gamy oferowanych produktów, przyspieszenie ekspansji zagranicznej, oszczędności kosztowe czy większa efektywność logistyczna.

Polska jest jednym z najszybciej rosnących rynków e-commerce. Szacuje się, że tempo wzrostu rynku to ponad 18% rocznie. Warto przy tym zauważyć, że duży udział w rynku mają platformy marketplace, gdzie aż 19% przychodów z handlu online jest generowanych za pomocą tego rozwiązania. Zmiany w zachowaniach online dotyczą wprawdzie w pierwszej kolejności konsumenta, jednak mają one ogromne znaczenie dla kierunków rozwoju e-commerce B2B. Od kilku lat obserwujemy bowiem zjawisko konsumeryzacji B2B, co oznacza, że klient B2B w procesie zakupowym oczekuje podobnych rozwiązań, użyteczności oraz doświadczeń, jak klient B2C. Firmy B2B muszą więc uwzględnić preferencje i zachowania klientów B2C, projektując rozwiązania w obszarze e-commerce B2B.

Dynamiczny rozwój rynku e-commerce, zarówno B2C, jak i B2B, jest tendencją widoczną od wielu lat. Wydaje się, że obecne zamknięcie gospodarek w celu walczenia z pandemią koronawirusa może ten trend tylko przyspieszyć.

Podsumowanie działalności Grupy TIM w minionym okresie

Zakończenie przeglądów opcji strategicznych

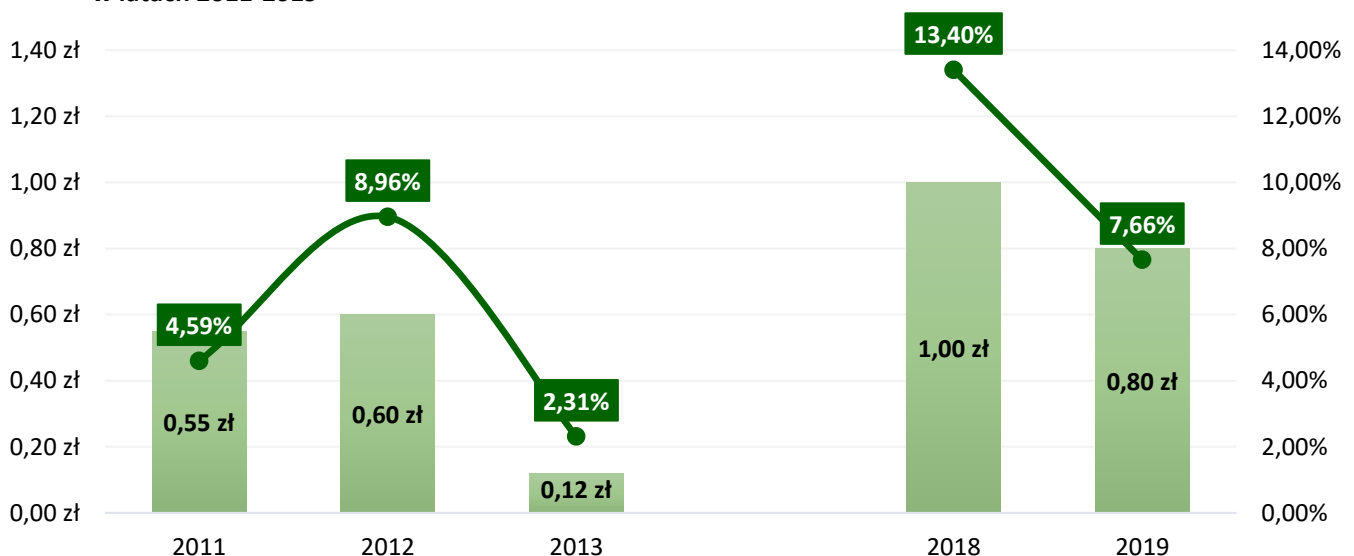
W połowie maja 2019 roku Emitent poinformował o zakończeniu przeglądu opcji strategicznych dla podmiotów zależnych i podmiotu współzależnego TIM SA, który to rozpoczął się w lutym 2018 roku. W ramach tego procesu Spółka podjęła uchwałę o rozwiązaniu spółki Sun Electro Sp. z o.o. po przeprowadzeniu postępowania likwidacyjnego. Ponadto przeprowadzony został wykup od innych akcjonariuszy wszystkich pozostałych akcji ROTOPINO.PL S.A., a następnie przeprowadzona została procedura wycofania tych walorów z obrotu na rynku NewConnect. W grudniu 2018 roku TIM SA sprzedał natomiast wszystkie posiadane akcje spółki Elit SA.

Kolejny przegląd opcji strategicznych dla Grupy kapitałowej TIM ogłoszony został pod koniec września 2019 roku. Jak informowano, obejmował on wybór optymalnego wariantu realizacji długoterminowego celu Grupy Kapitałowej TIM, którym jest wzrost wartości dla akcjonariuszy, a wśród rozważanych przez Zarząd opcji były m.in.: zawarcie aliansu strategicznego, pozyskanie znaczącego inwestora, dokonanie innej transakcji, jak również niepodjęcie żadnych działań. Proces ten zakończył się 17 marca 2020 roku. Zgodnie z informacją opublikowaną w raporcie bieżącym w wyniku przeprowadzonego przeglądu opcji strategicznych podjęta została decyzja, że w obecnej sytuacji rynkowej kontynuacja realizacji dotychczasowej strategii rozwoju jest rozwiązaniem optymalnym dla osiągnięcia długoterminowego celu Spółki, którym jest wzrost wartości dla akcjonariuszy.

Dywidenda z zysku za 2019 rok

W grudniu 2019 roku, podobnie jak rok wcześniej, Spółka wypłaciła zaliczkę na poczet przewidywanej dywidendy za kończący się rok obrotowy. Jej kwota wyniosła łącznie 17.759.360 zł, z czego kwota 5.549.800 zł pochodziła z zysku wypracowanego przez Spółkę w okresie od 1 stycznia do 30 czerwca 2019 roku, natomiast kwota 12.209.560 zł ze środków zgromadzonych w funduszu dywidendowym. W przeliczeniu dawało to kwotę 0,8 zł na jedną akcję, a stopa dywidendy wyniosła 7,7%.

Rysunek 5.: Kwota dywidendy przypadająca na jedną akcję (skala lewa) oraz stopa dywidendy (skala prawa) TIM w latach 2011-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

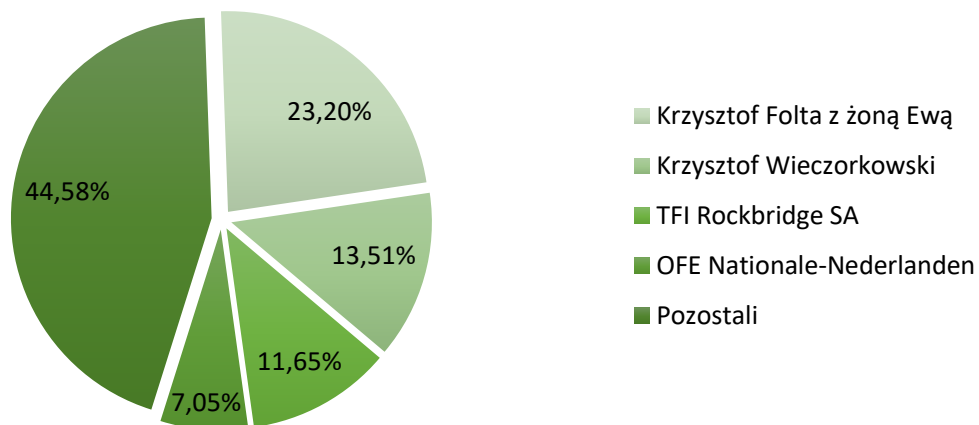
Zgodnie z rekomendacją Zarządu TIM przedstawioną w kwietniu 2020 roku z zysku wypracowanego w całym 2019 roku na dywidendę ma zostać przeznaczona kwota 5.549.800 zł. Biorąc pod uwagę wypłaconą wcześniej zaliczkę, zamiarem Zarządu TIM jest zatem niewypłacanie dodatkowej dywidendy za poprzedni rok. Pozostała część wypracowanego zysku netto w 2019 roku ma zostać przeznaczona na fundusz dywidendowy. Wniosek Zarządu TIM został pozytywnie zaopiniowany przez Radę Nadzorczą, jednak ostateczna decyzja w sprawie sposobu podziału zysku należy do Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki.

Akcyonariat

W listopadzie 2019 roku opublikowana została informacja o przekroczeniu w dół progu 5% w ogólnej liczbie głosów TIM przez Norges Bank. Zgodnie z oświadczeniem otrzymanym przez Spółkę po transakcji dokonanej 20 listopada 2019 roku Norges Bank posiadał 1.095.642 akcje, stanowiące udział w wysokości 4,94% ogólnej liczby głosów w TIM.

Warto także zwrócić uwagę na transakcje kupna akcji TIM dokonywane w ostatnich miesiącach przez insiderów Spółki. Patrząc od początku 2019 roku, Członkowie Zarządu TIM – Piotr Tokarczuk oraz Piotr Nosal – nabyli odpowiednio około 185 tys. i 14 tys. akcji Emitenta. Jednocześnie Ewa Folta, tj. żona Krzysztofa Folty, Prezesa Zarządu TIM, nabyła w tym samym okresie 50 tys. akcji. W ten sposób zwiększył się nieznacznie udział Krzysztofa Folty wraz żoną Ewą w akcjonariacie Spółki, tj. do 23,2% na koniec marca 2020 roku wobec 22,97% na koniec grudnia 2018 roku.

Rysunek 6.: Struktura akcjonariatu TIM SA – udział w kapitale zakładowym i liczbie głosów na walnym zgromadzeniu na dzień 31 marca 2020 roku

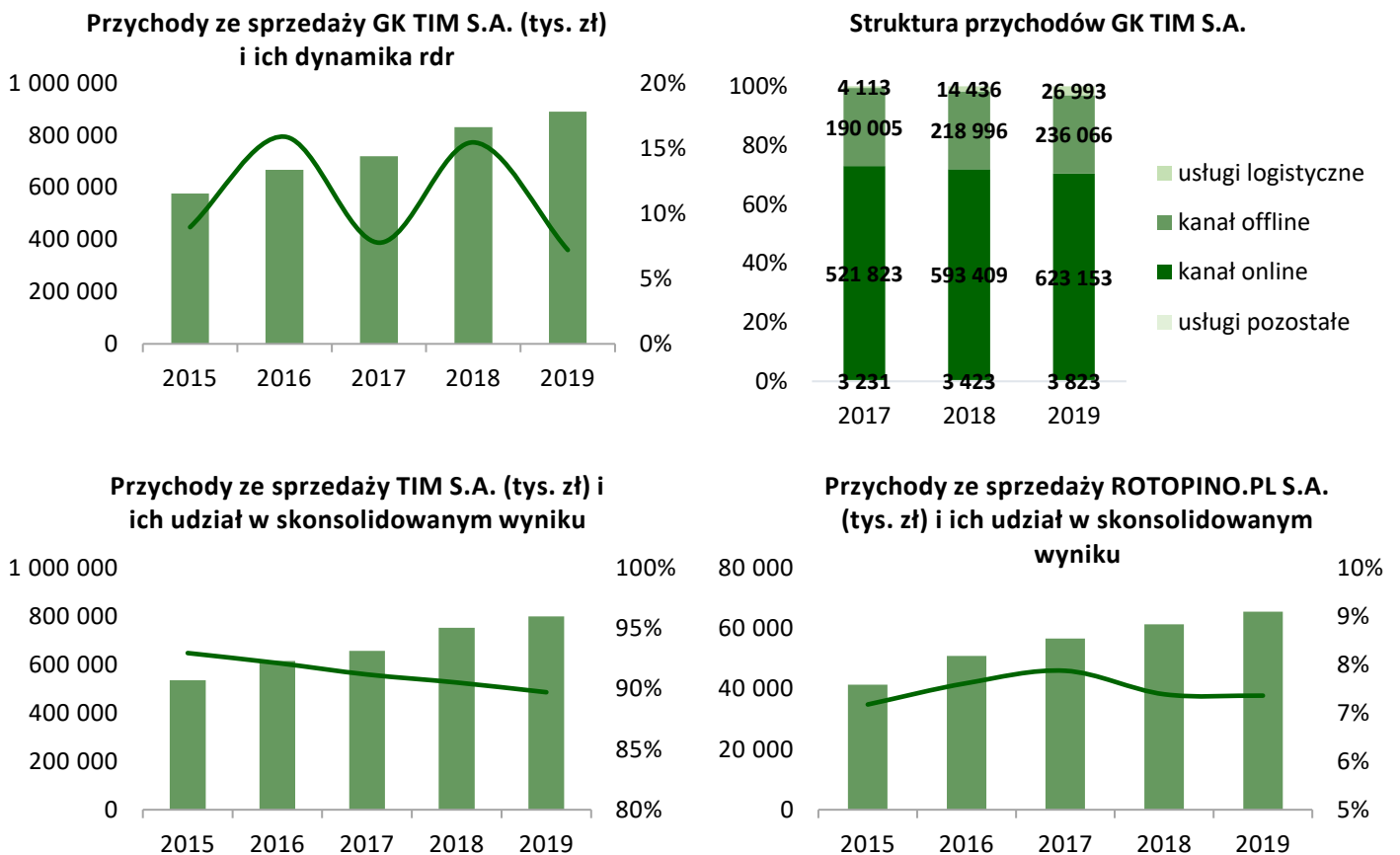


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Wyniki finansowe za 2019 rok

W 2019 roku Grupa Kapitałowa TIM wypracowała rekordowe 890 mln zł przychodów ze sprzedaży wobec 830,3 mln zł rok wcześniej, co oznacza wzrost o 7,2% rdr. Sama jednostka dominująca TIM wygenerowała 798,4 mln zł przychodów ze sprzedaży w porównaniu do 751,5 mln zł w 2018 roku, tj. więcej o 6,2% rdr. Jak tłumaczy Emitent, taki wynik możliwy był dzięki zintensyfikowaniu działań prosprzedażowych, utrzymaniu szerokiej oferty asortymentowej oraz pozyskaniu nowych klientów. Wyższe przychody ze sprzedaży odnotowano również w spółce Rotopino.pl, tj. po wzroście o 6,8% rdr do poziomu 65,5 mln zł, m.in. dzięki rozwojowi oferty dropshippingowej oraz budowaniu synergii ze spółką TIM.

Jednocześnie dużą poprawę widać w spółce 3LP, której całkowite przychody w 2019 roku wzrosły o 17% rdr, do poziomu 86,6 mln zł. Warto przy tym zauważyć, że wynikało to głównie z wyraźnego zwiększenia sprzedaży do klientów zewnętrznych, tj. o 71% rdr do 25 mln zł (bez przychodów z wynajmu nieruchomości). W obszarze usług logistycznych udział klientów spoza Grupy Kapitałowej TIM wyniósł za cały 2019 rok 39,1%, a w drugim półroczu 44% wobec udziału na poziomie 28% na koniec 2018 roku oraz wobec założonego celu strategicznego udziału klientów zewnętrznych na poziomie 50%. Jak podano w raporcie, w 2019 roku spółka 3LP, uruchamiając operacyjnie nowo wynajętą halę magazynową o powierzchni 10 tys. m.kw., rozszerzyła współpracę z firmą Oponeo.pl, rozpoczęła współpracę z Ikeą w zakresie obsługi logistycznej sprzedaży realizowanej w kanale e-commerce, a także podjęła współpracę z inną firmą produkującą asortyment z kategorii dom i ogród oraz rozszerzyła współpracę z koncernem produkującym akcesoria higieniczne dla dzieci i dorosłych. W ubiegłym roku spółka 3LP przygotowała i wysłała na zlecenie swoich klientów ponad 2,98 mln przesyłek.



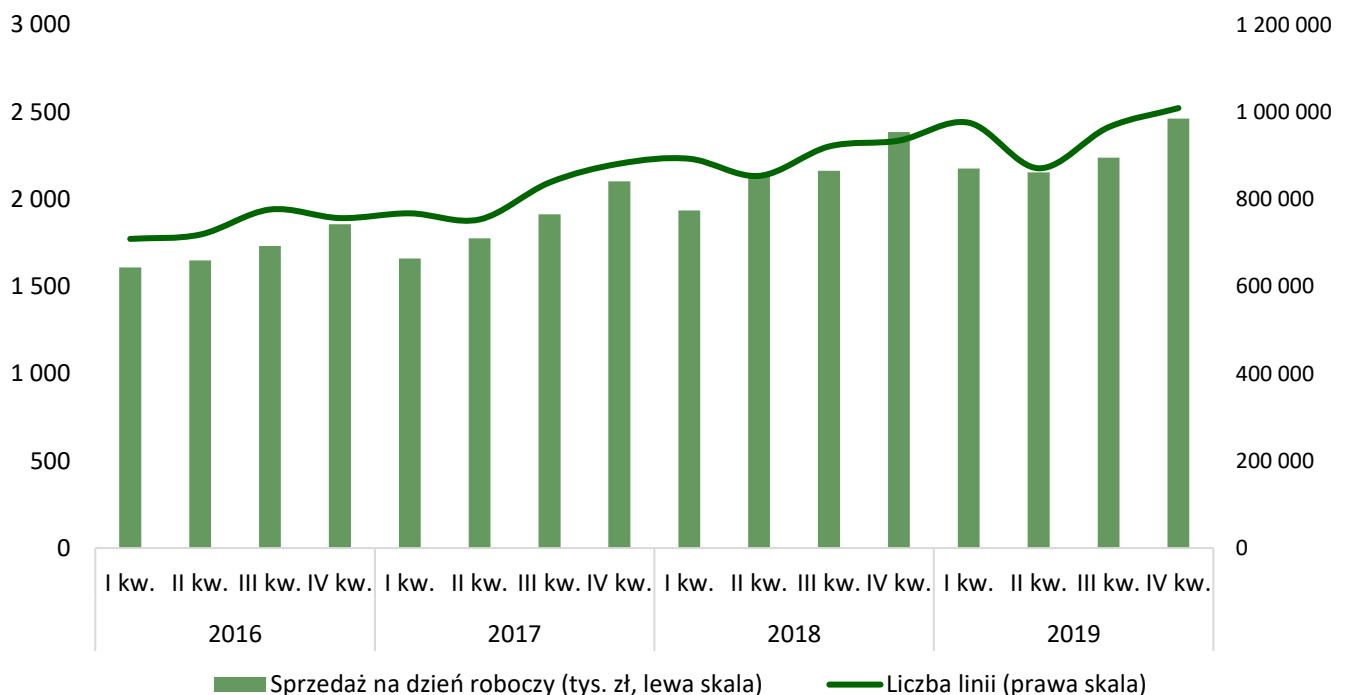
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Podobnie jak w poprzednich latach w 2019 roku nieco ponad 70% przychodów TIM pochodziło z kanału e-commerce (dokładnie 70,3% wobec 70,9% rok wcześniej). Model hybrydowy sprawia, że spora część sprzedaży jest realizowana poza typowymi godzinami pracy oddziałów hurtowni z tradycyjnym modelem sprzedaży – zamówienia po godzinie 16 oraz w weekendy wyniosły 87,2 mln zł, stanowiąc 11% przychodów TIM. Można się przy tym spodziewać, że w obliczu wybuchu pandemii koronawirusa w Polsce i wprowadzenia różnego rodzaju ograniczeń utrudniających prowadzenie sprzedaży stacjonarnej kanał online będzie dodatkowo zyskiwał na znaczeniu w kolejnych miesiącach. W tym miejscu warto więc zwrócić uwagę na systematyczne i skuteczne działania, jakie podejmuje Spółka w celu poprawy rozpoznawalności i efektywności jej strony internetowej. Jak podał Emitent w raporcie rocznym, w 2019 roku stronę TIM.pl odwiedziło 1.920.000 użytkowników, generując powyżej 8.224.000 sesji, co daje średnio 4,28 wizyty na jednego użytkownika (wobec 4,17 w 2018 roku i 3,71 w 2017 roku). Wzrosła przy tym liczba wejść bezpośrednich, tj. do 12,1%

użytkowników w porównaniu do 10,5% użytkowników rok wcześniej. Jednocześnie średni czas pojedynczej wizyty na TIM.pl wydłużył się o 8% rdr, tj. do 8 minut i 49 sekund (w 2018 roku było to 8 minut i 10 sekund, a w 2017 roku 7 minut i 38 sekund). Poprawie uległ także wskaźnik odrzuceń (odsetek wszystkich sesji w witrynie, podczas których użytkownicy wyświetlali tylko jedną stronę), który obniżył się do 20,92% z 21,4% w 2018 roku. Ponadto współczynnik konwersji (odsetek sesji, które zakończyły się dokonaniem transakcji przez użytkownika) wzrósł do poziomu 4,62% z 4,51% w 2018 roku.

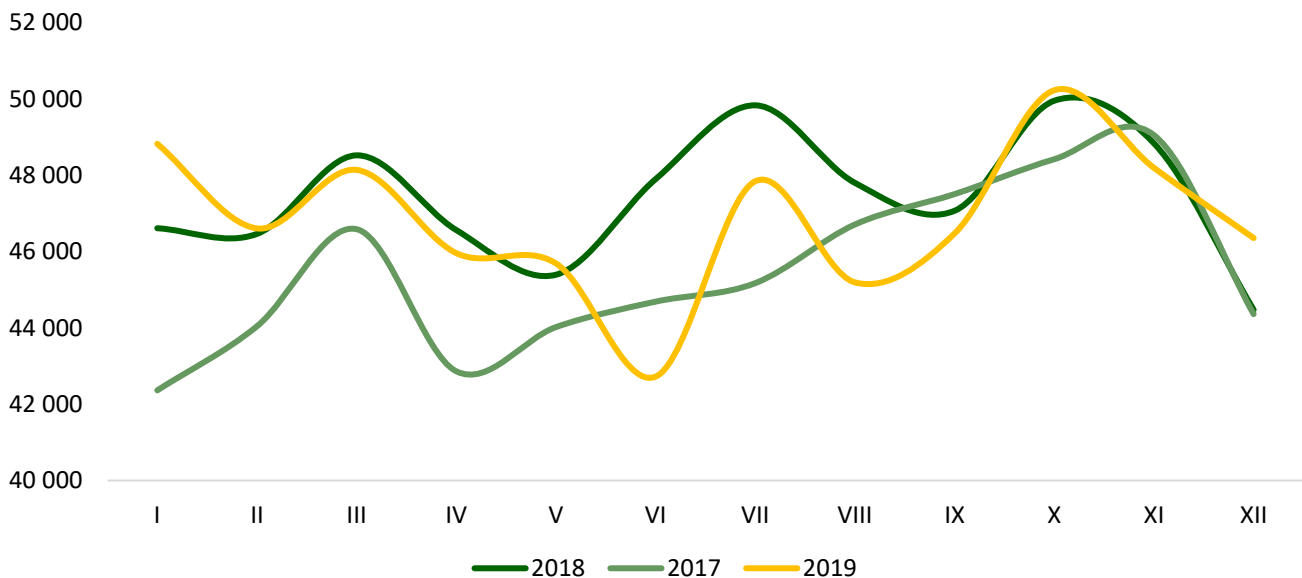
Sprzedaż sklepu TIM.pl przypadająca na dzień roboczy sięgnęła w ubiegłym roku 2,24 mln zł w porównaniu do 2,13 mln zł w 2018 roku oraz 1,84 mln zł w 2017 roku. Jednocześnie liczba linii zamówień wzrosła o 5,4%, tj. z poziomu 3,82 mln do 3,6 mln. Średnia wartość linii w sklepie nieznacznie spadła, tj. do 147,13 zł wobec 148,17 zł rok wcześniej, co można jednak tłumaczyć dużym wzrostem liczby klientów w 2019 roku, wśród których dominowały małe i średnie podmioty. Na koniec 2019 roku w ofercie magazynowej TIM.pl (towary z określoną dostępnością i czasem realizacji) znajdowało się 79.791 unikalnych indeksów. Przez większość miesięcy ubiegłego roku Spółka sprzedawała ponad 45 tys. unikalnych indeksów, a w rekordowym październiku 50.228 (wobec 49.954 w analogicznym okresie rok wcześniej). Jak ocenia Zarząd Emitenta, szeroka oferta produktowa TIM stanowi istotną przewagę nad konkurencją działającą poprzez kanały tradycyjne. Dodatkowo w 2019 roku Spółka rozszerzyła ofertę produktów dostępnych dla klientów w alternatywnych modelach sprzedaży, szczególnie w modelu dropshippingu pasywnego, co wzmocniło przewagę nad konkurencją w zakresie oferty produktowej, wspierało pozyskiwanie nowych klientów przy jednoczesnej poprawie parametrów zarządzania zapasem magazynowym.

Rysunek 7.: Sprzedaż przez sklep TIM.pl na dzień roboczy i liczba linii zamówień w sklepie TIM.pl



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

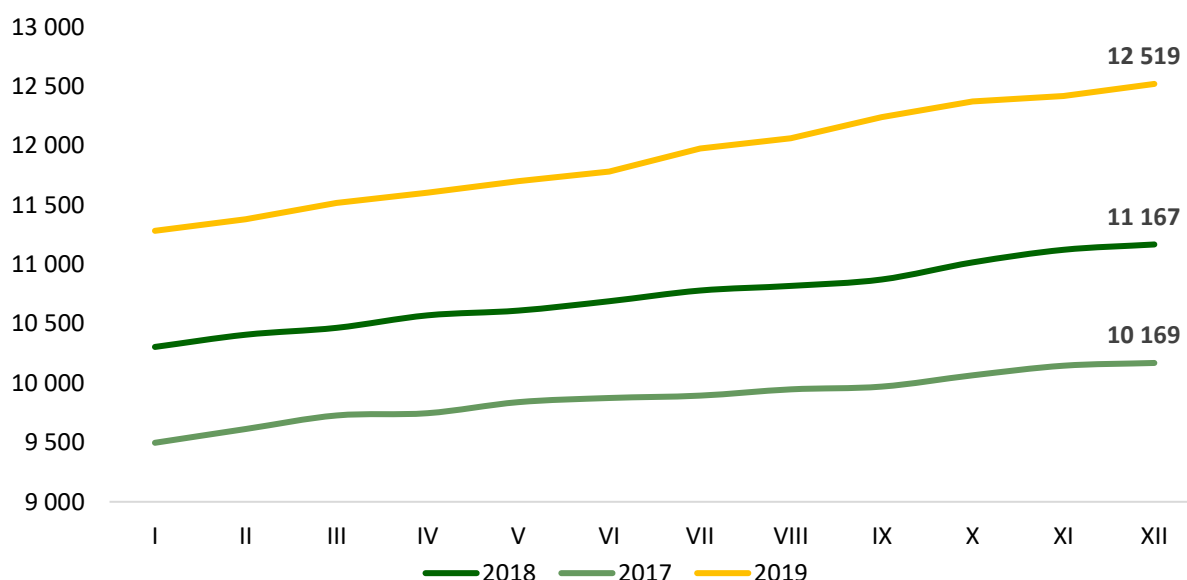
Rysunek 8.: TIM S.A. – sprzedaż liczby unikalnych pozycji asortymentowych (SKU) w poszczególnych miesiącach



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

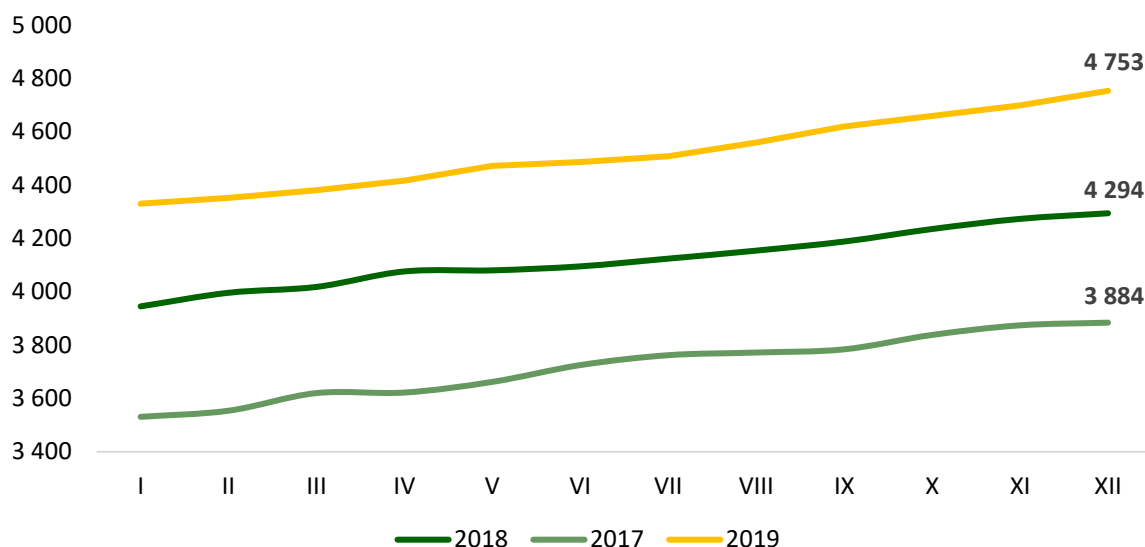
Liczba klientów kluczowych TIM, tj. takich, którzy generują sprzedaż wyższą niż 1.500 zł miesięcznie w ciągu poprzedzających 12 miesięcy wynosiła na koniec 2019 roku 12.519 wobec 11.176 rok wcześniej, tj. wzrosła o 12%. Liczba klientów lojalnych, tj. takich, którzy dokonali zakupów w co najmniej 6 z 12 poprzedzających miesięcy zwiększyła się z kolei o 10,7% do poziomu 4.753. Ponadto aż 1.714 klientów dokonywało zakupów w każdym miesiącu (w 2018 roku takich klientów było 1.552). Spółka podała również, że w 2019 roku TIM zyskał 2.245 klientów, a stracił 1.070.

Rysunek 9.: TIM – liczba klientów kluczowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

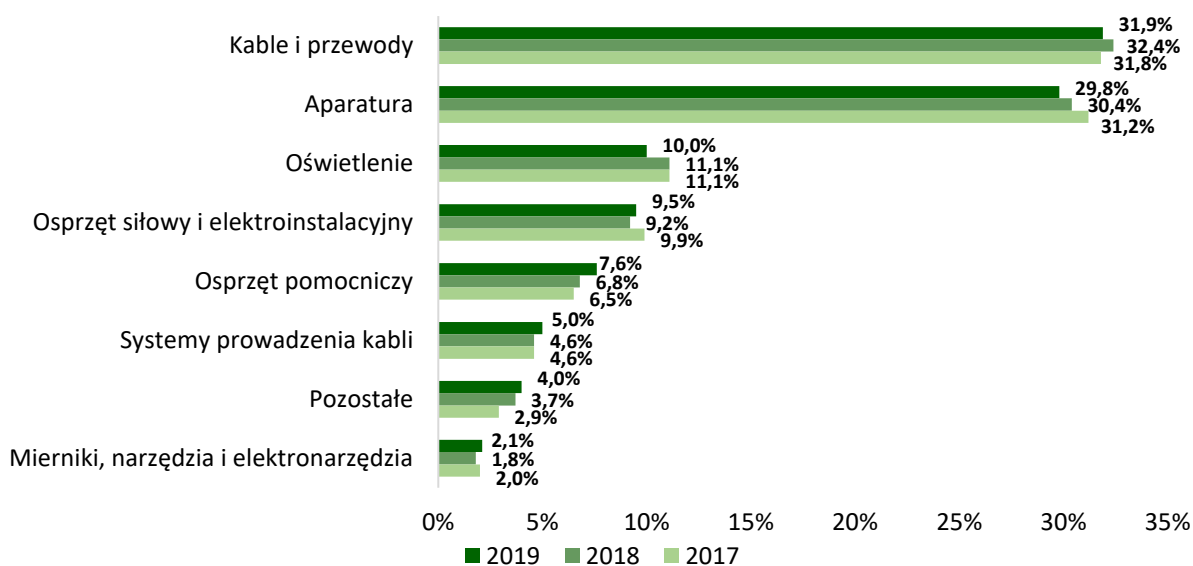
Rysunek 10.: TIM – liczba klientów lojalnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Patrząc na strukturę przychodów pod względem sprzedawanego asortymentu, niezmiennie dominują w niej kable i przewody. Ich udział jednak systematycznie spada (31,9% w 2019 roku wobec 32,4% w 2018 roku i 31,8% w 2017 roku), co uznać należy za zjawisko pozytywne – Spółka koncentruje się głównie na sprzedaży wyżej marżowych specjalistycznych kabli i przewodów (wykorzystywanych głównie w przemyśle, ale także stosowanych w instalacjach fotowoltaicznych), jednocześnie unikając sprzedaży niskomarżowych kabli energetycznych, które dodatkowo charakteryzują się relatywnie dużą wrażliwością na koniunkturę na rynku budownictwa. Ponadto spadł udział aparatury, tj. z 30,4% w 2018 roku do 29,8% w 2019 roku, a także oświetlenia, tj. z 11,1% do 10%. Zwiększyły się za to udziały grup: osprzęt siłowy i elektroinstalacyjny (z 9,2% do 9,5%), osprzęt pomocniczy (z 6,8% do 7,6%), mierniki, narzędzia i elektronarzędzia (z 1,8% do 2,1%) oraz system prowadzenia kabli (z 4,6% do 5%).

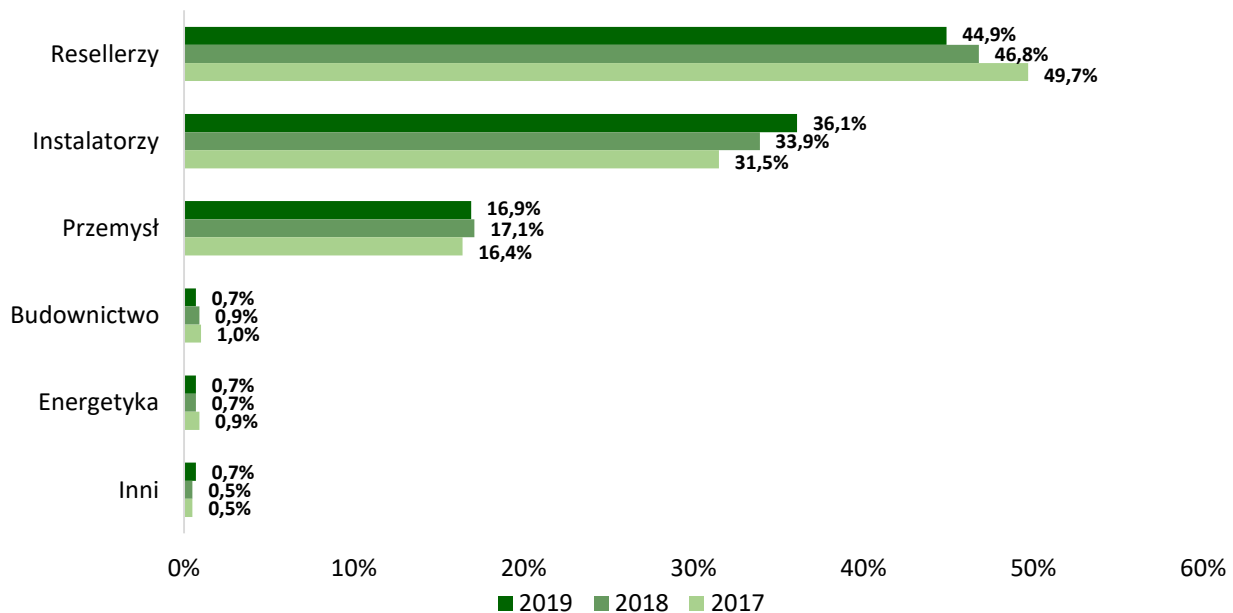
Rysunek 11.: TIM – struktura sprzedaży według grup asortymentowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

W podziale na grupy klientów, tak jak w poprzednich okresach, dominowali pośrednicy (resellerzy). Sprzedaż do tej grupy w 2019 roku stanowiła 44,9% przychodów TIM wobec 46,8% w 2018 roku i 49,7% w 2017 roku. Ponownie należy uznać to za zjawisko pozytywne – zamówienia od rzeczonyj grupy klientów charakteryzują się zazwyczaj dużym wolumenem, ale jednocześnie relatywnie niską marżą. Jednocześnie zauważyć można istotny wzrost znaczenia grupy instalatorów (wzrost udziału w przychodach z 33,9% w 2018 roku do 36,1% w 2019 roku). Nieznacznie spadł za to udział w strukturze przychodów grupy klientów z przemysłu, tj. z 17,1% do 16,9%.

Rysunek 12.: TIM – struktura sprzedaży według grup klientów



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Podejmowane przez TIM działania mające na celu zwiększenie efektywności modelu sprzedaży (m.in. wewnętrzny podział asortymentu według marżowości i wspomniana wyżej koncentracja Spółki na najbardziej rentownych towarach, w tym system wynagradzania sprzedawców premiujący bardziej sprzedaż towarów wysokomarżowych) pozwoliły na dalszy istotny wzrost marży brutto na sprzedaży towarów Grupy TIM, która w 2019 roku wyniosła 17,9% wobec 16,9% rok wcześniej (w samej Spółce TIM marża brutto na sprzedaży towarów wyniosła 17,8% wobec 16,7% rok wcześniej). Ogółem marża brutto na sprzedaży Grupy TIM w 2019 roku zwiększyła się natomiast do 21,2% w porównaniu do 19,4% w 2018 roku.

Wynik na sprzedaży Grupy TIM wyniósł w 2019 roku 32,7 mln zł wobec 17,7 mln zł rok wcześniej, przy czym należy zwrócić uwagę, że częściowo wzrost ten wynikał z implementacji standardu MSSF 16 od 1 stycznia 2019 roku. Wyłączając wpływ tego standardu wynik netto na sprzedaży Grupy TIM wyniósłby 29,5 mln zł, a więc byłby wyższy o 66,8% w porównaniu z 2018 rokiem. Poprawa ta wynikała przede wszystkim ze wspomnianego wcześniej zwiększenia marży brutto na sprzedaży przy jednoczesnym wzroście skali działalności Grupy TIM, przejawiającym się w odnotowanych wyższych przychodach ze sprzedaży.

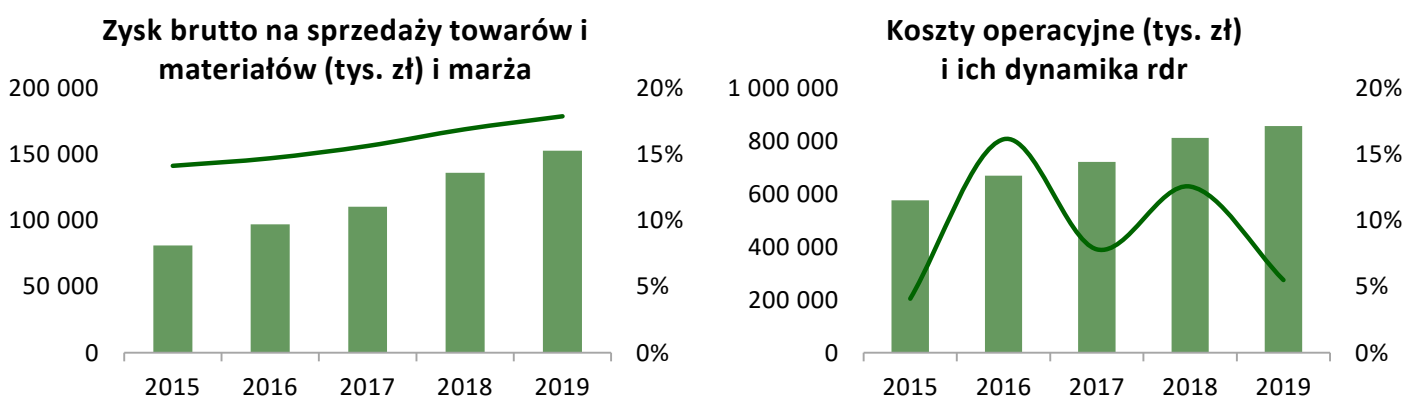
Ogółem koszty operacyjne Grupy TIM wyniosły w 2019 roku 857,3 mln zł i były wyższe w ujęciu rok do roku o 5,5%. Ich dynamika wzrostu była zatem niższa od tempa wzrostu przychodów ze sprzedaży o około 1,7 p.p. Dzięki temu wynik operacyjny wzrósł z poziomu 19,9 mln zł do 32,5 mln zł, tj. o 63,8%, a marża operacyjna z poziomu 2,4% do 3,7%, tj. o 1,3 p.p. Dodatkowo warto jednak zwrócić uwagę, że z jednej strony wynik operacyjny Grupy TIM w 2019 roku był pod pozytywnym wpływem zastosowania standardu MSSF 16 (podwyższony wynik na sprzedaży w 2019 roku o 3,2 mln zł), a z drugiej strony odnotowano istotnie niższy wynik na pozostałej działalności operacyjnej ze względu na ujęcie w wynikach 2018 roku zysku ze sprzedaży nieruchomości przez spółkę 3LP (w 2019 roku na pozostałej

działalności operacyjnej było ujemne saldo na poziomie 0,17 mln zł wobec dodatniego salda na poziomie 2,19 mln zł w 2018 roku). Patrząc na poszczególne koszty operacyjne, zauważyć można spadek usług obcych o 9% rdr do poziomu 55 mln zł. Był to jednak efekt implementacji standardu MSSF 16, bez którego usługi obce wyniosłyby w 2019 roku 67,8 mln zł, a więc byłyby wyższe wobec 2018 roku o 12,2%. Jednocześnie istotnie zwiększyła się amortyzacja, tj. o 82,7% do 20,5 mln zł, jednak bez uwzględnienia standardu MSSF 16 byłyby one równe w 2019 roku 10,9 mln zł, co oznaczałoby nieznaczny spadek w porównaniu do 2018 roku (o 2,9%). Koszt wynagrodzeń wyniósł z kolei 44,6 mln zł wobec 40,4 mln zł rok wcześniej, co stanowiło wzrost o 10,3%.

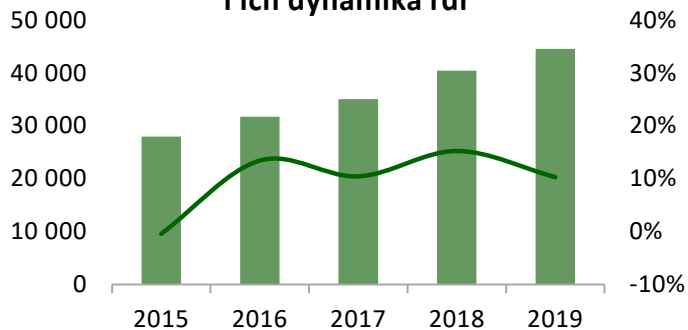
Wynik EBITDA Grupy TIM za 2019 rok wyniósł 53 mln zł w porównaniu do 31,1 mln zł w 2018 roku. Ponownie trzeba jednak zwrócić uwagę na wpływ implementacji standardu MSSF 16, który spowodował podwyższenie wyniku EBITDA w ubiegłym roku o około 12,8 mln zł. Korygując wynik EBITDA o wpływ standardu MSSF 16, w 2019 roku sięgnąłby on około 40,2 mln zł i byłby wyższy o 29,4% wobec 2018 roku.

Implementacja standardu MSSF 16 miała również istotny wpływ na wynik na działalności finansowej Grupy TIM – spowodowała ona w 2019 roku podwyższenie kosztów finansowych o 6 mln zł przy jednoczesnym obniżeniu przychodów finansowych o ponad 0,6 mln zł. W ten sposób saldo działalności finansowej było 7,3 mln zł na minusie w porównaniu do ujemnego salda na poziomie 1,1 mln zł w 2018 roku.

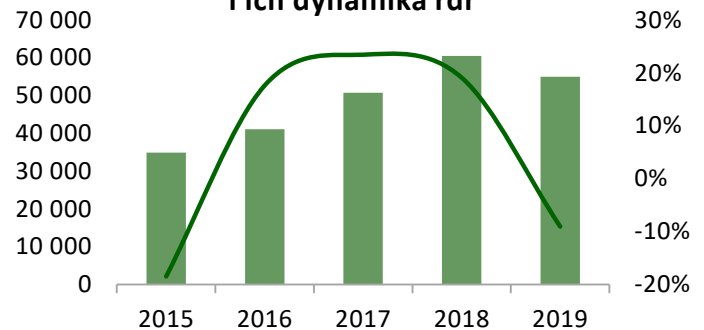
W efekcie wynik brutto wyniósł w 2019 roku 25,2 mln zł wobec 18,7 mln zł rok wcześniej, co oznacza wzrost o 34,6%. Korygując go jednak o zastosowanie standardu MSSF 16 w 2019 roku, byłby równy 28,7 mln zł, co stanowiło poprawę o 53% rdr. Wynik netto wyniósł z kolei 19,6 mln zł w porównaniu do 15,1 mln zł w 2018 roku, tj. był wyższy o 29,6% (przy czym ponownie należy pamiętać o negatywnym wpływie standardu MSSF 16 na wynik 2019 roku). Największą pozytywną kontrybucję do wyniku netto Grupy Kapitałowej TIM miała standardowo Spółka TIM (22,7 mln zł zysku netto na poziomie jednostkowym). Spółka Rotopino.pl osiągnęła około 0,5 mln zł zysku, natomiast wynik netto spółki 3LP był ujemny (strata sięgnęła około 3,6 mln zł). Jak tłumaczył Zarząd Emitenta, strata w spółce 3LP w dużej mierze wynikała z zastosowania standardu MSSF 16, a także z kosztów poniesionych w pierwszym półroczu 2019 roku, kiedy to logistyczna firma przygotowywała się na współpracę z nowymi klientami. Drugie półrocze ubiegłego roku było dla firmy 3LP lepsze, a szybko rosnący udział klientów zewnętrznych i wzrost znaczenia kanału online w obliczu pandemii koronawirusa (co odczuwają również klienci 3LP) może zwiastować istotny potencjał do poprawy wyników tego podmiotu w 2020 roku i kolejnych okresach.



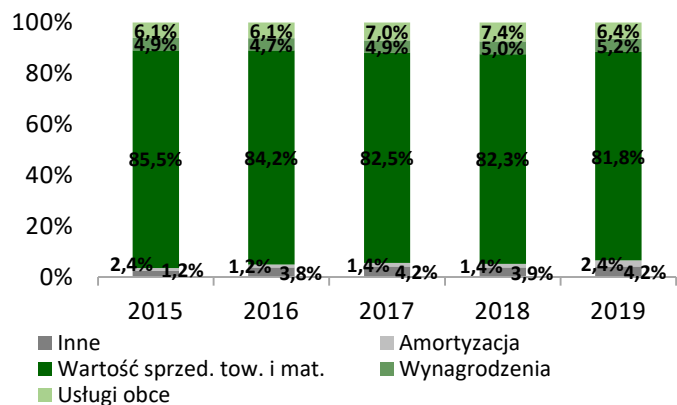
**Wynagrodzenia (tys. zł)
i ich dynamika rdr**



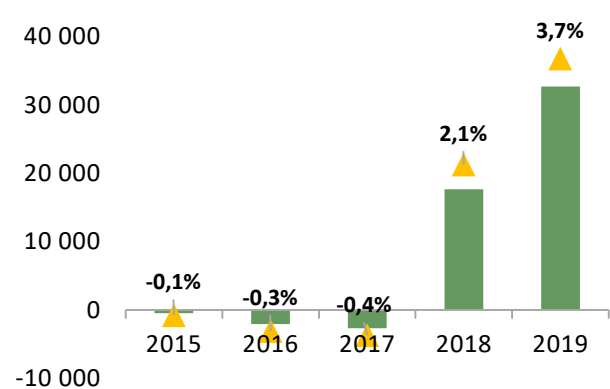
**Usługi obce (tys. zł)
i ich dynamika rdr**



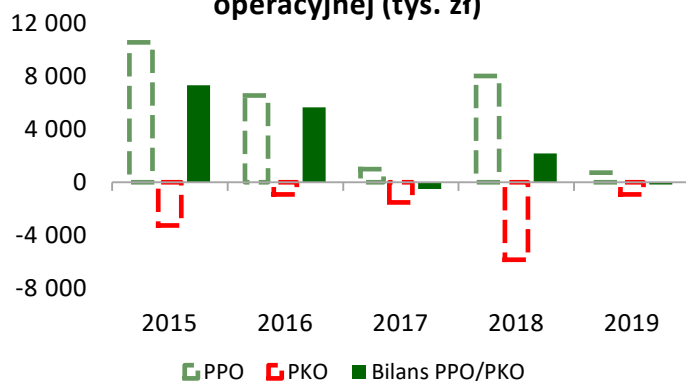
Struktura kosztów operacyjnych



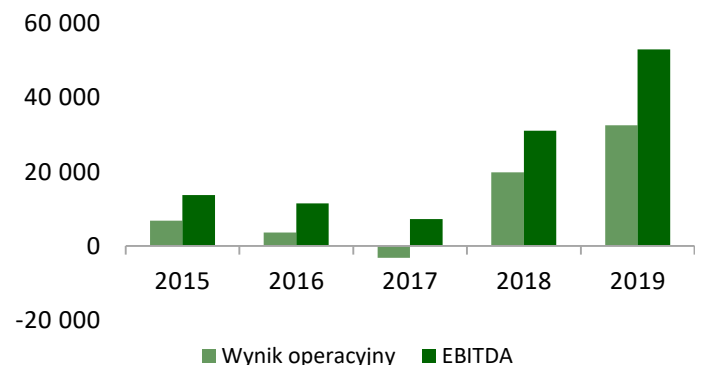
Wynik ze sprzedaży (tys. zł) i marża

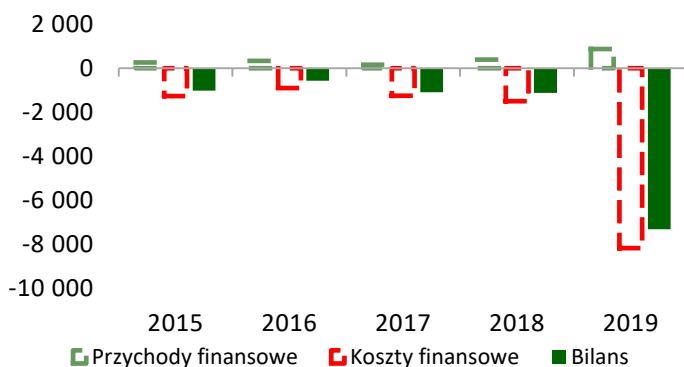
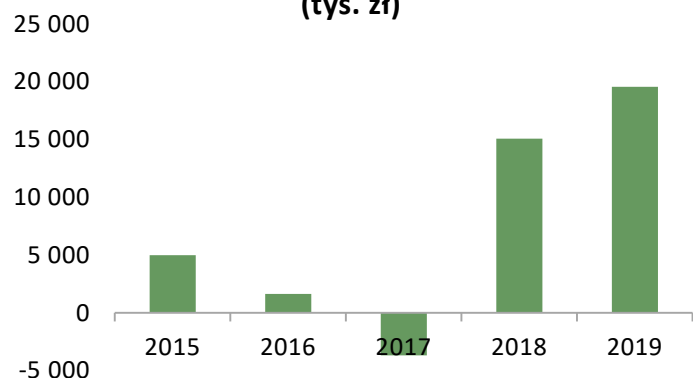


**Wynik pozostałej działalności
operacyjnej (tys. zł)**



Wynik operacyjny i EBITDA (tys. zł)



Wynik działalności finansowej (tys. zł)

Wynik netto przyp. akcion. jedn. dom. (tys. zł)


Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

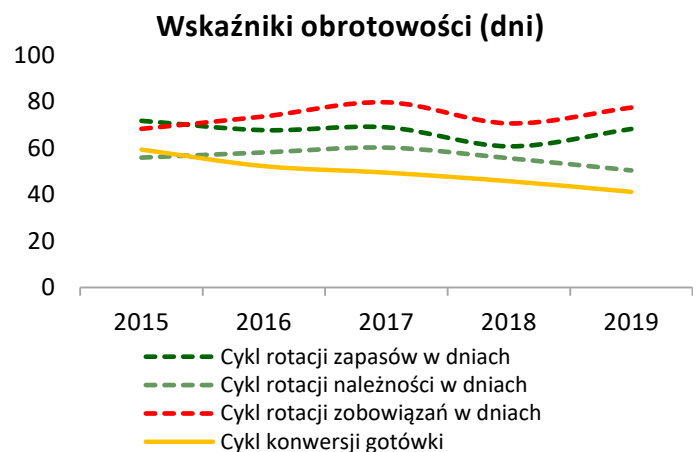
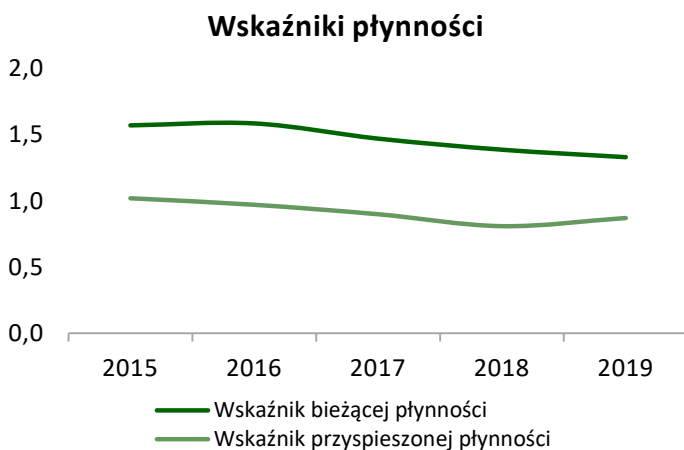
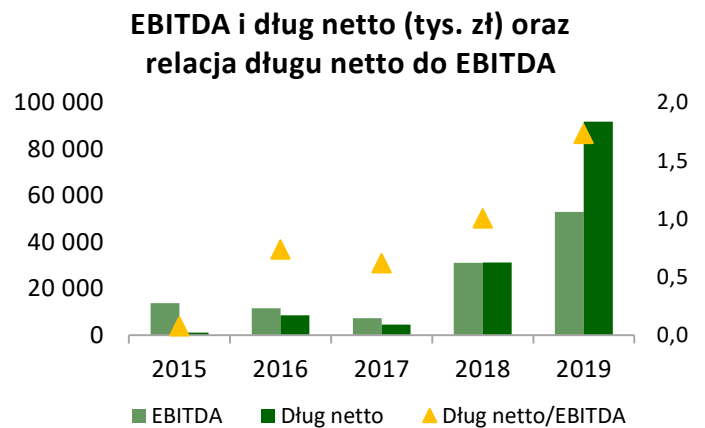
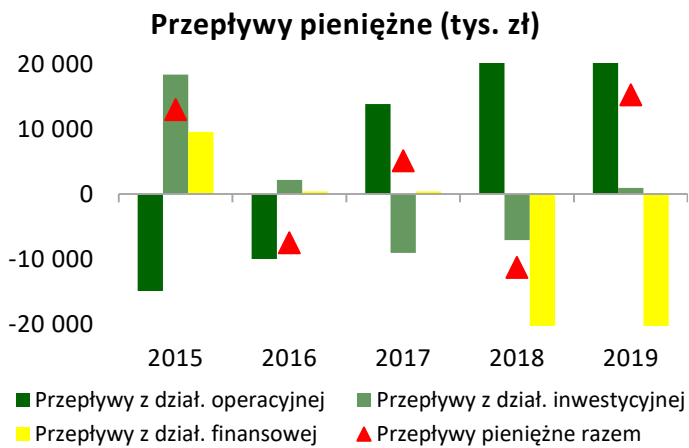
W ślad za dobrymi wynikami finansowymi w 2019 roku Grupa TIM odnotowała również wyraźnie dodatnie przepływy pieniężne, które wyniosły 15,3 mln zł w porównaniu do ujemnych przepływów na poziomie 11,3 mln zł rok wcześniej. Wynikało to przede wszystkim z wysokich przepływów operacyjnych, które sięgnęły 54,1 mln zł, podczas gdy w 2018 roku były one na poziomie 27,2 mln zł. Ich poprawa była natomiast w głównej mierze konsekwencją zwiększenia wyniku netto (o 4,5 mln zł), a także wyższej amortyzacji w związku z implementacją standardu MSSF 16 (o 9,3 mln zł). Jednocześnie przepływy z działalności inwestycyjnej były w 2019 roku 0,9 mln zł na plusie, podczas gdy rok wcześniej znajdowały się 7,1 mln zł na minusie, głównie ze względu na przeprowadzony w 2018 roku wykup akcji Rotopino.pl od pozostałych akcjonariuszy. Przepływy z działalności finansowej wyniosły z kolei minus 39,8 mln zł w porównaniu do minus 31,4 mln zł rok wcześniej. Podobnie jak w 2018 roku, relatywnie dużą pozycję wśród wydatków z działalności finansowej stanowiła wypłacona dywidenda (17,8 mln zł wobec 22,2 mln zł w 2018 roku). Poza tym dość istotnie wzrosły wydatki z tytułu spłaty kredytów i pożyczek oraz odsetek (odpowiednio o 6,7 mln zł i 6,6 mln zł), a także płatności zobowiązań z tytułu umów leasingu (o 7,7 mln zł). To ostatnie było jednak związane przede wszystkim z implementacją standardu MSSF 16.

Patrząc na sytuację majątkowo-finansową Grupy TIM, zwrócić można uwagę na duży wzrost po stronie aktywów rzeczowych aktywów trwałych (z 70,5 mln zł w 2018 roku do 141,8 mln zł w 2019 roku), a po stronie pasywów zobowiązań długoterminowych z tytułu leasingu (z 25,3 mln zł do 91,6 mln zł) i zobowiązań krótkoterminowych z tytułu leasingu (z 7,3 mln zł do 16 mln zł) – był to jednak w głównej mierze efekt zastosowania nowego standardu MSSF 16 począwszy od 1 stycznia 2019 roku.

Wskaźnik długu netto do EBITDA Grupy TIM w 2019 roku znalazł się na poziomie 1,7x wobec 1,0x rok wcześniej, przy czym ponownie należy zwrócić uwagę na istotny wpływ implementacji standardu MSSF 16 (poprzez podwyższenie wartości zarówno długu netto, jak i wyniku EBITDA). Bez jego uwzględnienia relacja długu netto do EBITDA w 2019 roku wyniosłaby około 0,3x.

Wskaźnik płynności bieżącej Grupy TIM wyniósł na koniec 2019 roku 1,33, a wskaźnik płynności przyspieszonej 0,87 wobec wartości odpowiednio 1,39 i 0,81 rok wcześniej. Wskaźnik cyklu konwersji gotówki obniżył się z kolei do poziomu 41,1 dni wobec 45,7 dni w 2018 roku. Spowodowane to było spadkiem cyklu zapasów z 55,6 do 50,4 dni oraz wzrostem cyklu zobowiązań z 70,6 do 77,4 dni mimo wzrostu cyklu należności z 60,7 do 68,2 dni. Patrząc nieco w przyszłość, spodziewać się można podwyższonego stanu zapasów Grupy TIM w trakcie 2020 roku ze względu na wyższe od standardowych zakupy towarów poczynione w lutym w obawie przed zerwaniem ciągłości dostaw po wybuchu pandemii koronawirusa na świecie – stopniowo powinny one jednak ulegać zmniejszeniu. Jednocześnie w kolejnych okresach spodziewać się można skrócenia cyklu zobowiązań Grupy TIM ze względu na ustawowo wprowadzony z początkiem 2020 roku bezwzględnie obowiązujący 60-dniowy termin płatności dla tzw. transakcji asymetrycznych, tj. transakcji, w których wierzycielem jest mikro, małe lub średnie przedsiębiorstwo, a dłużnikiem duży przedsiębiorca. Ponadto wydaje się, że jest przestrzeń do poprawy cyklu należności Grupy TIM w 2020 roku – jego wartość na koniec

2019 roku znalazła się na relatywnie wysokim poziomie ze względu na dużą część sprzedaży zrealizowanej w ostatnich miesiącach ubiegłego roku obrotowego.



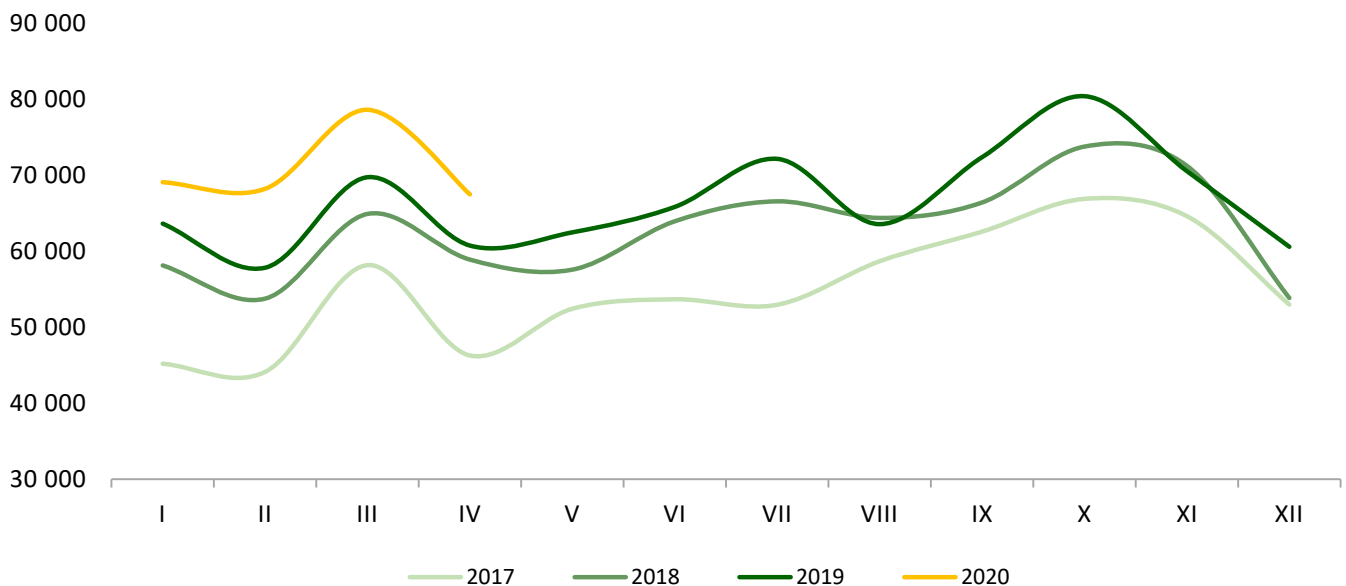
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Wyniki sprzedażowe za pierwsze cztery miesiące 2020 roku

Zgodnie ze wstępnymi szacunkami podanymi przez Emitenta po czterech pierwszych miesiącach 2020 roku przychody ze sprzedaży towarów Spółki TIM wyniosły 283,2 mln zł wobec 251,8 mln zł w analogicznym okresie rok wcześniej, co stanowiło wzrost o 12,5%. Patrząc tylko na e-commerce, przychody ze sprzedaży towarów wyniosły 203,1 mln zł w porównaniu do 180,5 mln zł w pierwszych czterech miesiącach 2019 roku (+12,5% rdr).

W samym kwietniu 2020 roku przychody TIM wyniosły 67,4 mln zł w porównaniu do 60,7 mln zł w analogicznym okresie poprzedniego roku, a więc były wyższe o 11,1%. W kanale e-commerce wzrost sięgnął 10%, a przychody znalazły się na poziomie 47,8 mln zł.

Rysunek 13.: TIM – miesięczne przychody ze sprzedaży (tys. zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Emitenta.

Kluczowe czynniki ryzyka

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

- **ryzyko dalszego rozwoju pandemii COVID-19 i pogorszenia sytuacji makroekonomicznej** – 4 maja br. rozpoczął się drugi etap zaplanowanego stopniowego znoszenia ograniczeń wprowadzonych w związku z rozwojem pandemii COVID-19, umożliwiający m.in. funkcjonowanie galerii handlowych czy hoteli, choć z pewnymi dodatkowymi zastrzeżeniami. Jak zapowiedziano, „kolejne etapy powrotu do normalności będą wprowadzane stopniowo, gdy przyrost zachorowań w naszym kraju będzie niski”. Istnieje jednak ryzyko, że dynamika przyrostu zachorowań w najbliższych dniach czy tygodniach nie będzie spadać lub nawet się zwiększy, co uniemożliwi lub opóźni zaplanowane znoszenie ograniczeń. Możliwe jest także, że po okresie rozluźnienia w kolejnych miesiącach wystąpi nagły duży wzrost liczby nowych zachorowań, co może prowadzić do ponownego wprowadzenia wcześniej zniesionych ograniczeń. Taka sytuacja może niekorzystnie wpływać na działalność Grupy TIM zarówno pośrednio (pogorszenie sytuacji makroekonomicznej w Polsce i na świecie, w tym koniunktury w branży budowlanej, spadek inwestycji przedsiębiorstw czy wielkości zamówień publicznych na dostawy materiałów elektrotechnicznych, zatory płatnicze), jak i bezpośrednio (spadek popytu na towary i usługi Grupy TIM, problemy z importem niektórych towarów, kłopoty finansowe niektórych kontrahentów, niższa ściągальność należności, większa absencja pracowników Grupy);
- **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 obniżenia zyskowności spółki** – część kosztów, jakie ponosi Grupa TIM, ma charakter stały (przynajmniej w krótkim terminie), co w przypadku nagłego spadku przychodów ze sprzedaży mogłoby się wiązać z istotnym pogorszeniem jej rentowności, a przez to obniżeniem notowanych zysków. Istnieje również ryzyko, że w obliczu pogorszenia sytuacji makroekonomicznej część podmiotów z branży hurtowni elektrotechnicznych w celu ratowania płynności może okresowo wyprzedawać swoje towary po obniżonych cenach, co także wywierałoby presję na rentowność działalności Grupy TIM;
- **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: 2020-05-07, godz. 07:50.

Data i godzina pierwszej dystrybucji raportu: 2020-05-07, 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 czynników ryzyka, 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
TIM S.A.	2019-05-06	Adrian Mackiewicz, Paweł Juszcak	11,50 zł	8,50 zł	kupuj	2020-05-06
Mex Polska S.A. (aktualizacja raportu)	2019-10-03	Paweł Juszcak	6,91 zł	2,88 zł	kupuj	2020-10-03
Master Pharm S.A.	2019-12-16	Adrian Mackiewicz, Paweł Juszcak	7,39 zł	4,14 zł	kupuj	2020-12-16

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 © 2020 Dom Analiz SII Sp. z o.o. Wszelkie prawa zastrzeżone.