

poniedziałek, 29 kwietnia 2019 | komentarz specjalny

Grupa TIM – Logistyka dźwignią handlu

Pozycjonowanie: przeważaj | cena bieżąca: 7,90 PLN

TIM PW; TIMP.WA | Handel, Logistyka, Polska

Opracowanie: Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09

Bardzo dobra sprzedaż (lider rynku), wzrost udziału klientów zewnętrznych w przychodach 3LP, a także poprawa rentowności praktycznie na każdym poziomie przełożyły się na wysoki wzrost wyników Grupy TIM w roku 2018. Naszym zdaniem również w latach kolejnych Spółka będzie kontynuować wzrosty obrotów z handlu (dane za 3M'19 wskazują na +8,1%) oraz wzrośnie udział klientów zewnętrznych w 3LP (prawdopodobne pozyskanie nowego dużego, perspektywicznego kontrahenta). Mocną stroną Grupy są ugruntowana pozycja na rynku, możliwy strumień dywidend, a także potencjał, jaki drzemie w rozwoju usług logistycznych 3LP. Dodatkowo wyniki od 2019 r. zostaną wsparte przez zmianę standardu rachunkowości (MSSF 16), co spowoduje wzrost raportowanego wyniku EBITDA o ponad 50%. Pomimo, że od wydania w grudniu 2018 naszego zalecenia przeważania akcji Grupy TIM notowania wzrosły o ponad 20% (uwzględniając wypłaconą dywidendę), to nadal widzimy potencjał w Spółce oraz podtrzymujemy pozycjonowanie przeważaj. W niniejszym komentarzu aktualizujemy prognozy wyników finansowych dla Grupy TIM.

Strategia dla TIM S.A. 2019-21

Wraz z wynikami za 2018 r. Grupa przyjęła [strategię na lata 2019-21](#) dla podmiotu dominującego TIM S.A.: dojście do ponad 1 mld PLN przychodów i rentowności EBITDA powyżej 3,6% (wg MSSF 16; vs. w 2018 r. odpowiednio 751 mln PLN i ~2,6%). Te ambitne cele mają zostać osiągnięte dzięki zwiększeniu udziału rynkowego (obecnie ok. 8,1%), wzrostowi efektywności i rentowności, a także rozwojowi alternatywnych modeli e-commerce (*dropshipping*, *B2B2C*, *marketplace*), które same mają generować powyżej 10% obrotów Spółki. Przyjęta strategia nie uwzględnia wyników generowanych przez spółki zależne 3LP oraz Rotopino.pl (spółka będąca w trakcie procesu delistingu z GPW).

Prognoza wyników

Od 2019 r. Grupa TIM wdrożyła MSSF 16 („leasing”), a w kolejnych raportach okresowych dane porównawcze nie będą korygowane. W skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym za 2018 r. Grupa dokonała szacunkowego wpływu wdrożenia MSSF 16 na sprawozdanie w 2019 r.: amortyzacja +8,3 mln PLN, koszty usług obcych -11,5 mln PLN, koszty finansowe +5,5 mln PLN. Ponadto, wzrosną raportowane zobowiązania finansowe z tyt. leasingu o kwotę 77,6 mln PLN.

Skrócony rachunek zysków i strat Grupy TIM na lata 2016-2021*

(mln PLN)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	667,4	719,2	830,3	898,1	961,6	1 025,2
EBITDA	11,5	7,3	31,1	48,3	51,1	55,1
marża	1,7%	1,0%	3,7%	5,4%	5,3%	5,4%
EBIT	3,6	-3,2	19,9	28,1	30,6	34,3
Zysk netto	1,7	-3,8	15,1	19,5	22,1	25,6
P/E	103,7	-	11,5	8,9	7,9	6,8
EV/EBITDA	16,5	24,5	6,6	5,5	4,8	4,2
P/BV	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
DPS (PLN)	0,00	0,00	1,00	0,75	0,75	0,75
DYield	0,0%	0,0%	12,7%	9,5%	9,5%	9,5%

*Źródło: Grupa TIM, prognozy Dom Maklerski mBanku; *od 2019 r. prognozy uwzględniają wprowadzenie MSSF 16

Zmiana prognoz Grupy TIM na lata 2019-20*

Zmiana prognoz	2019P	2020P
Przychody	+1,6%	+2,7%
EBITDA	+13,7%	+12,6%
Zysk netto	+41,1%	+51,0%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; *prezentowana zmiana odnosi się do prognoz opublikowanych 5 grudnia 2018 skorygowanych o szacowany przez nas wpływ wprowadzenia MSSF 16

Nasze prognozy od roku 2019 sporządzamy w standardzie MSSF 16, stąd też bezpośrednie porównanie r/r tegorocznych wyników jest zaburzone. Szacujemy, że gdyby wyniki skorygować wstecznie o potencjalny wpływ MSSF 16 to Grupa osiągnęłaby w 2018 r. wynik EBITDA 40,2 mln PLN, wynik netto 14,2 mln PLN (vs. zaraportowane odpowiednio 31,1 mln PLN i 15,1 mln PLN), zaś wskaźnik długu netto/EBITDA pro forma na koniec 2018 r. wyniósłby ~2,7x (vs. zaraportowane 1,0x). W 2019 r. oczekujemy, że przychody Grupy wzrosną o 8,2% do poziomu prawie 900 mln PLN (z czego przychody 3LP od klientów zewnętrznych wzrosną o ponad połowę, do 22,8 mln PLN), wynik EBITDA wzrośnie do 48,8 mln PLN (+20,3% r/r pro forma), a zysk netto 19,5 mln PLN (+37,7% r/r pro forma, tarcza podatkowa). W latach kolejnych oczekujemy kontynuacji wzrostów, jednakże na spadkowej dynamice. Uważamy, że Spółka będzie pod presją oznak spowolnienia, ale wciąż rosnąca sprzedaż, udział usług 3LP realizowanych dla klientów zewnętrznych i dźwignia operacyjna spowodują wzrost wyników.

Dywidenda

W grudniu zeszłego roku Spółka wypłaciła zaliczkową dywidendę w wysokości 1 PLN na akcję (15% DYield w momencie ogłoszenia dywidendy). Dywidenda została częściowo wypłacona z wypracowanych zysków, a częściowo z funduszu dywidendowego, na którym po podziale zysków 2018 r. (WZA 15 maja) powinno pozostać 45,5 mln PLN (2,05 PLN/akcję). Uważamy, że bardzo dobre wyniki lat kolejnych pozwolą Spółce na podtrzymanie wypłaty dywidendy w latach kolejnych.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 29 kwietnia 2019 o godzinie 08:29.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 kwietnia 2019 o godzinie 08:29.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.**Rekomendacje dotyczące Grupy TIM wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2019-04-29	2018-12-05
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,90	7,48

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl