

Przegląd wyników IQ '18

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

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy Kapitałowej wyniosły PLN 194m i były zbliżone do naszych wcześniejszych prognoz. Prowadzona przez Zarząd rozsądna polityka kosztowa przyniosła pozytywne efekty w postaci zysku netto, który po pierwszym kwartale wyniósł PLN 2.6m, znacznie przekraczając nasze ostrożne prognozy. Odczuwalne w poprzednim kwartale odpisy zapasów, zgodnie z zapowiedziami Zarządu wróciły do standardowego poziomu. Warto zwrócić uwagę na wysokie przepływy z działalności operacyjnej, które dodatkowo potwierdzają dobrą kondycję Grupy. Optymizm z jakim patrzymy na TIM w roku 2018 jest związany zarówno z bardzo dobrymi wynikami pierwszego kwartału, jak i odczytami produkcji budowlano-montażowej. Ostatnie udostępnione dane wskazują, że w kwietniu produkcja budowlano-montażowa wzrosła rok do roku o 19.7% co potwierdza dobrą koniunkturę w branży. Udział przychodów zewnętrznych w strukturze 3LP wyniósł 24%, a ze względu na rozpoczęty proces rozbudowy magazynu szacujemy, że na koniec roku może on wynieść nawet 30%. Wszystkie Spółki zależne dodatkowo kontrybuowały do wyników Grupy na poziomie sprzedaży i spodziewamy się utrzymania tego trendu w całym 2018 r. Konsekwentnie podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do TIM-u i przekonanie o atrakcyjności jego wyceny.

25/05/2018

TIM

Dystrybucja

Kupuj

TP: PLN 14.86

1) Omówienie wyników

Tabela 1: Wyniki kwartalne vs. prognoza PDM

(PLN m)	1Q17	1Q18	YoY	PDM 1Q18	Wyniki vs PDM
Przychody	163.2	194.0	19%	195.0	-1%
EBITDA	0.9	5.7	520%	3.6	58%
EBIT	-1.6	3.1	n/a	1.0	206%
Zysk netto	-1.4	2.6	n/a	0.6	335%
Marża EBITDA	0.6%	2.9%		1.8%	
Marża netto	-0.8%	1.3%		0.3%	

Źródło: TIM, szacunki PDM

- Przychody ze sprzedaży w IQ '18 wyniosły PLN 194m (wzrost o 18.9% rok do roku) i były bardzo zbliżone do naszej prognozy. Udział sprzedaży za pośrednictwem kanału e-commerce wyniósł 70%.
- Oferta produktowa nieznacznie spadła do 74 347 indeksów w magazynie co oznacza spadek o 2% r/r. Liczba linii w sklepie TIM.pl wzrosła o 16% r/r do 892 671. Zmniejszenie oferty produktowej jest m.in. wynikiem usuwania produktów nierentownych z oferty, a także wycofania niektórych starszych serii przez dostawców.
- Bardzo pozytywnie zaskoczyła nas marża brutto, która wyniosła 18.2%. Dobry wynik na tej pozycji to zasługa głównie umiejętnego zarządzania portfelem produktowym.

- Wspomniana wcześniej rosnąca marża jest silnie związana ze strukturą sprzedaży i wysoką dynamiką wysokomarżowych produktów. Niskomarżowe kable zanotowały nieznaczny wzrost w strukturze sprzedaży z poziomu 32% w IQ '17 do 33.2% w IQ '18. Spadek miał miejsce w segmencie aparatury, której udział w przychodach spadł z 32.9% do 31.7%. Ogólna dynamika produktów nisko i średniomarżowych wyniosła odpowiednio 118% i 116% w stosunku do średniej dynamiki na poziomie 119%. Pozytywnie postrzegamy wysoką dynamikę produktów wysokomarżowych, która wyniosła 126%.
- Z perspektywy pierwszego kwartału należy zwrócić uwagę na stabilizację odpisów aktualizujących (w IQ '17 TIM dokonał istotnych odpisów ze względu na czyszczenie magazynu), a także wzrost kosztów wynagrodzeń, który istotnie doskwiera pracodawcom na rynku polskim. W zakresie kosztów operacyjnych, TIM zaskoczył nas po raz drugi (oczekiwaliśmy wyższych kosztów operacyjnych i niższego wyniku operacyjnego), co skutkowało wypracowaniem znacznie lepszego od naszych oczekiwań wyniku EBIT PLN 3.1m.
- Wysoka dyscyplina kosztowa pozwoliła na wypracowanie PLN 2.6m zysku netto, co ponownie istotnie przekroczyło nasze prognozy. Warto również podkreślić wysoki poziom przepływów z działalności operacyjnej wynoszący PLN 5.8m. To już kolejny kwartał z rzędu kiedy TIM utrzymuje bardzo mocną pozycję gotówkową.

Tabela 2: Podsumowanie wyników

(PLN m)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	YoY	2016	2017	YoY
Przychody	163.2	165.4	186.5	204.1	194.0	18.9%	666.2	719.2	7.9%
COGS	135.8	137.8	154.5	167.4	158.7	16.9%	563.5	595.6	5.7%
Zysk brutto ze sprze	27.4	27.6	32.0	36.7	35.2	28.7%	102.7	123.6	20.4%
Amortyzacja	2.5	2.7	2.6	2.7	2.6	1.0%	6.9	10.4	51.1%
Zużycie materiałów i	2.3	2.5	2.0	2.4	2.4	6.2%	9.1	9.2	1.3%
Usługi obce	11.6	12.1	12.7	14.3	13.1	13.5%	40.8	50.8	24.3%
Świadczenia pracow	10.0	10.1	10.8	12.2	11.4	13.5%	38.7	43.1	11.3%
Pozostale	2.7	2.4	2.1	5.5	2.7	-1.6%	8.3	12.8	54.4%
EBIT	-1.6	-2.0	1.8	-1.3	3.1	n/a	-1.1	-2.7	n/a
Przychody/koszty fin	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	n/a	4.7	-0.5	-110.6%
Zysk brutto	-1.8	-2.2	1.4	-1.7	2.9	n/a	3.0	-4.3	-240.4%
Podatek	-0.4	-0.3	0.4	-0.1	0.4	n/a	1.4	-0.4	-131.5%
Zysk/strata netto	-1.4	-1.9	1.0	-1.4	2.6	n/a	1.7	-3.7	-320.8%
Amortyzacja	2.5	2.7	2.6	2.7	2.6	2.9%	6.9	10.4	51.1%
EBITDA	0.9	0.6	4.4	1.3	5.7	519.8%	10.5	7.3	-31.0%
Marża EBITDA	0.6%	0.4%	2.3%	0.6%	2.9%		1.6%	1.0%	
Marża EBIT	-1.0%	-1.2%	1.0%	-0.7%	1.6%		-0.2%	-0.4%	
Marża netto	-0.8%	-1.2%	0.5%	-0.7%	1.3%		0.3%	-0.5%	

Źródło: TIM, szacunki PDM

2) Wnioski po konferencji z Zarządem

- 3LP.** W kwietniu '18 rozpoczęto budowę nowej hali w Siechnicach która pozwoli zwiększyć powierzchnię magazynową do 50 000 m² na koniec bieżącego roku. Projekt realizowany jest w formule „sale & leaseback” (TIM sprzedał prawo własności gruntu na rzecz Stillden Investments Sp. z o.o., która wybuduje na nim magazyn i wynajmie go na rzecz 3LP S.A.). Ponadto Grupa uzyskała pozwolenie na budowę kolejnej hali o powierzchni 26 600 m². Ze względu na prowadzone inwestycje, szacujemy, że udział klientów zewnętrznych w przychodach 3LP osiągnie próg 30% na koniec roku 2018.
- Produkcja budowlano-montażowa.** Najnowsze odczyty GUS wskazują na wzrost produkcji budowlano-montażowej o 19.7% co należy traktować jako kolejny pozytywny element w zakresie przyszłych wyników Grupy (wpływ produkcji budowlano-montażowej wpływa na wyniki dystrybutorów z kilkumiesięcznym opóźnieniem).

-
- **TIM silniejszy od SHE.** Skumulowana przychody ze sprzedaży za okres ostatnich 12 miesięcy wzrosły o 9.5% w TIM vs. 6.5% w całym SHE, co dobrze obrazuje silną pozycję Spółki na rynku dystrybucji.
 - **W planach dalsze zwiększanie oferty.** Rosnące przychody w TIM to kompozycja dwóch składników – ilości klientów i rosnącej oferty. Zarząd wskazuje, że najszersza obecnie oferta produktowa w Polsce będzie nadal rozwijana.
 - **TIM zmienia pory roku.** Ciekawe i w pełni uzasadnione stwierdzenie Prezesa Zarządu nawiązujące do trwającego procesu oderwania TIM-u od koniunktury w produkcji budowlano-montażowej. Jednostkowe przychody za zazwyczaj najslabszy pierwszy kwartał wyniosły w '18 PLN 176.73m, historycznie ustępując jedynie wynikom za 4Q17, kiedy to obroty zawsze są najwyższe.
 - **Mocny IQ, zazwyczaj statystycznie słaby.** Historyczne wyniki Grupy wskazują, że pierwszy kwartał jest najslabszym okresem w roku dla TIMu. Biorąc pod uwagę dotychczasową sezonowość, w kontekście dobrych wyników minionego kwartału, z niecierpliwością czekamy na półroczne wyniki Spółki.
 - **Wycena.** Aktualna wycena rynkowa w naszej opinii nadal nie odzwierciedla wartości godziwej papierów dystrybutora. 0.25 EV/S '18 i 1.2 P/BV '18 implikują ciągle duży potencjał wzrostu wyceny TIM-u.

Informacje końcowe

Podstawowe pojęcia

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

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

SYSTEM REKOMENDACYJNY

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

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

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

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

Rekomendacje PDM		
Kierunek rekomendacji	Ilość rekomendacji wy danych	%
Kupuj	3	75%
Trzymaj	1	25%
Sprzedaj	0	0%

Historia rekomendacji				
Data wydania	Kierunek	Cena docelowa (PLN)	Cena w dniu wydania (PLN)	Cena bieżąca (PLN)
20.03.2018	Kupuj	14.86	8.62	8.98

Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 25 maja 2018 r. 8:00

Dystrybucja niniejszego raportu: 25 maja 2018 r. 8:45.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

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

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

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

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

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

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

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

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

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. PDM nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Historię rekomendacji oraz rozkład rekomendacji zawiera pełna wersja raportu w języku angielskim dostępna na stronie www.polskidm.com.pl.

Dział analiz

Polski Dom Maklerski

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

*Monika Franczak,
Makler papierów wartościowych
Tel: 607 775 006*

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

*Łukasz Koprowski
Tel: 607 909 222*

*Paweł Demczuk
Dyrektor ds. sprzedaży
instytucjonalnej*

Tel: 601 412 423



Polski Dom Maklerski S.A.

ul. Moniuszki 1A

00-014 Warszawa

www.polskidm.com.pl