

## TIM

Przedział wyceny: 412-487mln PLN

## Udana podróż w przyszłość

TIM jest grupą e-commerce'ową (ponad 70% sprzedaży online) działającą na niskomargowym rynku hurtowej i detalicznej dystrybucji artykułów elektrotechnicznych i narzędzi oraz usług logistycznych. Grupa jest także obecna w tradycyjnych kanałach sprzedaży. Wzrost sprzedaży o 17% r/r (zdecydowanie powyżej rynku) ilustruje przewagę TIM'u nad konkurencją. Uważamy, że spółka będzie w kolejnych latach generować wysoki FCF, co pozwoli na rosnące dywidendy.

## Udany test „przyszłości”

Pandemia przeniosła nas o kilka lat do przodu w zakresie digitalizacji życia codziennego i biznesu. Ten test „przyszłości” został bardzo pozytywnie zdany przez TIM, który rósł na tle spadającej branży i po raz kolejny poprawił swoje wyniki.

## Online'owy biznes model wspiera wyniki w 2020 r.

Naszym zdaniem model sprzedażowy TIM bardzo dobrze radzi sobie w nietypowym, „pandemicznym” otoczeniu gospodarczym (przychody: +18% r/r w I-III kw. 2020 r.). Szacujemy, że w IV kw. pozytywny trend będzie kontynuowany (szacujemy wzrost przychodów o 14% r/r), a tym samym grupa osiągnie w tym roku rekordową w swojej historii sprzedaż na poziomie niemal 1,04 mld PLN (+17% r/r z Rotopino, +15% r/r wyłączając Rotopino).

## Potencjalne wyhamowanie dynamiki wzrostu w 2021

Naszym zdaniem dynamika sprzedaży w 2021 r. wyhamuje do ok. 7%. Z jednej strony przyszły rok może przynieść osłabienie branży budowlano-montażowej i rozproszenie sprzedaży na „tradycyjnych” hurtowników (przy założeniu braku lockdownów w przyszłym roku). Z drugiej – rosnąca popularność sprzedaży online będzie długotrwałym pozytywnym trendem dla sprzedaży grupy (zarówno TIM SA, jak i 3LP – operatora logistycznego dla sektora e-commerce). Szacowany przez nas CAGR przychodów na lata 2020-2025 wynosi 10%.

## Sprzedaż spółki Rotopino

Sprzedaż Rotopino (sprzedaż narzędzi online w modelu B2C), pozwoli się skupić na podstawowym biznesie (B2B) oraz przyniesie ponad 30mln gotówki znacząco zwiększając potencjał dywidendowy.

## Silny FCF i coraz wyższe dywidendy

Poprawa efektywności w kapitale obrotowym pozwala generować spółce większe przepływy pieniężne i zwiększać wartość firmy. TIM koncentrując się na sprzedaży online, w coraz większym zakresie współpracuje z klientami bezpośrednimi, co ma pozytywny wpływ na poziom należności (resellerzy płacą z opóźnieniem) i marże. Ponadto rozwój biznesu w kierunku dropshippingu pozwala ograniczać poziom zapasów. Zakładamy, że poziom dywidendy będzie rósł w najbliższych latach o 10 groszy co rok (stopa dywidendy za 2020 rok wynosi 7.5%).

Model *asset light*

TIM operuje w modelu *asset light*. Grupa wynajmuje powierzchnie magazynowe i leasinguje większość aktywów trwałych.

Rozpoczynamy sporządzanie analiz finansowych TIM w ramach usługi analiz inwestycyjnych. Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki (za rok) w przedziale 412-487 mln PLN.

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	830,3	890,0	1 038,1	1 012,1	1 093,1
EBITDA	31,1	53,0	67,6	66,1	69,4
EBIT	19,9	32,5	45,7	43,8	46,7
Zysk netto	15,1	19,6	34,0	29,0	31,3
P/E	23,5	18,2	10,4	12,3	11,3
FCF			28,4	16,8	21,5
CAPEX	29,1	18,0	20,2	20,5	21,0

Źródło: Spółka, BM PKO BP

## Informacje

Kurs akcji (PLN)	16,00
Liczba akcji (mn)	22,2
Kapitalizacja (mln PLN)	355
Free float	77%
Free float (mln PLN)	272
EV 2020 (mln PLN)	318
Dług netto 2020 (mln PLN)	-37,6
Bloomberg	TIM PW Equity
ISIN	PLTIM0000016

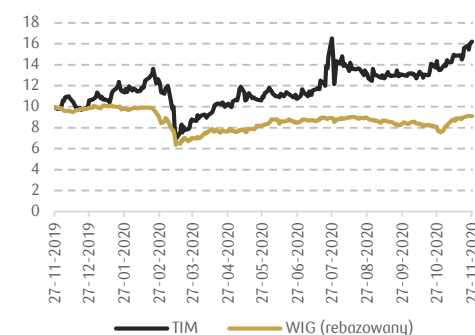
## Ocena ESG

ESG	7,3
-----	-----

## Akcjonariat

Krzysztof Folta i Ewa Folta	23%
Krzysztof Wiczorkowski	14%
-	-
-	-

## Wykres



## Analityk

Alicja Zaniewska  
 (+48) 22 580 33 68  
 alicja.zaniewska@pkobp.pl

## Adres:

BM PKO BP  
 ul. Puławska 15  
 02-515 Warszawa



## TIM

### Spis treści

Podsumowanie .....	p. 3
Opis działalności .....	p. 4
Rynek .....	p. 11
Strategia .....	p. 15
Spółki z sektora .....	p. 16
Wybrane dane finansowe i prognozy .....	p. 18
Czynniki ryzyka .....	p. 21
Makro .....	p. 22
Model DCF .....	p. 23
Analiza porównawcza .....	p. 24
Prognozy finansowe .....	p. 25

## TIM

### Podsumowanie

TIM jest grupą e-commerce'ową (ponad 71% sprzedaży online w III kw. 2020r.), działającą na nisko marżowym rynku hurtowej i detalicznej dystrybucji artykułów elektrotechnicznych i narzędzi oraz usług logistycznych. Grupa jest także obecna w tradycyjnych kanałach sprzedaży.

W skład grupy wchodzi TIM SA (jednostka dominująca) oraz dwa podmioty zależne - 3LP i rotopino.pl (w procesie sprzedaży na rzecz Oponeo.pl; zakładamy, że sprzedaż nastąpi jeszcze w tym roku).

Pandemia, przeniosła nas o kilka lat do przodu w zakresie digitalizacji życia codziennego i biznesu. Ten test „przyszłości” został bardzo pozytywnie zdany przez TIM, który rósł na tle spadającej branży i po raz kolejny poprawił swoje wyniki (przychody: +18% r/r w I-III kw. 2020). Szacujemy, że w IV kw. pozytywny trend będzie kontynuowany (szacujemy wzrost przychodów o 14% r/r), a tym samym grupa osiągnie w tym roku rekordową w swojej historii sprzedaż na poziomie niemal 1,04 mld PLN (+17% r/r z Rotopino, +15% r/r wyłączając Rotopino).

Taki wynik będzie zasługą przewagi TIM-u nad większością konkurentów, tj. dostępnością oferty online oraz zwiększaniem oferty produktowej (+13% r/r). Uważamy też, że baza nowych klientów, jaką spółka pozyskała w tym roku będzie procentowała w kolejnych okresach (część klientów, którzy wcześniej dokonywali zakupów stacjonarnie, a ze względu na lockdown i obostrzenia po raz pierwszy złożyli zamówienia na produkty elektrotechniczne online, będzie dalej dokonywała zakupów w ten sposób; to zjawisko spółka obserwuje także w tym roku).

Naszym zdaniem dynamika sprzedaży w 2021 r. wyhamuje do ok. 7%. Z jednej strony przyszły rok może przynieść osłabienie branży budowlano-montażowej i rozproszenie sprzedaży na „tradycyjnych” hurtowników (przy założeniu braku lockdownów w przyszłym roku). Z drugiej – rosnąca popularność sprzedaży online będzie długotrwałym pozytywnym trendem dla sprzedaży grupy (zarówno TIM SA, jak i 3LP – operatora logistycznego dla sektora e-commerce). Szacowany przez nas CAGR przychodów na lata 2020-2025 wynosi 10%.

W kontekście rentowności spodziewamy się, że marża zysku brutto sięgnie w 2020 r. 4,4% (+0,7 p.p. r/r) i będzie się utrzymywała na tym poziomie także w kolejnych latach. W latach 2021-2024 spodziewamy się CAGR zysku brutto na poziomie 9%.

TIM operuje w modelu *asset light*. Grupa wynajmuje powierzchnie magazynowe i leasinguje większość aktywów trwałych.

Poprawa efektywności w kapitale obrotowym pozwala generować spółce większe przepływy pieniężne i zwiększać wartość firmy. TIM koncentrując się na sprzedaży online, w coraz większym zakresie współpracuje z klientami bezpośrednimi, co ma pozytywny wpływ na poziom należności (resellerzy płacą z opóźnieniem) i marże. Ponadto rozwój biznesu w kierunku dropshippingu pozwala ograniczać poziom zapasów.

Tim ma ogłosić swoją politykę dywidendową na początku 2021 r. Jednak dotychczasowa praktyka i podejście głównego akcjonariusza (i jednocześnie prezesa) do dywidendy wyraźnie wskazuje kierunek - spółka przeznaczająca na dywidendę praktycznie całość/większość wygenerowanej nadwyżki finansowej.

Ogłoszona już dywidenda za 2020 rok (dzień odcięcia praw do dywidendy to 23 grudnia) to 1,2 PLN na akcję. Zakładamy, że poziom dywidendy będzie rósł w najbliższych latach o 10 groszy co rok.

W oparciu o nasze prognozy wyników, spółka notowana jest z P/E 10,4 na rok 2020 i P/E 12,3x na rok 2021.

**Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki w horyzoncie 12 miesięcy w przedziale 412-487 mln PLN.**

## TIM

### Opis działalności

TIM jest grupą e-commerce'ową działającą na niskomarkowym rynku hurtowej i detalicznej dystrybucji artykułów elektrotechnicznych i narzędzi oraz usług logistycznych. Grupa jest także obecna w tradycyjnych kanałach sprzedaży.

W skład grupy wchodzi TIM SA (jednostka dominująca) oraz dwa podmioty zależne - 3LP i rotopino.pl (w procesie sprzedaży na rzecz Oponeo.pl).



TIM SA jest największym dystrybutorem artykułów elektrotechnicznych w Polsce. Spółka funkcjonuje na rynku od 1987 roku, a od 2013 oferuje klientom hurtowym i detalicznym możliwość dokonywania zakupów przez platformę TIM.pl. Spółka uruchomiła też aplikację mobilną mTIM.

W ofercie TIM SA są między innymi:

- Kable i przewody
- Aparatura elektrotechniczna
- Oświetlenie
- Osprzęt elektroinstalacyjny
- Osprzęt pomocniczy
- Mierniki, narzędzia i elektronarzędzia
- Osprzęt siłowy
- Osprzęt odgromowy
- Systemy prowadzenia kabli
- Akcesoria do instalacji fotowoltaicznych



3LP powstało z Działu Logistyki TIM SA. Jako odrębna spółka w strukturze grupy, 3LP funkcjonuje od 2016 roku. Wtedy też 3LP stało się operatorem jednego z największych centrów logistycznych w Polsce - jego powierzchnia to ponad 50 tys. m<sup>2</sup> i jest zlokalizowane w Siechnicach (woj. dolnośląskie).

Budynki magazynowe Centrum Logistycznego nie należą jednak do spółki i są wynajmowane od podmiotu zewnętrznego. Dodatkowo, 3LP dysponuje jeszcze powierzchnią 24 tys. m<sup>2</sup> w oddalonym o kilka kilometrów Parku Logistycznym Wrocław Wschód. Warto jednak dodać, że grupa posiada grunt z pozwoleniem na budowę magazynów o powierzchni 38 tys. m<sup>2</sup>. Póki co nie podjęto jednak decyzji o budowie.

3LP świadczy usługi logistyczne nie tylko na rzecz podmiotów z grupy, ale także dla klientów zewnętrznych. Spółka specjalizuje się w zautomatyzowanym outsourcingu logistyki dla podmiotów z sektora e-commerce i zapewnia ekspresowe dostawy na terenie całej Europy.

Wśród klientów korzystających z usług 3LP jest m.in. IKEA i Oponeo.pl.

Spółka wykonuje także audyty i świadczy usługi doradztwa w zakresie logistyki.

TIM SA posiada 100% udziałów w spółce.

## TIM

## Opis działalności



(w procesie sprzedaży)

Rotopino.pl S.A., powstało w 1999 roku. Spółka jest liderem internetowej sprzedaży narzędzi i elektronarzędzi w Polsce. Rotopino jest także autoryzowanym dystrybutorem wielu światowych marek narzędziowych. Poza sprzedaż w Polsce, spółka prowadzi także sprzedaż internetową w Niemczech, Francji, Włoszech, Hiszpanii, Austrii, Belgii i Holandii.

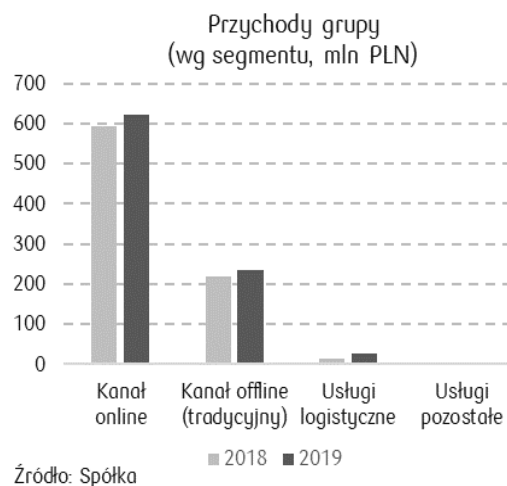
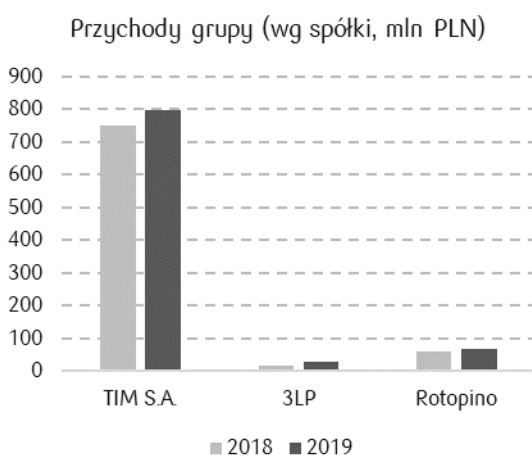
TIM SA posiada 100% udziałów w spółce.

26 listopada TIM SA podpisał z Oponeo.pl warunkową umowę sprzedaży na rzecz Oponeo.pl 100% akcji Rotopino.pl SA za cenę 35 mln PLN. Warunkiem wykonania umowy jest uzyskanie zgody prezesa UOKiK na dokonanie koncentracji. TIM zakłada, że do sprzedaży może dojść jeszcze w tym roku.

## Przychody

Jeżeli chodzi o udział poszczególnych spółek w przychodach grupy, za prawie 90% sprzedaży w 2019r. (87,3% w I półroczu 2020r.) odpowiadał TIM S.A.

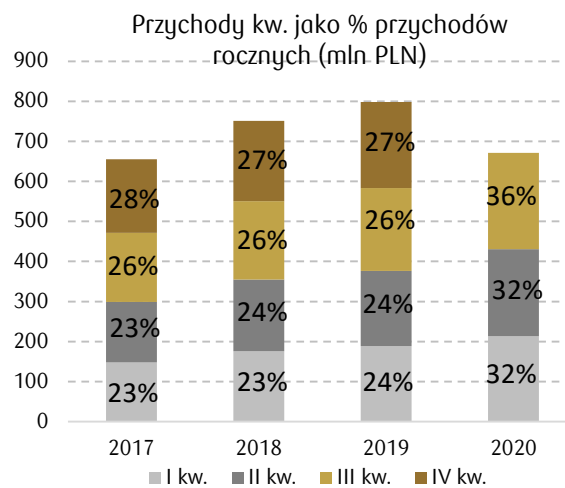
Zdecydowana większość przychodów (70% w 2019r., 71,1% w I półroczu 2020) generowana jest poprzez kanał online. Warto dodać, że segment usług logistycznych również operuje w sektorze e-commerce, oferując mu usługi logistyczne.



Działalność TIM cechuje się niewielką sezonowością. Wyższe przychody spółka osiąga zazwyczaj w drugiej połowie roku, co jest związane z aktywnością inwestycyjną oraz natężeniem prac budowlanych w poszczególnych okresach roku.

## TIM

## Opis działalności



## Biura i oddziały

Jako grupa łącząca sprzedaż online z tradycyjnymi kanałami dystrybucji, TIM posiada w Polsce sieć biur i oddziałów. Jest ona przedstawiona na poniższej mapie:

## Grupa TIM w Polsce



## TIM

### Opis działalności

#### Model biznesowy

Model biznesowy TIM opiera się na połączeniu sprzedaży online z tradycyjnymi kanałami dystrybucji, czyli sprzedaży poprzez przedstawicieli handlowych.

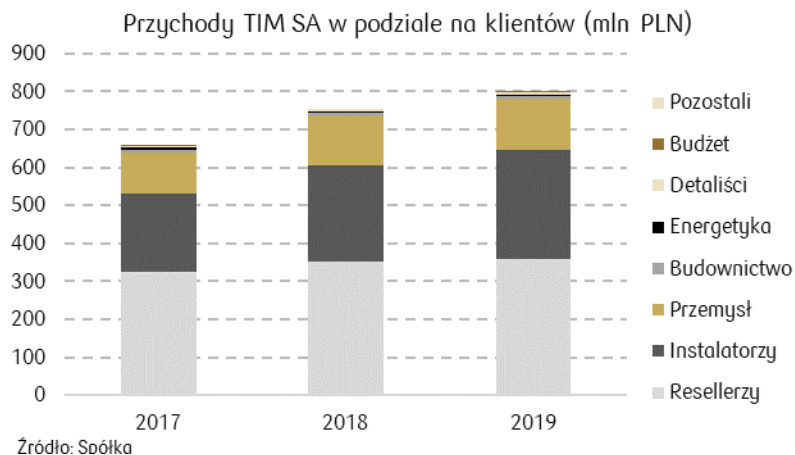
W samym kanale online, TIM dąży do zmiany modelu sprzedaży, w kierunku tzw. *dropshippingu*. Dropshipping umożliwia sprzedaż bez konieczności ponoszenia kosztów logistycznych. Polega on na tym, że klient zamawia przedmiot na stronie (np. tim.pl), zamówienie jest następnie składane u producenta, a producent przesyła zamówiony produkt bezpośrednio do klienta. W modelu tym, TIM staje się na pewnym etapie transakcji właścicielem zamawianego towaru. Czas wysyłki zamówienia w takim przypadku to 72h (produkty znajdujące się w magazynie TIM wysyłane są w ciągu 24h).

Dropshipping w przypadku założonego przez TIM modelu łączy się z pojęciem *marketplace'u*. Marketplacem nazywamy platformę, która umożliwia sprzedawcom udostępnianie i zarządzanie oferowanymi przez nich produktami (np. Allegro, Ebay czy Amazon).

Uzupełnieniem biznesu sprzedażowego grupy, są świadczone przez 3LP usługi logistyczne (zarówno dla grupy, jak i klientów zewnętrznych).

#### Klienci

Głównymi klientami TIM SA są resellerzy, tj. sprzedawcy i hurtownicy (45% sprzedaży TIM SA w 2019 r.), instalatorzy (36% w 2019 r.) oraz przemysł (17% w 2019r.). Te trzy grupy klientów odpowiadały za 98% sprzedaży TIM SA i niemal 88% przychodów całej grupy.



W strukturze sprzedaży spada udział resellerów (-4,8 pkt. proc. w latach 2017-2019), a rośnie udział instalatorów (+5 pkt. proc. w latach 2017-2019).

W tej drugiej grupie, do której zaliczane są duże i średnie oraz małe, jedno- lub kilkusobowe grupy wykonawcze, spółka obserwowała w trakcie tegorocznego lockdownu istotny wzrost udziału w szczególności małych instalatorów (po trzech kwartałach 2020 r. +2 pkt. proc. r/r).

Przez długi czas „mali” instalatorzy podchodzili do zakupów online z dużą rezerwą. Za sprawą tegorocznych obostrzeń ta sytuacja się jednak zmieniła. Wzrost udziału zamówień składanych przez małych instalatorów jest pozy-

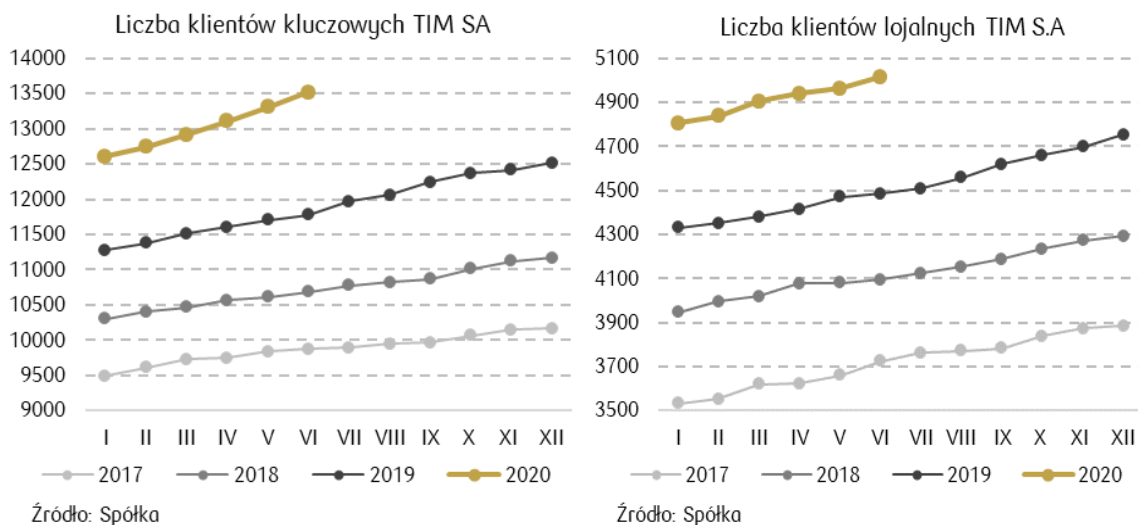
## TIM

## Opis działalności

tywny, ponieważ mają oni krótsze terminy płatności (2-3 tygodnie vs. 60 dni i wwyż w przypadku dużych zamawiających) i są rozdrobnieni. Wzrost sprzedaży w tej grupie utrzymuje się pomimo zniesienia obostrzeń.

Na koniec czerwca 2020 r. liczba klientów kluczowych (zgodnie z klasyfikacją spółki są to klienci realizujący sprzedaż wyższą niż 1500 PLN miesięcznie w ciągu ostatnich 12 miesięcy) wyniosła 13515 (+14,7% r/r).

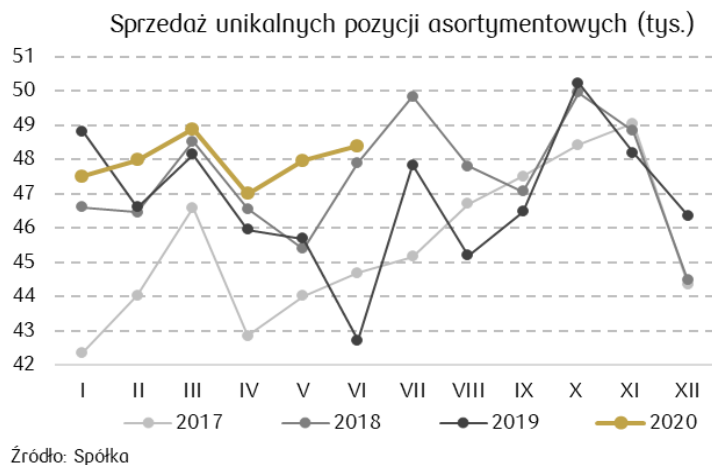
Rośnie także liczba klientów lojalnych (zgodnie z klasyfikacją spółki są to klienci, którzy dokonali zakupów w co najmniej 6 miesiącach danego roku). Na koniec czerwca 2020 r. było ich 5017 (+11,8% r/r).



Ilość klientów i szerokość oferty asortymentowej są kluczowymi czynnikami wzrostu dla przychodów TIM-u.

## Portfolio produktowe

Na koniec czerwca 2020 roku platforma internetowa tim.pl miała w ofercie 235.262 (+13% r/r) unikalnych indeksów. Na koniec września na tim.pl dostępnych było ponad 100 tys. produktów z określonym czasem realizacji i stanem magazynowym (z czego blisko 60 tys. dostępnych w 24 h z Centrum Logistycznego 3LP S.A, pozostałe dostarczane w modelu dropshippingowym).





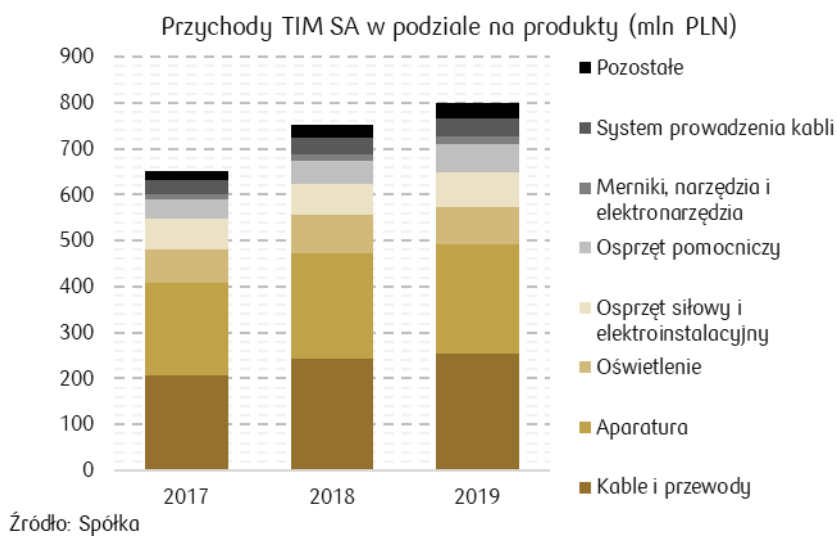
## TIM

## Model biznesowy

Oferta produktów dostępnych dla klientów w ramach dropshippingu wyniosła ponad 66.000 unikalnych indeksów.

W I półroczu 2020 roku spółka sprzedawała średnio blisko 48 000 unikalnych indeksów miesięcznie.

Na wykresie poniżej przedstawiona jest sprzedaż grupy w podziale na grupy produktowe.

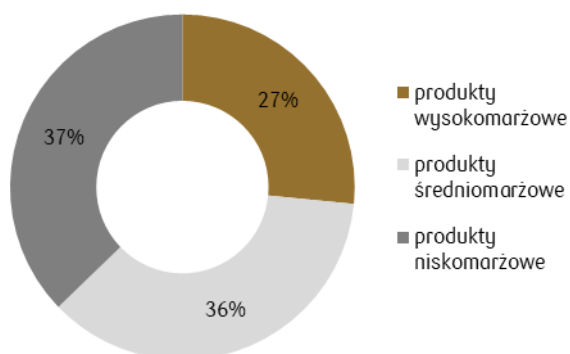


## TIM

## Model biznesowy

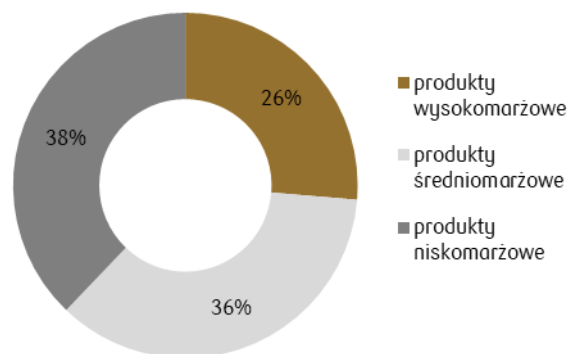
W podziale na marże generowane przez poszczególne grupy produktów, w pierwszych trzech kwartałach tego roku spadł udział produktów wysokomarżowych (marża powyżej 20%) na rzecz niskomarżowych (marża poniżej 15%). Miało to związek z ponadprzeciętnie wysokim popytem na niskomarżowe kable, jaki spółka notowała w I półroczu tego roku (niepewność odbiorców co do dostępności związana z pandemią + problemy z dostawami od największego producenta; TIM zabezpieczył sobie tę dostępność dzięki czemu mógł odpowiedzieć na popyt).

Przychody TIM SA w podziale na marżowość produktów (I-III kw. 2019)



Źródło: Spółka

Przychody TIM SA w podziale na marżowość produktów (I-III kw. 2020)



Źródło: Spółka

Wśród produktów niskomarżowych są m.in. kable (największy, ok. 32% udział w sprzedaży TIM SA) i fotowoltaika.

Pomimo większego udziału produktów niskomarżowych, spółce udało się zwiększyć marżę o 0,18p.p. r/r.

	2019	2020	r/r
Przychody (mln PLN)	583,3	671,9	15,2%
Koszt sprzedanych produktów (mln PLN)	-473,8	-544,6	14,9%
Marża	18,77%	18,95%	+0,18 p.p.

Źródło: Spółka

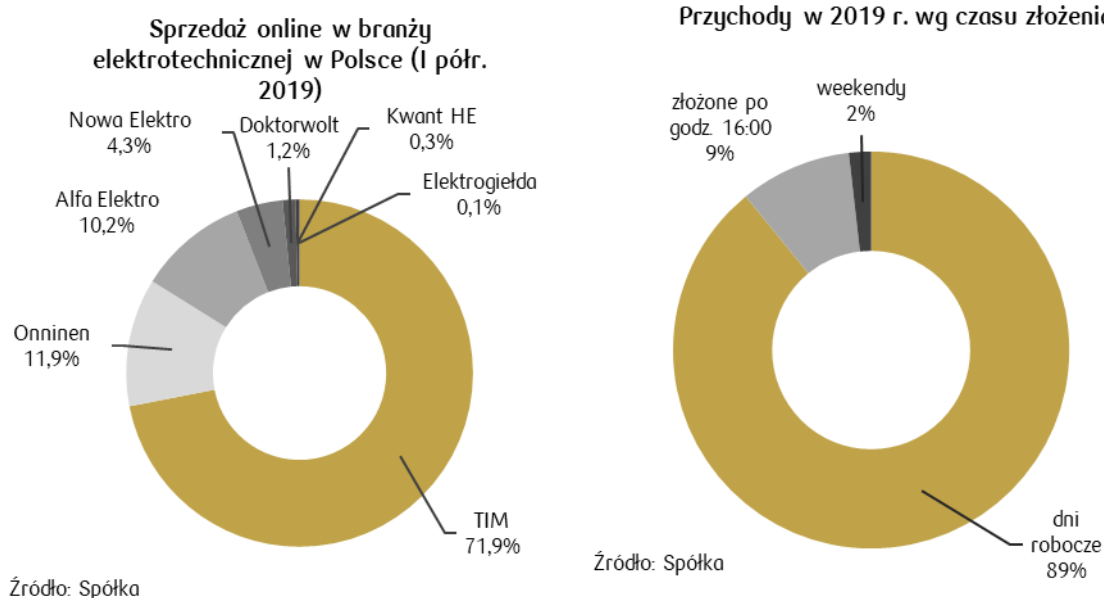
## TIM

## Rynek

TIM funkcjonuje przede wszystkim na rynku dystrybucji elektrotechniki. Rynek ten jest w Polsce dość rozdrobniony, jednak przewagą TIM-u nad większością konkurentów jest jego obecność w kanale on-line (ponad 70% sprzedaży grupy). Związane z pandemią czasowe zamknięcie tradycyjnych punktów handlowych, jak i chęć ograniczania kontaktów z innymi ludźmi, zaowocowały przeniesieniem części sprzedaży właśnie do tego kanału sprzedaży.

Według danych z końca I półrocza 2019 r., TIM miał prawie 72% udział w sprzedaży online całej branży elektrotechnicznej w Polsce.

Dodatkową przewagą konkurencyjną wynikającą z obecności w segmencie online jest to, że klienci nie są ograniczeni godzinami pracy hurtowni, a zamówienia mogą składać także poza ich godzinami pracy. W 2019 roku zamówienia złożone po godzinie 16:00 i w weekendy odpowiadały za ok. 11% przychodów spółki (tj. 87,2 mln PLN)

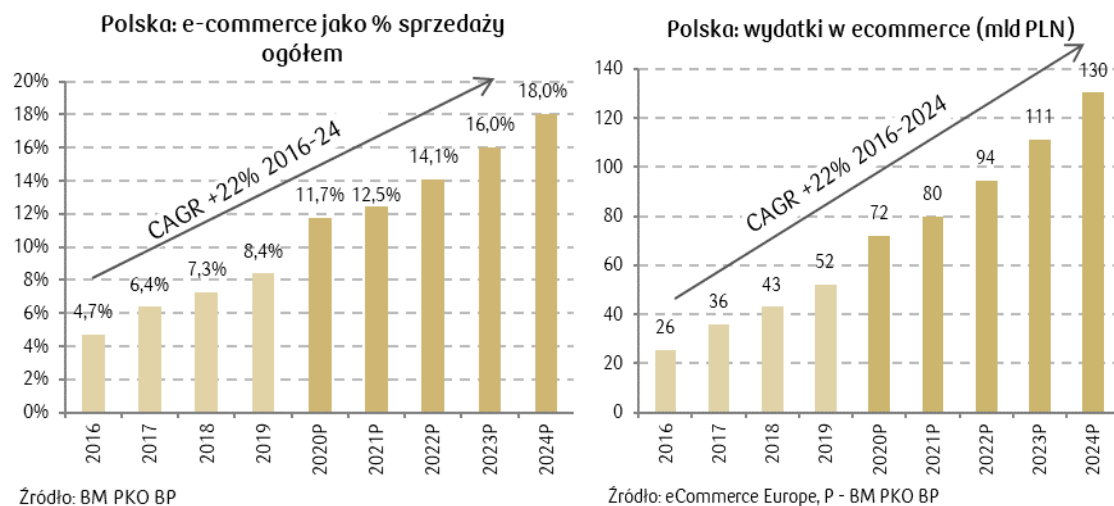


## E-commerce

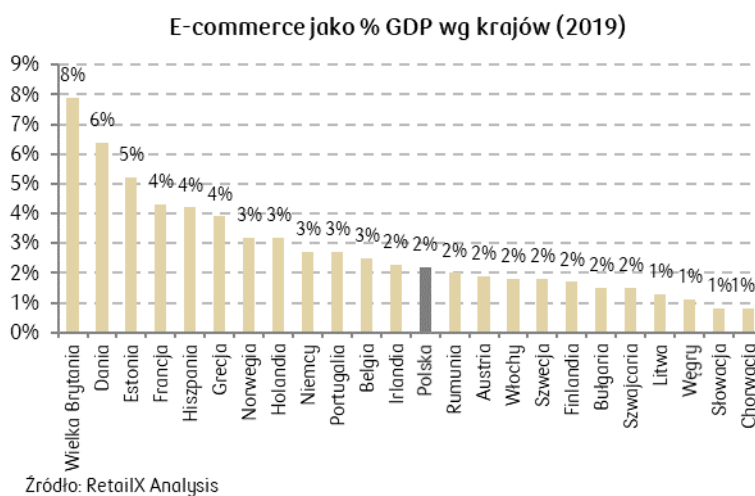
Według szacunków eCommerce Europe, wartość sprzedaży online w Polsce wzrośnie w tym roku o 20 mld PLN (z 52 mld PLN w 2019 r. do 72 mld PLN w 2020 r.) i będzie stanowiła niemal 12% sprzedaży ogółem (8,4% w 2019r.). W naszej ocenie przestrzeń do wzrostu w sektorze e-commerce jest wciąż ogromna, a wzrost, choć już nie tak dynamiczny, będzie się utrzymywał także w kolejnych latach.

## TIM

## Rynek



Według danych RetailX Analysis, wartość rynku e-commerce w 2019 roku w stosunku do PKB Polski stanowiła 2%. Dla porównania, największy udział sprzedaży e-commerce w relacji do PKB ma Wielka Brytania, gdzie stosunek ten wynosi 8%.



Według danych opublikowanych przez Gemius w raporcie „E-commerce w Polsce 2020” (na podstawie badania przeprowadzone w marcu), już 73% Polaków dokonało zakupu/zakupów online, co stanowi wzrost o 11 pkt. proc. w stosunku do badania z 2019 roku.

Uważamy, że prognozowany wzrost wydatków na e-commerce przełoży się także na wzrost przychodów TIM-u.

### Rynek elektrotechniki

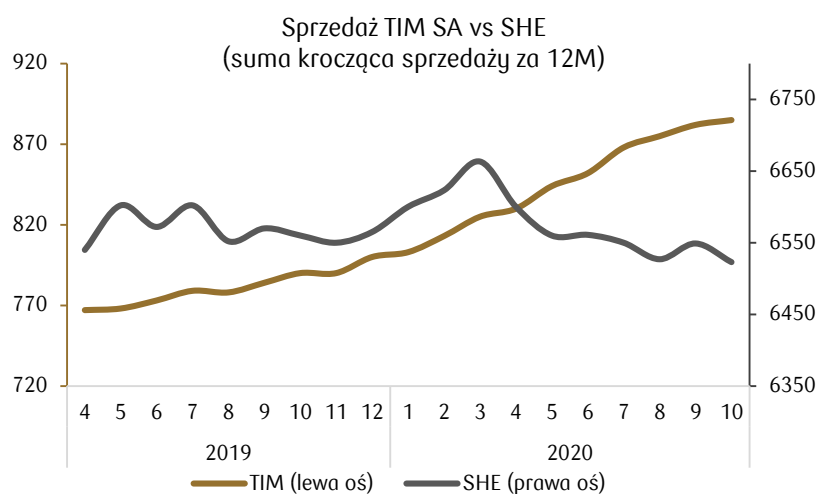
Według danych reprezentujących wolumen sprzedaży większości rynku czyli hurtowni stowarzyszonych w ramach SHE (Związek Pracodawców Dystrybucji Elektrotechniki), dynamika skumulowanej sprzedaży na koniec 2019 roku wynosiła poniżej 3%.

## TIM

## Rynek

Pierwsze półrocze bieżącego roku, nie było dla hurtowych sprzedawców elektrotechniki dobre, głównie ze względu na ogłoszone obostrzenia i tradycyjny charakter sprzedaży wielu sprzedawców. Pomimo lekkiej poprawy sytuacji w czasie wakacji, sektor utrzymał trend spadkowy. Według danych raportowanych przez SHE, większość hurtowni wypracowała w III kw. 2020 roku przychody niższe r/r. Skumulowana dynamika sprzedaży od początku roku osiągnęła po dziewięciu miesiącach bieżącego roku wartości ujemne.

Poniższy wykres przedstawia sprzedaż TIM-u na tle spółek zrzeszonych w SHE. Warto zaznaczyć, że w Związku jest także TIM (z udziałem na poziomie 13-14%).



Źródło: Spółka w oparciu o dane SHE

## Sektor budowlany

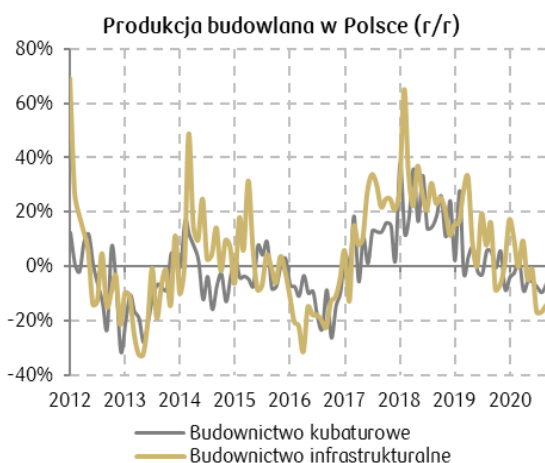
Jeżeli chodzi o produkcję budowlano-montażową, dynamika produkcji budowlanej w obszarze budownictwa kubaturowego i infrastrukturalnego w Polsce notuje w ostatnich miesiącach ujemne dynamiki. Rośnie też liczba pustostanów w biurach (pochodna sytuacji ekonomicznej i coraz powszechniejszej pracy zdalnej). Jeśli chodzi o budownictwo mieszkaniowe, widać w tym roku spadek ilości wydanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów (utrudnienia pracy urzędów wydających pozwolenia, niepewna sytuacja gospodarcza). Wzrasta liczba budów zakończonych.

Popyt na powierzchnie magazynowe w Polsce rośnie. Według danych JLL popyt na powierzchnię magazynową wciąż utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, osiągając po trzech kwartałach wartość zbliżoną do tych notowanych w ubiegłych, pełnych latach.

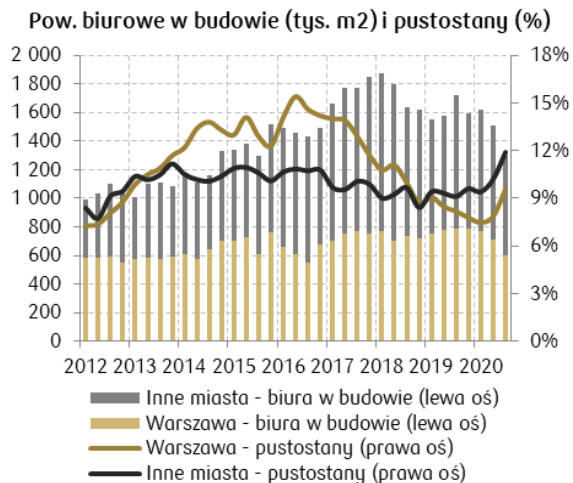
Naszym zdaniem popyt ze strony sektora budowlanego będzie stopniowo malał w związku z zakańczaniem rozpoczętych już budów, które nie będą kompensowane ilością nowych budów (budownictwo kubaturowe i mieszkaniowe). Na plus będzie działał wzrost liczby budowanych magazynów.

TIM

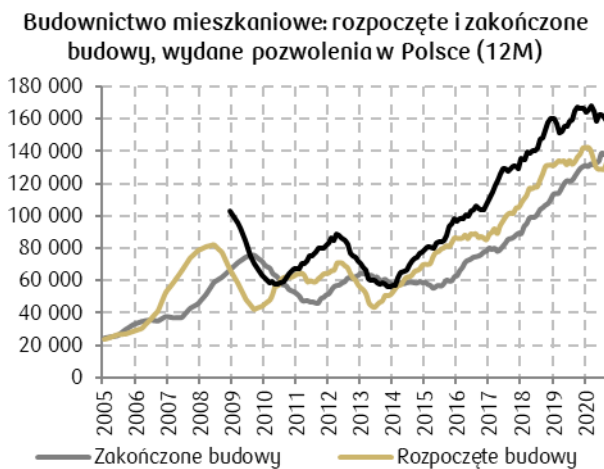
Rynek



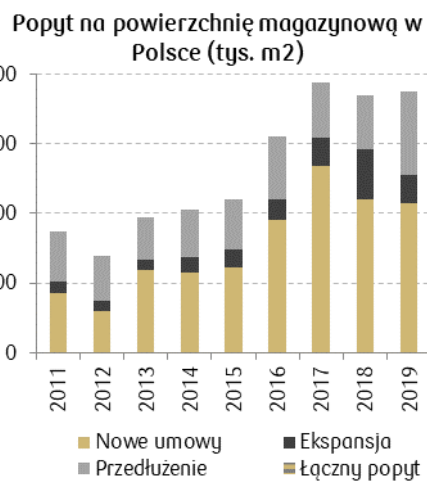
Źródło: GUS



Źródło: JLL



Źródło: GUS



Źródło: JLL

## TIM

### Strategia

#### Cele finansowe

Głównym celem strategii grupy na lata 2019-2021 jest osiągnięcie przez spółkę TIM S.A. rocznych przychodów na poziomie co najmniej 1 mld PLN oraz rentowności EBITDA nie niższej niż 3,6%.

Powyższe cele TIM chce osiągnąć poprzez dalszy rozwój hybrydowego modelu sprzedaży artykułów elektrotechnicznych, przy jednoczesnym rozwoju alternatywnych modeli handlu materiałami technicznymi (dropshipping, marketplace i B2B2C). TIM liczy, że do 2021 roku alternatywne formy sprzedaży będą odpowiadały za 10% przychodów TIM S.A.

W naszych prognozach zakładamy, że w latach 2020 i 2021 spółka osiągnie odpowiednio 1,04 mld PLN i 1,01 mld PLN przychodów (zgodne z celem) i rentowność EBITDA na poziomie 6,5% (znacznie powyżej celu).

#### Program motywacyjny TIM

Pod koniec października 2020 akcjonariusze TIM uchwalili program motywacyjny na lata 2021-2023. Program zakłada objęcie 1,1 mln akcji (4,7% akcji istniejących) przez zarząd TIM i zarządy spółek zależnych po spełnieniu kryterium wynikowego.

Program zakłada osiągnięcie 63mln PLN EBITDA w 2021 roku, 66 mln PLN EBITDA w 2022 roku i 70 mln PLN EBITDA w 2023 roku. Cena obejmowania akcji w 3 kolejnych latach wynosi 10.34. Rozwodnienie wynikające z programu wynosi około 1,7%. Zakładamy kontynuację tego sposobu gratyfikacji kadry kierowniczej również w kolejnych latach. Pełne szacowane rozwodnienie (pomniejszające wycenę) z tego tytułu szacujemy na 4,1%.

Program motywacyjny początkowo wydawał się bardzo mało ambitny, jednak ujawniona sprzedaż Rotopino (która efektywnie pomniejsza bazę porównawczą EBITDA z roku 2020 o 3 mln PLN) zmienia trochę ocenę na plus. Na korzyść działa również fakt, że akcje będą kierowane do dość szerokiej grupy i główny akcjonariusz (i jednocześnie prezes) nie jest w uprzywilejowanej pozycji (jest jednym z wielu w programie). Mimo wszystko nasza ocena jest lekko negatywna. Nasze prognozy są dość wyraźnie powyżej założeń programu motywacyjnego.

#### TIM pro

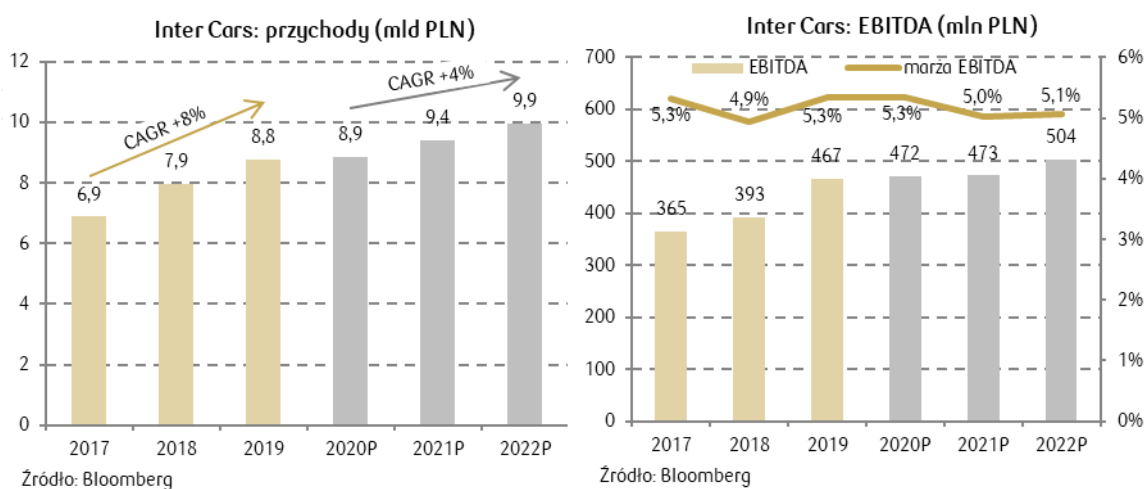
Strategia „TIM pro” dotyczy rozwoju całej organizacji w obszarze zrównoważonego rozwoju. W jej ramach wyznaczone zostały trzy kierunki dotyczące działań profesjonalnych, proaktywnych i prospołecznych (akcje wolontariatu pracowniczego, promowanie aktywnego trybu życia i wspieranie lokalnych społeczności).

TIM deklaruje, że do 2021 roku chce przeznaczać na ostatni z wymienionych kierunków do 1% zakładanego na dany rok zysku brutto TIM S.A.

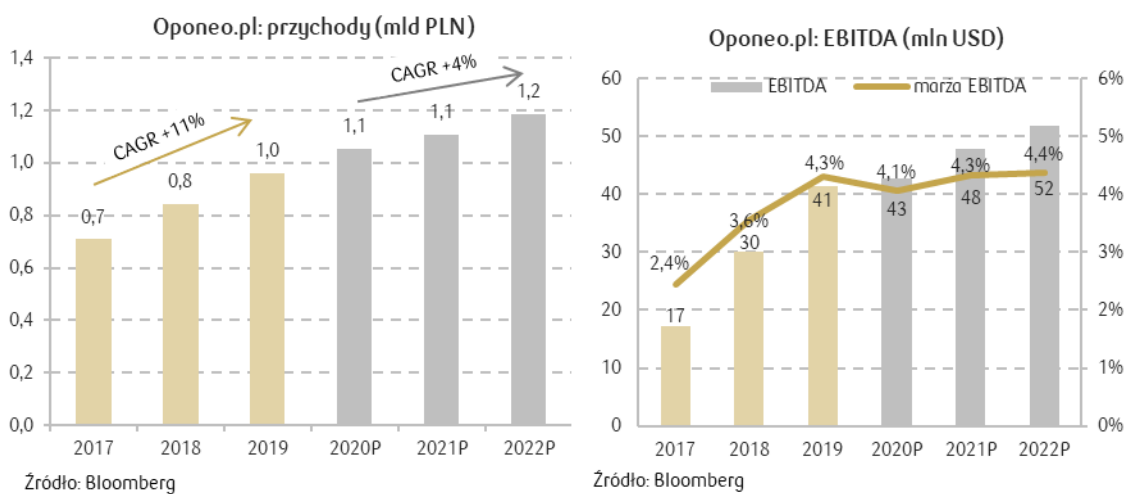
## TIM

**Spółki z sektora  
(dystrybutorzy,  
ecommerce)**
**Inter Cars**

Inter Cars jest największym importerem i dystrybutorem części zamiennych do samochodów osobowych oraz pojazdów użytkowych. Inter Cars pełni rolę wyspecjalizowanego podmiotu logistycznego, którego zadaniem jest organizacja i finansowanie przepływu towarów od producentów do lokalnych dystrybutorów, którzy dostarczają towar finalnym odbiorcom. Poprzez magazyn centralny, zlokalizowany koło Warszawy oraz sieć filii, dystrybuje towary pochodzące od około 500 dostawców w większości z krajów Unii Europejskiej do około 21 tysięcy zarejestrowanych odbiorców. Spółka prowadzi sprzedaż przez platformę intercars.com.pl.

**Oponeo**

Grupa Oponeo to internetowy dystrybutor opon i felg. W ramach grupy funkcjonuje wiele platform internetowych, przy czym głównym portalem, będącym również marką spółki, jest Oponeo.pl.

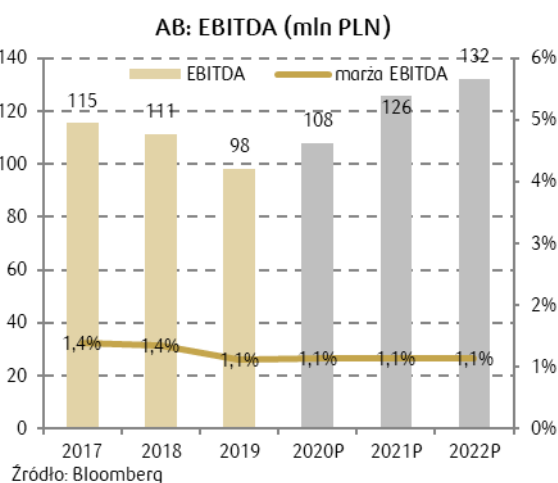
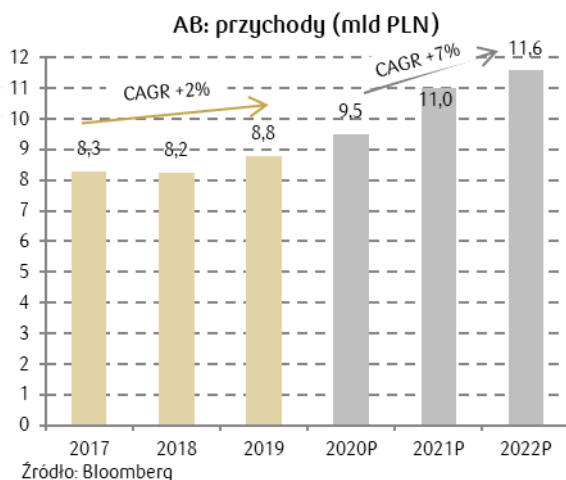




## TIM

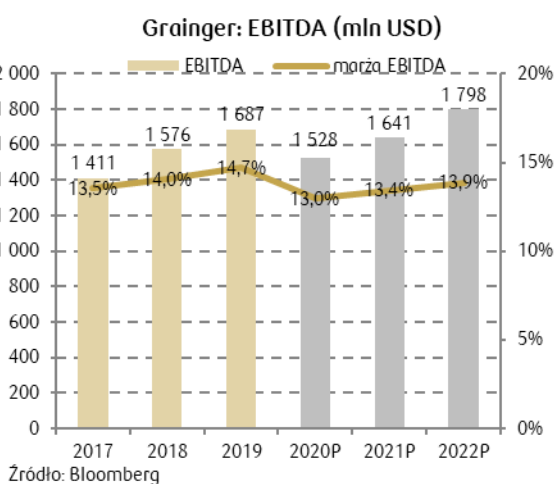
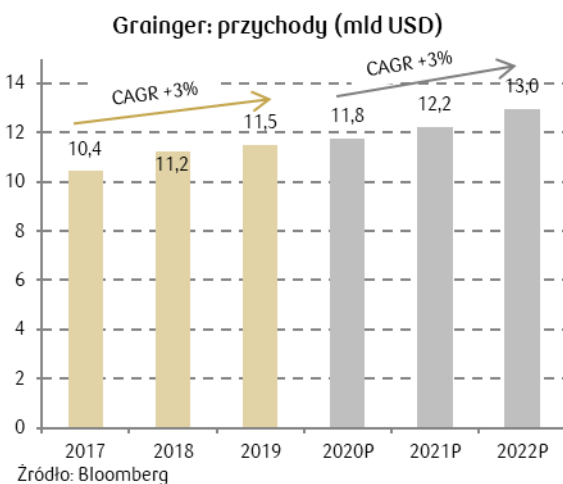
**Spółki z sektora  
(dystrybutorzy,  
ecommerce)**
**AB**

Grupa AB jest jednym z największych dystrybutorów elektroniki w Europie. Spółka prowadzi działalność w Polsce, Czechach i na Słowacji i sprzedaje produkty największych światowych producentów do ponad 16 000 partnerom handlowym w całej Europie. Spółka prowadzi platformę B2B AB Online, w ofercie której znajduje się ponad 50 000 produktów. Spółka posiada centrum logistyczne. AB umożliwia wysyłkę towaru z magazynu AB bezpośrednio do klienta końcowego (dropshipping).

**Grainger**

Grainger dostarcza szeroką gamę materiałów i produktów elektrotechnicznych, przemysłowych, bhp i innych (ok. 1,5 mln produktów w ofercie) do ok. 3,5 mln klientów. Klienci mogą składać zamówienia i organizować dostawy przez platformę grainger.com. Spółka posiada też własne siły sprzedażowe składające się z około 3600 specjalistów, sieci oddziałów, oraz sieci *contact center*.

Spółka posiada własną infrastrukturę dystrybucyjną, która zarządza dostawami, sprzedaż internetową i katalogową spółki, a także uzupełnianiem zapasów w oddziałach. Firma posiada sieć centrów dystrybucyjnych we wszystkich 50 stanach USA, które obsługują większość wysyłek klientów w celu zapewnienia dostępności produktów następnego dnia.



## TIM

## Wybrane dane finansowe i prognozy

## Sprzedaż Rotopino

Tim poinformował o warunkowej sprzedaży (wymagana zgoda UOKiK – to powinna być formalność) swojej spółki zależnej Rotopino (sprzedaż narzędzi online) do giełdowego Oponeo. Wartość transakcji to 35 mln PLN. Tim historycznie przejmował Rotopino w kilku transakcjach (od 2011) płacąc w sumie 28 mln PLN. Zakładamy, że sprzedaż dojdzie do skutku tuż przed końcem 2020 roku. Wyniki Rotopino są mocno wsparte przez pandemię (zarówno ze względu na trend wzrostu sprzedaży online jak i wzrost chęci do majsterkowania ze względu na „stay at home”). Oczekujemy, że sprzedaż Rotopino w 2020 wzrośnie skokowo do 90mln PLN a EBITDA wyniesie około 3 mln PLN (zysk netto nieco powyżej 2 mln PLN). Transakcje oceniamy raczej pozytywnie. Charakter działalności Rotopino to B2C w odróżnieniu od dominującego B2B w TIM-ie. Poza rokiem 2020, Rotopino nie imponowało wynikami. Wsparcie pozycji gotówkowej (o ponad 30 mln PLN) ułatwi realizację aspiracji TIMu co do stale rosnącego poziomu dywidend.

## Przychody ze sprzedaży

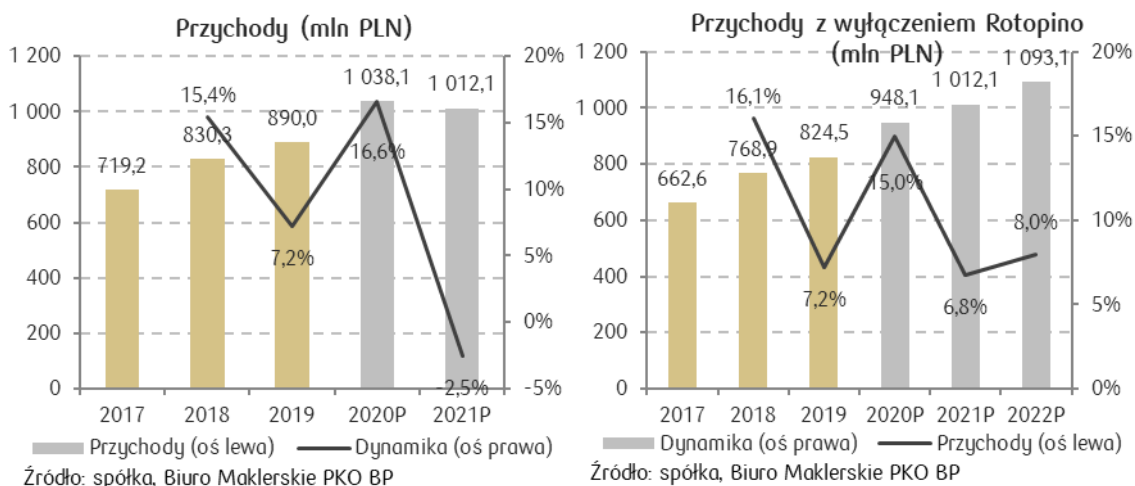
Naszym zdaniem model sprzedażowy TIM bardzo dobrze radzi sobie w nietypowym, „pandemicznym” otoczeniu gospodarczym, w jakim funkcjonujemy od końca I kw. 2020 r. (+18% r/r w I-III kw. 2020). Szacujemy, że w IV kw. pozytywny trend będzie kontynuowany (szacujemy wzrost przychodów o 14% r/r), a tym samym grupa osiągnie rekordową w swojej historii sprzedaż na poziomie niemal 1,04 mld PLN (+17% r/r).

Taki wynik będzie zasługą przewagi TIM-u nad większością konkurentów, tj. dostępnością oferty online oraz zwiększaniem oferty produktowej. Uważamy też, że baza nowych klientów, jaką spółka zbudowała w tym roku będzie procentowała w kolejnych okresach (część klientów, którzy wcześniej dokonywali zakupów stacjonarnie, a ze względu na lockdown i obostrzenia po raz pierwszy złożyli zamówienia na produkty elektrotechniczne online, będzie dalej dokonywała zakupów w ten sposób; to zjawisko spółka obserwuje także w tym roku).

Tego roczny popyt wspierany był także przez dużą ilość budów rozpoczętych w poprzednich latach (produkty oferowane przez TIM potrzebne są na końcowym etapie budowy). Uważamy, że popyt ze strony sektora budowlano-montażowego w przyszłym roku zmaleje.

Zakładamy, że w kolejnych okresach (przy założeniu braku kolejnych lockdownów), popyt w większym stopniu rozproszy się na pozostałych dystrybutorów. Uważamy jednak, że spółka będzie umacniała swoją pozycję dzięki 1) obecności w segmencie online, 2) rosnącemu popytowi na usługi spółki 3LP.

Zakładany przez nas spadek przychodów związany jest ze sprzedażą Rotopino.pl (spółka generowała 65 mln PLN przychodów w 2019; 61 mln PLN w 2018). Organicznie zakładamy wzrost przychodów o 7% r/r.

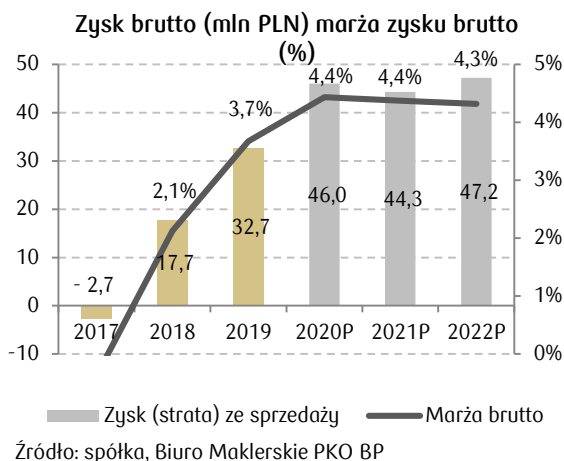


## TIM

## Wybrane dane finansowe i prognozy

## Marża zysku brutto

W 2020 r. widoczny jest pozytywny wpływ dźwigni operacyjnej. Szacujemy, że tegoroczna marża zysku brutto wzrośnie do poziomu 4,4% (wzrost o 0,7 p.p.). Zakładamy, że w kolejnych latach marża utrzyma się na stabilnym poziomie, jednak pozytywny efekt dźwigni operacyjnej będzie częściowo kompensowany wzrostem kosztów i presją na marżę. Dodatkowo TIM chce coraz mocniej trafiać do bezpośrednich klientów kosztem resellerów maksymalizując marżę.



## Gotówka netto

Poza leasingiem TIM nie posiada długu. Grupa utrzymuje pozycję gotówkową netto, która wg naszych oczekiwań zostanie na koniec tego roku zasilona kwotą ponad 30 mln PLN ze sprzedaży Rotopino.pl.

## Aktywa trwałe i leasing

TIM działa w modelu asset light, jednak w związku z wprowadzeniem MSSF 16 od 2019 roku, grupa zaczęła ujmować w rzeczowych aktywach trwałych aktywa objęte długoterminowymi umowami wynajmu (stąd wzrost rzeczowych aktywów trwałych z 70 mln PLN w 2018 r. do 142 mln PLN w 2019r.). Nowy standard rachunkowości zobligował też grupę do ujmowania czynszów z tytułu wynajmu hal magazynowych jako leasing finansowy.

Spółka wynajmuje powierzchnię magazynową i leasinguje większość aktywów. W naszej wycenie korygujemy przepływy pieniężne o wartość opłat leasingowych (patrz tabela DCF) – np. w 2020 roku około 23 mln PLN. W związku z tym, w wycenie nie ujmujemy zobowiązań związanych leasingiem. Prognozowany Capex ukazany jest w wartościach netto, poza leasingiem.

## Capex

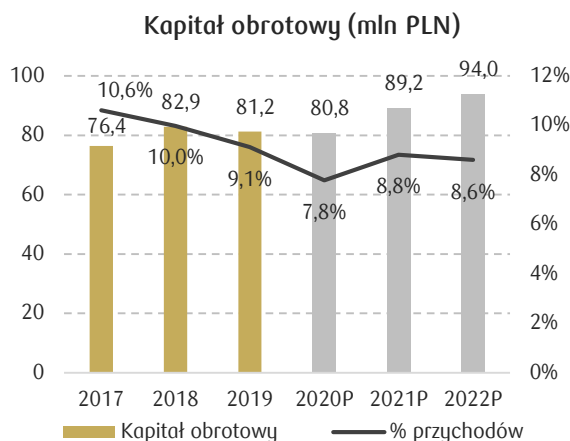
Zakładamy, że w kolejnych latach TIM będzie rozwijał się organicznie. Zakładany przez nas CAPEX odtworzeniowy (poza leasingiem) wynosi ok. 0,8% przychodów rocznie.

## TIM

Wybrane dane  
finansowe i  
prognozy

## Kapitał obrotowy

Kapitał obrotowy jest bardzo istotnym elementem w biznes modelu TIMu. Poprawa efektywności w tym zakresie pozwala generować większe przepływy pieniężne i zwiększać wartość firmy.



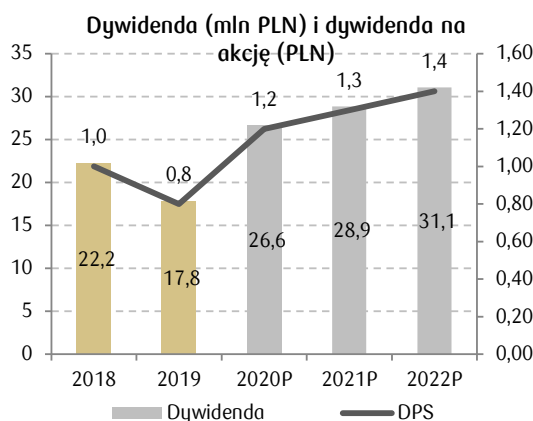
Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

TIM koncentrując się na sprzedaży online, w coraz większym zakresie współpracuje z klientami bezpośrednimi. To ma pozytywny wpływ na poziom należności – resellerzy płacą z opóźnieniem. Ponadto rozwój biznesu w kierunku dropshipingu pozwala ograniczać poziom zapasów. Te tendencje są bardzo wyraźnie widoczne w historii TIMu i spodziewamy się ich utrzymania.

## Dywidenda

Tim ma ogłosić swoją politykę dywidendową na początku roku 2021. Jednak dotychczasowa praktyka i podejście głównego akcjonariusza (i jednocześnie prezesa) do dywidendy wyraźnie wskazuje kierunek - spółka przeznaczająca na dywidendę praktycznie całość/większość wygenerowanej nadwyżki finansowej.

Ogłoszona już dywidenda za 2020 rok (dzień odcięcia praw do dywidendy to 23 grudnia) to 1,2 PLN na akcję. Zakładamy, że poziom dywidendy będzie rósł w najbliższych latach o 10 groszy co rok.



Źródło: spółka, Biuro Maklerskie PKO BP

## TIM

### Czynniki ryzyka

Poniżej wskazujemy ryzyka specyficzne dla biznes modelu TIM:

**Niska marża:** Dystrybucyjny biznes model TIM działa na dość niskiej marży (prognozowana marżę FCF za 2020 rok z podstawowego biznesu na poziomie 2.7%). Jakiegokolwiek negatywne czynniki wpływające na sprzedaż lub rentowność, będą miały zwielokrotniony (przez mechanizm silnej dźwigni operacyjnej) wpływ na generowany strumień pieniężny.

**Ryzyko konkurencji:** Spółka jest pionierem i liderem biznesu online w swojej branży. Istnieje istotne ryzyko, że firmy konkurencyjne będą w coraz większym stopniu dostrzegać przewagę tego biznes modelu i konkurencja się nasili. To może skutkować presją na sprzedaż i marżę.

**Ryzyko koniunktury:** Segment rynku, w którym działa spółka jest wyraźnie związany z sektorem budowlanym (co z reguły nie jest bardzo widoczne ze względu na dominujący pozytywny trend sprzedaży online). Sektor budowlany charakteryzuje się dużą cyklicznością. Pogorszenie koniunktury może mieć negatywny wpływ na TIM.

**Ryzyko końca pandemii:** Pandemia niewątpliwie wsparła sprzedaż online we wszystkich segmentach, mając z drugiej strony jedynie niewielki negatywny wpływ na rynek budowlany. To wsparcie było widoczne w wysokich dynamikach sprzedaży TIM. Otwartym pytaniem pozostaje dynamika sprzedaży internetowej po pandemii. Wydaje nam się, że pandemia jedynie przyspieszyła już istniejące trendy, niemniej była czynnikiem wspierającym, który być może niedługo się wypali.

## TIM

## Makro

Pandemia COVID-19 spowodowała znaczne spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego. MFW oczekuje, że globalny PKB zmniejszy się w tym roku o 4,4% (względem wzrostu o 2,8% odnotowanego w 2019 r.), a gospodarki państw rozwijających się skurczą się o 3,3%. MFW prognozuje, że PKB gospodarek rozwiniętych obniży się w bieżącym roku o 5,8%, zaś prognozy Komisji Europejskiej zakładają, że gospodarka strefy euro skurczy się o 7,8% w 2020 r. PKB w 2021 r. nie da rady odrobić w pełni strat związanych z pandemią, w szczególności w państwach rozwiniętych. Oczekuje się, że w strefie euro wzrost gospodarczy wyniesie w 2021 r. 4,1%, a globalnie 5,2%.

W porównaniu z raportem letnim Komisji Europejskiej obecne prognozy wzrostu PKB dla strefy euro na 2021 r. zostały więc obniżone o 2,1 punktu procentowego. Skuteczne zarządzanie sytuacją epidemiologiczną będzie kluczowe dla odzyskania długoterminowego potencjału wzrostowego PKB, zaś ostatnie pozytywne doniesienia na temat efektywności szczepionek na COVID-19 być może przyniosą podwyższenie oczekiwań co do spodziewanej dynamiki PKB.

PKB (%)	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Rosja	0,2	1,8	2,5	1,3	-4,1	2,8	1,8
Ukraina	2,4	2,5	3,4	3,2	-7,2	3,0	4,0
Słowacja	2,1	3,0	3,9	2,4	-7,5	4,7	4,3
Kazachstan	1,1	4,1	4,1	4,5	-2,7	3,0	3,1
Białoruś	-2,5	2,5	3,1	1,2	-3,0	2,2	1,3
Polska	3,1	4,9	5,3	4,1	-3,3	4,3	3,5
Czechy	2,5	5,2	3,2	2,3	-6,9	3,1	4,5
Rumunia	4,8	7,1	4,4	4,1	-5,2	3,3	3,8
Holandia	2,2	2,9	2,4	1,7	-5,3	2,2	1,9
Bułgaria	3,8	3,5	3,1	3,4	-5,1	2,6	3,7

Źródło: MFW, World Economic Outlook paź. 2020; European Commission Autumn Forecast; PKO BP

Aktywność polskich konsumentów mierzona dynamiką sprzedaży detalicznej prawdopodobnie osiągnie lokalny dołek pod koniec listopada, a przeciwwagą dla niej pozostanie sektor produkcyjny.

Analitycy makroekonomiczni banku PKO BP szacują, że w IV kw. 2020 PKB spadnie o 4,9% r/r (co w całym roku 2020 da spadek o 3,3%). Na 2021 rok prognozy banku przewidują wzrost PKB o 4,3% r/r.

Naszym zdaniem, spółka wykazała sporą odporność na spowolnienie gospodarcze związane z pandemią. Ta sytuacja ma według nas związek z przyjętym modelem sprzedaży grupy (ponad 71% sprzedaży online w I półroczu 2020) i słabością konkurencji (przeważająca sprzedaż stacjonarna) w tych wyjątkowych warunkach gospodarczych. Uważamy jednak, że długotrwały kryzys negatywnie odbiły się także na działalności grupy TIM.

Przyszłoroczne odbicie powinno naszym zdaniem wesprzeć sprzedaż całej branży, w której działa TIM (o ile w przyszłości nie zostaną ogłoszone kolejne obostrzenia związane z handlem stacjonarnym).

#### Wpływ cen miedzi na działalność TIM

Miedź jest podstawowym surowcem wykorzystywanym do produkcji kabli – największej pod względem sprzedaży grupy produktowej w ofercie spółki (ok. 29% sprzedaży całej grupy).

W naszej ocenie nie widać wyraźnego wzorca wpływu cen miedzi na osiągnięte wyniki (np. przez rewaluację zapasów). Spółka stara się neutralizować potencjalne zaburzenia wywołane przez ceny tego surowca.

## TIM

## Model DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF. Dodatkowo zaprezentowaliśmy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora sprzedaży detalicznej. Model DCF złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2020P-2024P) szczegółowo prognozujemy wszystkie kluczowe parametry potrzebne do wyceny spółki, a w szczególności wartość przychodów, nakłady inwestycyjne, poziom kosztów, leasingu i pozycje bilansu.

Druga faza trwa od roku 2024P. W drugiej fazie zakładamy stałą stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w przedziale od 1,3% do 1,7% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC w przedziale od 7,2% do 8,2%. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2%, co odzwierciedla rentowność 10-letnich obligacji rządowych w USD. Beta wynosi 1,0x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 6,0%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2020 r. i odejmujemy prognozowany dług netto. Wycenę korygujemy o oczekiwane rozwodnienie z obecnego i przyszłych programów motywacyjnych (szacujemy rozwodnienie na 4.1%). Do wyceny dodajemy dywidendę, która będzie przyznana i wypłacona w grudniu 2020. Wartość przedziały wyceny ustalamy na dzień 1 grudnia 2021.

## Model DCF

mIn PLN	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	
EBIT	45,7	43,8	46,7	50,1	53,9	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
<b>NOPLAT</b>	<b>37,0</b>	<b>35,5</b>	<b>37,8</b>	<b>40,5</b>	<b>43,7</b>	
CAPEX	8,2	8,5	9,0	9,6	10,1	
Amortyzacja	21,9	22,3	22,7	23,0	23,4	
Leasing	-22,8	-23,9	-25,1	-26,4	-27,7	
Zmiany w kapitale obrotowym	0,5	-8,4	-4,8	-5,1	-5,3	
<b>FCF</b>	<b>28,40</b>	<b>16,85</b>	<b>21,49</b>	<b>22,55</b>	<b>23,92</b>	
WACC	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	7,70%	
Współczynnik dyskonta	0,00	0,93	0,86	0,80	0,74	
DFCF	0,00	15,64	18,53	18,05	17,78	
Wzrost w fazie II		1,0%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%
	8,7%	380,5	391,7	399,7	408,1	417,0
	8,2%	398,7	411,5	420,6	430,3	440,7
WACC	7,7%	419,5	434,3	444,9	456,3	468,4
	7,2%	443,7	461,0	473,5	486,9	501,3
	6,7%	472,2	492,6	507,6	523,7	541,1
<b>Przedział wyceny (za 12m)</b>	<b>412-487 mln PLN</b>					

Źródło: BM PKO BP

## TIM

Analiza  
porównawcza

Wycena porównawcza wskazuje, że w przypadku przyjęcia założeń BM PKO BP TIM notowany jest z dyskontem na P/E i EV/EBITDA.

## Wycena porównawcza

Spółki	P/E			EV/EBITDA			Stopa dywidendy (%)
	2019	2020P	2021P	2019	2020P	2021P	
AB	8,5	7,3	-	4,7	4,4	-	2,1
Asbis	6,9	20,0	15,9	4,5	8,9	9,6	7,9
Electrocomponents	11,9	12,0	10,2	7,3	8,3	7,4	1,9
Grainger	21,5	21,2	26,8	14,7	14,1	16,3	1,5
Intercars	10,6	8,8	7,9	15,3	13,7	12,3	-
Neuca	9,7	9,1	9,8	6,3	5,5	5,5	-
Oponeo	27,9	26,1	19,1	-	19,7	14,6	-
<b>MEDIANA</b>	<b>10,6</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>10,9</b>	<b>2,0</b>
<b>TIM (BM PKO BP)</b>	<b>18,2</b>	<b>10,4</b>	<b>12,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,4</b>
<b>Premia / dyskonto do prognoz BM PKO BP</b>	<b>71%</b>	<b>-13%</b>	<b>-6%</b>	<b>-5%</b>	<b>-46%</b>	<b>-54%</b>	<b>269%</b>

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

## TIM: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2019	2020P	2021P	Średnia 2019-2021P
TIM prognozy zysku netto (mln PLN)	19,6	34,0	29,0	
TIM prognozy EBITDA (mln PLN)	53,0	67,6	66,1	
Grupa porównawcza: mediana P/E	10,6	12,0	13,1	
<b>TIM waluacja (mln PLN)</b>	<b>207,5</b>	<b>409,1</b>	<b>378,4</b>	<b>331,7</b>
Grupa porównawcza: mediana EV/EBITDA	6,8	8,9	10,9	
<b>TIM waluacja (mln PLN)</b>	<b>378,7</b>	<b>636,5</b>	<b>748,3</b>	<b>587,8</b>

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP





## TIM

Rachunek zysków i strat	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	667,4	719,2	830,3	890,0	1 038,1	1 012,1	1 093,1	1 180,5
<b>Koszty:</b>	<b>-669,5</b>	<b>-721,8</b>	<b>-812,6</b>	<b>-857,3</b>	<b>-992,0</b>	<b>-967,8</b>	<b>-1 045,9</b>	<b>-1 130,0</b>
Amortyzacja	-7,9	-10,4	-11,2	-20,5	-21,9	-22,3	-22,7	-23,0
Zużycie materiałów i energii	-9,4	-9,2	-10,3	-14,6	-19,6	-22,3	-24,4	-26,5
Usługi obce	-41,1	-50,8	-60,5	-55,0	-67,6	-76,3	-83,2	-90,7
Podatki i opłaty	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-1,0	-1,1
Wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne	-38,7	-43,1	-49,5	-53,9	-62,9	-63,4	-68,9	-74,5
Pozostałe	-7,8	-11,7	-11,0	-10,7	-14,3	-6,8	-7,3	-7,9
Wartość sprzedanych materiałów i towarów	-563,5	-595,6	-669,1	-701,6	-804,8	-775,8	-838,4	-906,2
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>17,7</b>	<b>32,7</b>	<b>46,0</b>	<b>44,3</b>	<b>47,2</b>	<b>50,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11,5</b>	<b>7,3</b>	<b>31,1</b>	<b>53,0</b>	<b>67,6</b>	<b>66,1</b>	<b>69,4</b>	<b>73,1</b>
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	-0,9	-1,5	-5,8	-0,9	-0,7	-1,5	-1,5	-1,5
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>3,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>19,9</b>	<b>32,5</b>	<b>45,7</b>	<b>43,8</b>	<b>46,7</b>	<b>50,1</b>
Saldo działalności finansowej	-0,6	-1,1	-1,1	-7,3	-3,9	-8,0	-8,0	-8,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>3,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>18,7</b>	<b>25,2</b>	<b>41,9</b>	<b>35,8</b>	<b>38,7</b>	<b>42,1</b>
Podatek dochodowy	-1,4	0,4	-3,6	-5,7	-7,8	-6,8	-7,4	-8,0
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>1,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>15,1</b>	<b>19,6</b>	<b>34,0</b>	<b>29,0</b>	<b>31,3</b>	<b>34,1</b>

## TIM

Bilans	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>108,5</b>	<b>110,9</b>	<b>116,2</b>	<b>185,1</b>	<b>173,4</b>	<b>171,6</b>	<b>170,0</b>	<b>168,5</b>
Wartości niematerialne i prawne	21,7	21,8	16,0	15,0	13,0	12,8	12,6	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	45,0	48,2	70,5	141,8	140,1	138,5	137,1	135,8
Nieruchomości inwestycyjne	22,9	19,5	12,5	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Pozostałe aktywa długoterminowe	18,8	21,4	17,2	16,2	8,2	8,2	8,2	8,2
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>234,6</b>	<b>255,5</b>	<b>247,5</b>	<b>283,4</b>	<b>315,6</b>	<b>320,0</b>	<b>334,5</b>	<b>349,4</b>
Zapasy	89,7	98,2	102,0	96,8	102,1	106,3	113,7	121,6
Należności	123,8	135,8	138,1	166,3	174,0	185,2	198,9	213,7
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	12,7	8,0	5,2	2,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	8,4	13,5	2,2	17,4	37,6	26,6	19,9	12,2
<b>Aktywa razem</b>	<b>343,0</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>489,0</b>	<b>491,6</b>	<b>504,5</b>	<b>517,9</b>
<b>Kapitał Własny</b>	<b>173,4</b>	<b>169,3</b>	<b>155,4</b>	<b>152,7</b>	<b>160,1</b>	<b>160,2</b>	<b>160,4</b>	<b>161,2</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>169,6</b>	<b>197,1</b>	<b>214,6</b>	<b>315,8</b>	<b>328,9</b>	<b>331,5</b>	<b>344,0</b>	<b>356,7</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>21,6</b>	<b>23,3</b>	<b>36,1</b>	<b>102,7</b>	<b>99,9</b>	<b>96,0</b>	<b>90,8</b>	<b>84,4</b>
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasing	13,2	12,7	25,3	91,6	88,8	84,8	79,7	73,3
Pozostałe	8,4	10,6	10,8	11,2	11,2	11,2	11,2	11,2
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>148,0</b>	<b>173,8</b>	<b>178,5</b>	<b>213,1</b>	<b>229,0</b>	<b>235,5</b>	<b>253,2</b>	<b>272,2</b>
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe i pozostałe	135,0	157,6	157,2	181,8	195,3	202,3	218,6	236,2
Leasing	3,1	3,8	7,3	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Pozostałe	9,9	12,3	14,0	15,2	17,6	17,2	18,6	20,1
<b>Pasywa razem</b>	<b>343,0</b>	<b>366,4</b>	<b>370,0</b>	<b>468,5</b>	<b>489,0</b>	<b>491,6</b>	<b>504,5</b>	<b>517,9</b>
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-10,0	13,8	27,2	54,1	44,8	50,4	58,6	61,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	2,1	-9,1	-7,1	0,9	24,8	-8,5	-9,0	-9,6
Przepływy z działalności finansowej	0,4	0,4	-31,4	-39,8	-49,4	-52,8	-56,2	-59,7
<b>Inne</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
DPS	-	-	1,00	0,80	1,20	1,30	1,40	1,50
Dług netto	-8,4	-13,5	-2,2	-17,4	-37,6	-26,6	-19,9	-12,2

Niniejsza Analiza została sporządzona na indywidualne zamówienie TIM SA, za wynagrodzeniem.

<b>Artur Iwański</b>	<b>(Zastępca dyrektora)</b>	<b>(+48 22) 521 79 31</b>	<b>artur.iwanski@pkobp.pl</b>
<b>Biuro Analiz Rynkowych</b>			
<b>Tomasz Kasowicz</b>	<b>(dyrektor BAR, sektor paliwowy i chemiczny)</b>	<b>(+48 22) 521 79 41</b>	<b>tomasz.kasowicz@pkobp.pl</b>
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(+48 22) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor farmaceutyczny i rolny)	(+48 22) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gry, przemysł)	(+48 22) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(sektor energetyczny i wydobywczy)	(+48 22) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(+48 22) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(+48 22) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(+48 22) 580 33 68	alicjazaniewska@pkobp.pl
Piotr Zybala	(sektor deweloperski, budownictwo)	(+48 22) 521 53 91	piotr.zybala@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(+48 22) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
<b>Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analizy Technicznej</b>			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
<b>Biuro Klientów Instytucjonalnych</b>			
<b>Krzysztof Kubacki</b>	<b>(dyrektor)</b>	<b>(+48 22) 521 91 33</b>	<b>krzysztof.kubacki@pkobp.pl</b>
Marcin Borciuch	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(+48 22) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
<b>Michał Sergejev</b>	<b>(menadżer zespołu)</b>	<b>(+48 22) 521 82 14</b>	<b>michal.sergejev@pkobp.pl</b>
Piotr Dedećus	(sales)	(+48 22) 521 91 40	piotr.dedecus@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10	szymon.kubka@pkobp.pl

## INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

## DOTYCZĄCE CHARAKTERU ANALIZY INWESTYCYJNEJ ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza analiza inwestycyjna (dalej: „Analiza”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), firmę działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Niniejsza Analiza została sporządzona na indywidualne zamówienie TIM SA, za wynagrodzeniem.

Ileokroć w Analizie mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się Analiza. W przypadku, gdy Analiza dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

Punkt widzenia wyrażony w Analizie odzwierciedla opinię Analityka/Analityków BM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej Analizie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta.

Analiza została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Analizy były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Analizie. BM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Analizy. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Analizę z należyłą starannością oraz rzetelnością. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Analizy w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Analizy. BM PKO BP może wydać w przyszłości inne analizy, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Analizie. Takie analizy odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. BM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych analiz nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. BM PKO BP zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza Analiza nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony BM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane analizy. Analitycy sporządzający analizy otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych BM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez BM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy Klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

**Objaśnienie używanej terminologii fachowej**

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

ESG: niefinansowy miernik oceny przedsiębiorstw w zakresie ich zrównoważonego rozwoju. Obejmuje aspekty środowiskowe, społeczne oraz te związane z zarządzaniem. Im bardziej zrównoważony biznes, tym wyższa pozycja rankingowa w modelu BM PKO BP (skala ocen: 1-10)

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

**Stosowane metody wyceny**

Wycena BM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelem zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

**Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Analizy**

Podmioty powiązane z BM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). BM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

BM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
TIM	5

**Objaśnienia:**

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy BM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania analizy.
6. BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej analizy, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że BM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z BM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Analizy.

**Ujawnienia**

Analiza nie została ujawniona Emitentowi.

**Pozostałe ujawnienia**

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu analizy, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W BM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami BM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących analizy, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna BM PKO BP zapewni rozdzielenie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Analiza została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy BM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą analizę a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia Analizy.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia analizy jest tożsama z datą i godziną przekazania analizy w formie elektronicznej klientom.

Ilkroć w treści analizy podaje się cenę instrumentu finansowego, należy przyjąć, że jest to cena z poprzedniego dnia notowań, z godziny 17:58.