

TIM

Przedział wyceny: 748-824 mln PLN

Ostrożnie, spowolnienie

Spodziewamy się, że pogorszenie sytuacji gospodarczej (w szczególności: utrzymująca się presja kosztowa i osłabienie na rynku budowlanym) wyhamuje silne, dwucyfrowe dynamiki notowane przez TIM w ostatnich latach. W związku z tym obniżamy nasze prognozy na lata 2022-25: oczekujemy wzrostu przychodów w tym roku o 15% r/r (w poprzednim raporcie zakładaliśmy wzrost o 21%), do 1,5 mld PLN oraz wzrostu zysku EBITDA o 9% (poprzednio: 12%), do 157 mln PLN. Zakładamy CAGR przychodów 2021-24 na poziomie 10% (spadek wobec poprzedniej prognozy o 5p.p.).

Dekoniunktura widoczna już w sektorze budowlanym

Spowolnienie gospodarcze widać już powoli w budownictwie kubaturowym. Wg danych GUS pomimo utrzymującej się na rekordowo wysokim poziomie ilości wydanych pozwoleń na budowę, na skutek wzrostu kosztów finansowania inwestycji (słaba dostępność hipotek w przypadku nieruchomości mieszkaniowych i długu w przypadku pozostałych inwestycji budowlanych) oraz spodziewanej dekonunktury, ilość rozpoczętych budów w sektorze sukcesywnie spada. Spodziewamy się, że spadek produkcji budowlanej może dwójako odbić się na wynikach TIMu. Zakładamy, że w przyszłym roku zmniejszenie popytu w połączeniu z wyhamowaniem wzrostów cen towarów przełoży się na mniejszą dynamikę przychodów (zakładamy wzrost przychodów w 2023 o 6% r/r), a z drugiej, przy równoległej presji kosztowej, wpłyną na obniżenie marży (zakładamy spadek marży EBIT w 2023 r. o 2,7p.p., do 6,1%). Pozytywnych impulsów na rynku, na którym operuje TIM, spodziewamy się dopiero po 2023 roku.

Wyhamowanie inflacji ryzykiem dla marż

Środowisko rosnących cen jest dla firm handlowych okazją do zwiększenia marży, co w pewnej mierze było źródłem rekordowych wyników TIM-u w ostatnich kwartałach. Spodziewamy się, że w obliczu dekonunktury dynamika cen wyhamuje, a w ślad za nimi będziemy obserwować obniżki marż.

Kolejne magazyny 3LP już w przyszłym roku

W związku z przesunięciem IPO 3LP, inwestycje związane z rozwojem tej spółki są (póki co) finansowane z wypracowanych w grupie zysków i długiem. Spółka uruchomiła w tym roku nowe magazyny o łącznej powierzchni ok. 42 tys. m², a ich komercjalizacja jest w toku. W 2023 r. planowane jest uruchomienie magazynów w Zgierzu i Słubicach oraz automatyki w nowym magazynie w Siechnicach. W związku z rozszerzeniem działalności 3LP zakładamy dynamiczny wzrost tego biznesu.

Nie spodziewamy się negatywnego wpływu powyższych inwestycji na politykę dywidendową Grupy.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki (za rok) w przedziale 748-824 mln PLN.

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody	1 064,9	1 314,3	1 516,7	1 607,7	1 768,5
EBITDA	73,8	144,6	156,9	127,0	149,4
EBIT	51,6	121,6	133,7	98,2	112,9
Zysk netto	37,1	91,8	96,3	69,0	79,3
P/E	10,8	9,1	6,7	9,3	8,1
FCF			76,4	65,7	63,4
CAPEX	28,6	4,8	11,0	13,0	14,0

Źródło: Spółka, BM PKO BP

Informacje

Kurs akcji (PLN)	28,10
Przedział wyceny (PLN/akcję)	33,7-37,1
Liczba akcji (mn)	22,2
Kapitalizacja (mln PLN)	624
Free float	56%
EV 2022 (mln PLN)	596
Dług netto 2022 (mln PLN)	-27,7
Bloomberg	TIM PW Equity
ISIN	PLTIM0000016

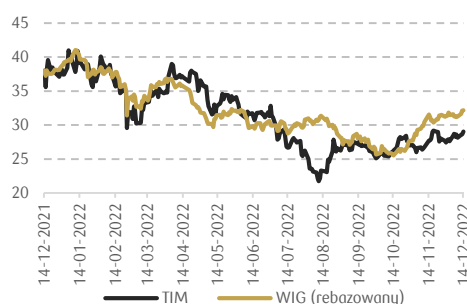
Ocena ESG

ESG	7,5
-----	-----

Akcjonariat

Krzysztof Folta i Ewa Folta	23%
Krzysztof Wieczorkowski	14%
NN OFE	7%
-	-

Wykres



Analityk

Piotr Łopaciuk
(+48) 22 521 48 12
piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Alicja Zaniewska
(+48) 22 580 33 68
alicja.zaniewska@pkobp.pl

Adres:

BM PKO BP
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

TIM

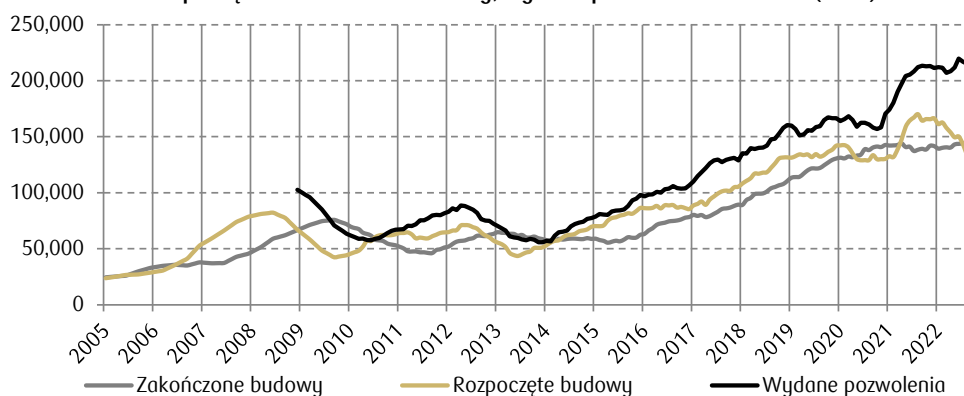
Założenia

Sektor budowlany

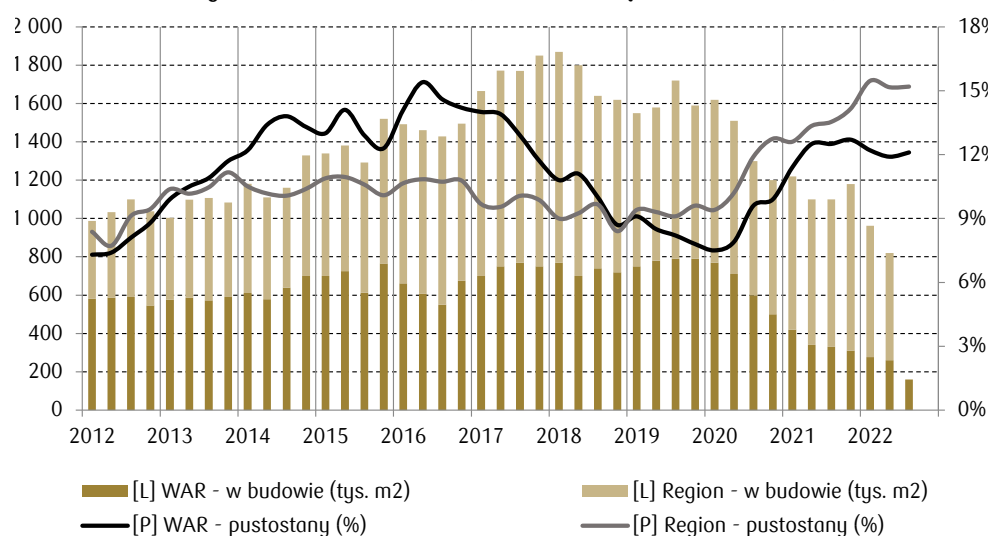
Sytuacja w sektorze budowlanym jest w naszej ocenie najistotniejszym elementem wpływającym na wyniki TIM SA. Wyjątkowo sprzyjająca sytuacja gospodarcza w tym sektorze w ostatnich latach pozwoliła TIM-owi na osiągnięcie rekordowych wyników. Sytuacja w sektorze ulega jednak pogorszeniu.

Pomimo utrzymującej się na rekordowo wysokim poziomie ilości wydanych pozwoleń na budowę (wg danych GUS na wrzesień 2022, w ujęciu 12-miesięcznym, wydano pozwolenia na budowę ponad 214 tys. mieszkań/domów; +1% r/r), na skutek wzrostu kosztów finansowania inwestycji (słaba dostępność hipotek w przypadku nieruchomości mieszkaniowych i długu w przypadku pozostałych inwestycji budowlanych) oraz spodziewanego spowolnienia gospodarczego, ilość rozpoczętych budów w sektorze spada (wg danych GUS na wrzesień 2022, w ujęciu 12-miesięcznym, rozpoczęto budowę 132 tys. mieszkań/domów; -20% r/r!).

Rozpoczęte i zakończone budowy, wydane pozwolenia w Polsce (12M)



Budynki biurowe w budowie (Warszawa i większe miasta; m2, %)



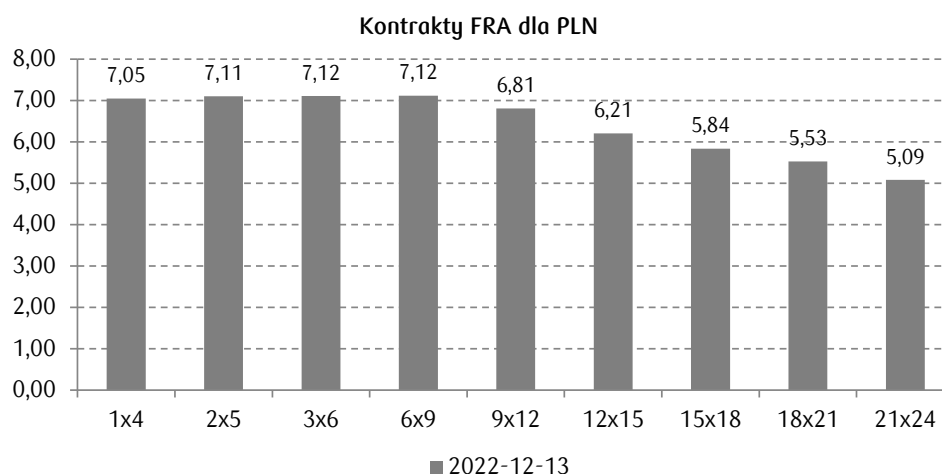
TIM

Spodziewamy się, że spadek produkcji budowlanej może dwójako odbić się na wynikach TIMu. Zakładamy, że w przyszłym roku zmniejszenie popytu w połączeniu z wyhamowaniem cen towarów z jednej strony przełożą się na wyhamowanie dynamiki przychodów (zakładamy wzrost przychodów w 2023 roku o 6% r/r), a z drugiej, przy równoległej presji kosztowej, wpłyną na obniżenie marży (zakładamy spadek marży EBIT w 2023 r. o 2.7p.p., do 6,1%). Pozytywnych impulsów na rynku, na którym operuje TIM, spodziewamy się dopiero po 2023 roku.

Stopy procentowe

Ostudzenie sytuacji w sektorze budowlanym jest jedną z konsekwencji serii podwyżek stóp procentowych wprowadzonych przez Radę Polityki Pieniężnej (stopa referencyjna została podniesiona z poziomu 0,1% jeszcze we wrześniu 2021 r. do 6,75% obecnie).

Patrząc na wartości kontraktów FRA (*Forward Rate Agreement*), widać jednak, że rynek wycenia powolny spadek stóp procentowych od mniej więcej drugiej połowy przyszłego roku.



Źródło: BM PKO BP, Bloomberg

Obniżenie stóp procentowych będzie w naszej ocenie stanowiło pozytywny impuls inwestycyjny (zwracamy uwagę chociażby na przepaść pomiędzy ilością pozwoleń a faktycznie rozpoczętymi budowlami na samym rynku mieszkaniowym; zakładamy, że sytuacja w pozostałych segmentach rynku budowlanego wygląda podobnie), przy czym popyt na produkty elektrotechniczne dla tych „odblokowanych” inwestycji będzie widoczny z opóźnieniem, stąd prognozujemy ich pozytywny wpływ dopiero po 2023 roku.

Pozostałe

Spodziewamy się, że dodatkowymi czynnikami, które będą miały wpływ na popyt na produkty oferowane przez TIM, w latach objętych prognozami, będą:

- wyhamowanie inflacji; środowisko rosnących cen jest dla firm handlowych okazją do zwiększenia marży, co w dużej mierze było źródłem rekordowych wyników TIM-u w ostatnich kwartałach. Spodziewamy się, że w obliczu dekonunktury dynamika cen wyhamuje, a w ślad za cenami będziemy obserwować obniżki marż.



TIM

- odblokowanie środków w ramach KPO (Krajowego Planu Odbudowy). Środki z unijnego Funduszu Odbudowy wesprą m.in. inwestycje w energetykę czy cyfryzację;
- zwiększony popyt na materiały budowlane (w tym elektrotechniczne) ze strony rynku ukraińskiego (spodziewamy się, że popyt może być na tyle silny, że wpłynie na ceny produktów w naszym regionie, co w naszej ocenie może mieć pozytywny impact na marże TIMu.

TIM

Model DCF

Nasza wycena bazuje na modelu DCF, który złożony jest z dwóch faz. W fazie pierwszej (2022P-2025P) 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 2025P. W drugiej fazie zakładamy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych w przedziale od 1,5% do 2,5% rocznie. Używamy stopy dyskontującej opartej na WACC w przedziale od 12% do 13,2%. Stopa wolna od ryzyka dla PLN jest przyjęta na poziomie 2,5%. Beta wynosi 1,2x. Premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 6%. Dyskontujemy wszystkie wolne przepływy pieniężne dla firmy na dzień 31 grudnia 2022 r. i odejmujemy prognozowany dług netto. Wycenę korygujemy o oczekiwane rozwodnienie z obecnego i przyszłych programów motywacyjnych.

Na podstawie modelu DCF szacujemy wycenę spółki za 12 miesięcy w przedziale 748-824 mln PLN.

Model DCF

mln PLN	2022P	2023P	2024P	2025P	2025P<	
EBIT	133,7	98,2	112,9	140,0	142,8	
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	
NOPLAT	108,3	79,5	91,4	113,4	115,7	
CAPEX (bez leasingu)	-11,0	-13,0	-14,0	-13,5	-13,5	
Amortyzacja	23,3	28,8	36,5	38,5	38,5	
Leasing	-22,8	-27,6	-32,6	-38,4	-39,4	
Zmiany w kapitale obrotowym	-21,4	-2,1	-17,9	-26,8	-16,0	
FCF	76,36	65,67	63,43	73,15	85,20	
WACC	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%		
Współczynnik dyskonta	0,00	0,89	0,79	0,70		
DFCF	0,00	58,32	50,03	51,24		
Wzrost w fazie II		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
	13,2%	715	728	742	756	771
	12,9%	734	748	762	778	794
WACC	12,6%	754	769	784	800	817
	12,3%	775	790	807	824	842
	12,0%	797	814	831	850	869
Przedział wyceny (za 12m)	748-824					

Źródło: BM PKO BP

TIM

**Analiza
porównawcza**

Dodatkowo prezentujemy wycenę porównawczą, uwzględniając spółki z sektora sprzedaży e-commerce'owej. 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 (%)
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	
AB	5,0	4,6	5,0	4,3	4,0	4,4	-
Grainger	19,1	18,4	16,7	12,9	12,5	11,6	1,3
Intercars	8,2	7,5	6,9	6,7	6,1	5,8	-
Neuca	17,7	19,1	15,6	9,1	9,4	8,4	-
Oponeo	15,4	12,7	10,5	8,2	8,6	7,1	-
MEDIANA	15,4	12,7	10,5	8,2	8,6	7,1	1,3
TIM (BM PKO BP)	6,7	9,3	8,1	3,9	4,8	4,0	8,8
Premia / dyskonto do prognoz BM PKO BP	-57%	-26%	-23%	-52%	-44%	-43%	574%

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP

TIM: Podsumowanie wyceny porównawczej

	2022P	2023P	2024P	Średnia 2022-2024P
TIM prognozy zysku netto (mln PLN)	96,3	69,0	79,3	
TIM prognozy EBITDA (mln PLN)	156,9	127,0	149,4	
Grupa porównawcza: mediana P/E	15,4	12,7	10,5	
TIM waluacja (mln PLN)	1 485,4	873,3	833,6	1 064,1
Grupa porównawcza: mediana EV/EBITDA	8,2	8,6	7,1	
TIM waluacja (mln PLN)	1 322,0	1 126,6	1 103,8	1 184,1

Źródło: Bloomberg, BM PKO BP



TIM

Rachunek zysków i strat	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	830.3	890.0	1,064.9	1,314.3	1,516.7	1,607.7	1,768.5	1,998.4
Koszty:	-812.6	-857.3	-1,012.6	-1,195.0	-1,383.0	-1,509.0	-1,655.1	-1,857.9
Amortyzacja	-11.2	-20.5	-22.1	-23.0	-23.3	-28.8	-36.5	-38.5
Zużycie materiałów i energii	-10.3	-14.6	-20.8	-24.0	-28.7	-32.0	-36.1	-39.7
Usługi obce	-60.5	-55.0	-67.3	-79.0	-96.4	-111.6	-127.1	-143.7
Podatki i opłaty	-1.0	-1.1	-0.9	-0.8	-1.2	-1.3	-1.4	-1.6
Wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne	-49.5	-53.9	-63.8	-75.9	-88.1	-91.3	-97.9	-106.3
Pozostałe	-11.0	-10.7	-12.7	-9.2	-9.1	-9.6	-10.2	-10.9
Wartość sprzedanych materiałów i towarów	-669.1	-701.6	-825.1	-983.1	-1,136.2	-1,234.4	-1,346.0	-1,517.2
Zysk brutto ze sprzedaży	17.7	32.7	52.2	119.4	133.7	98.7	113.4	140.5
EBITDA	31.1	53.0	73.8	144.6	156.9	127.0	149.4	178.4
Pozostała działalność operacyjna	2.2	-0.2	-0.6	2.2	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5
Zysk z działalności operacyjnej	19.9	32.5	51.6	121.6	133.7	98.2	112.9	140.0
Saldo działalności finansowej	-1.1	-7.3	-7.1	-5.9	-13.6	-13.0	-15.0	-15.0
Zysk przed opodatkowaniem	18.7	25.2	44.6	115.6	120.1	85.2	97.9	125.0
Podatek dochodowy	-3.6	-5.7	-7.4	-23.9	-23.7	-16.2	-18.6	-23.7
Zysk (strata) netto	15.1	19.6	37.1	91.8	96.3	69.0	79.3	101.2



TIM

Bilans	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa Trwałe	116.2	185.1	171.2	154.0	196.7	260.9	268.4	273.4
Wartości niematerialne i prawne	16.0	15.0	5.6	4.4	9.6	14.6	18.1	19.6
Rzeczowe aktywa trwałe	70.5	141.8	141.9	128.9	166.4	225.6	229.6	233.2
Nieruchomości inwestycyjne	12.5	12.1	11.7	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
Pozostałe aktywa długoterminowe	17.2	16.2	12.0	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
Aktywa Obrotowe	247.5	283.4	295.8	382.6	454.9	489.5	539.4	613.7
Zapasy	102.0	96.8	103.3	140.4	159.3	168.8	185.7	209.8
Należności	138.1	166.3	180.0	230.7	266.3	282.2	310.5	350.8
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	5.2	2.9	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2.2	17.4	11.1	9.7	27.7	36.7	41.5	51.3
Aktywa razem	370.0	468.5	467.1	536.5	651.6	750.3	807.7	887.1
Kapitał Własny	155.4	152.7	163.1	211.6	241.2	251.0	284.6	335.2
Zobowiązania	214.6	315.8	303.9	324.9	410.3	499.3	523.1	552.0
Zobowiązania długoterminowe	36.1	102.7	87.9	80.3	127.5	187.9	183.4	172.9
Leasing	25.3	91.6	77.8	69.0	116.2	176.6	172.1	161.6
Pozostałe	10.8	11.2	10.1	11.3	11.3	11.3	11.3	11.3
Zobowiązania krótkoterminowe	178.5	213.1	216.0	244.6	282.8	311.4	339.7	379.1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	157.2	181.8	182.2	224.2	257.2	280.7	307.8	345.6
Leasing	7.3	16.0	14.3	13.9	15.0	19.5	19.5	19.5
Pozostałe	14.0	15.2	19.5	6.5	10.6	11.3	12.4	14.0
Pasywa razem	370.0	468.5	467.1	536.5	651.6	750.3	807.7	887.1
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	27.2	54.1	38.8	67.1	116.5	109.4	114.0	129.5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7.1	0.9	22.9	0.6	51.0	67.0	6.0	6.5
Przepływy z działalności finansowej	-31.4	-39.8	-68.0	-69.1	-79.3	-86.9	-78.2	-89.1
Inne	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
DPS	1.00	0.80	1.20	2.20	2.55	2.67	2.05	2.29
Dług netto	-2.2	-17.4	-11.1	-9.7	-27.7	-36.7	-41.5	-51.3

Artur Iwański	(Zastępca dyrektora)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Biurowo Analiz Rynkowych			
Adrian Skłodowski	(dyrektor BAR, handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.skłodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(banki, ubezpieczyciele, sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(gaming, ecommerce)	(022) 521 48 12	piotr.łopaciuk@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(energetyka, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 03	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Piotr Zybała	(sektor budowlany, sektor deweloperski, IT)	(022) 521 53 91	piotr.zybała@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor farmaceutyczny, spożywczy i rolniczy)	(022) 521 97 69	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analizy Technicznej			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Biurowo Klientów Instytucjonalnych			
Krzysztof Kubacki	(dyrektor)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Krzysztof Bodek	(sales trader)	(022) 521 91 40	krzysztof.bodek@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluz@pkobp.pl
Igor Szczepanec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepanec@pkobp.pl
Piotr Dedejusz	(sales)	(022) 521 91 40	piotr.dedejusz@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(022) 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 dochowaniem 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 należytą 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 sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży 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. Modelu 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	1: NIE, 2: NIE, 3: TAK, 4: TAK, 5: TAK, 6: NIE

Objaśnienia:

- 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.
- BM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
- BM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
- BM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania analizy.
- Emitent posiada akcje PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest BM PKO BP, 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 zapewnia rozdzielanie 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 pierwszego rozpowszechnienia analizy jest tożsama z datą podaną na pierwszej stronie. Godziną pierwszego rozpowszechnienia analizy jest godzina 8:00.

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