

2021-09-01 17:14

**Dane podstawowe**

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>8,3</b>
Wycena DCF [PLN]	6,1
Wycena porównawcza [PLN]	14,8
Cena rynkowa [PLN]	6,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	38,3%
Kapitalizacja [mln PLN]	83,4
Free float [mln PLN]	22,2%
Sektor	sprzęt informatyczny
Kod GPW	NTT
Bloomberg	NTT PW

**Analitycy:**

**Tomasz Czarnecki**  
Tel.: +48 (22) 53 95 542

**Łukasz Bryl**  
Tel.: 785 500 874

**Profil Spółki:**

Największy polski producent komputerów stacjonarnych, dostarczanych zarówno pod marką własną, jak i markami zleconymi. Firma należy też do grona czołowych dystrybutorów akcesoriów, podzespołów oraz urządzeń peryferyjnych w Polsce.

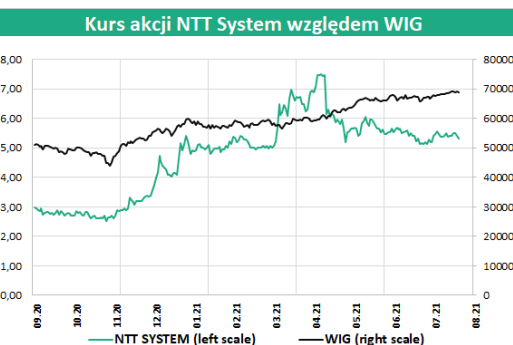
Źródło: www.gpw.pl

**Główni Akcjonariusze : [%]**

Tadeusz Kurek	23,9
Davinder Singh Loomba	23,9
Andrzej Rymuza	8,3
Anna Pytkowska	5,8
Barbara Kurek	5,5

**Czynniki wzrostu**

Rosnący popyt na IT	Wahania kursów walut
Zamówienia publiczne	Niska rentowność
Dotacje państwowe	Spowolnienie gospodarcze
Popularność pracy zdalnej	Zaburzenia łańcucha dostaw

**Czynniki ryzyka**


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

# NTT System SA

Inicjujący raport analityczny

**Silny popyt na IT napędza przychody**

NTT System działa w pięciu segmentach oferując szeroki wachlarz produktów i usług związanych z IT. Oceniamy, że silne ubiegłoroczne i obecne (I kwartał 2021) wzrosty sprzedaży mają swoje źródło w pierwszej kolejności **w pandemii generującej wysoki wzrost popytu na sprzęt IT i oprogramowanie** oraz w postępującej **cyfryzacji społeczeństwa i administracji publicznej**. Zakładamy, że również w 2021 r. pandemia stanowić będzie siłę napędową rosnących przychodów Spółki, po czym przewidujemy spowolnienie dynamiki w latach 2022-2023, wciąż jednak widząc potencjał do wzrostów w ostatnich latach prognozy (wynikający z cyklicznego charakteru zakupów sprzętu IT). Prognozujemy także niewielki wzrost rentowności Spółki (ROA i ROE).

**Największe szanse** rozpoznajemy w zakupach sprzętu IT przez konsumentów indywidualnych oraz firmy, a także w zwiększonym popycie na gadżety, akcesoria i „nowinki” technologiczne. NTT System współpracuje z wieloma globalnymi i rozpoznawalnymi markami, stąd oferta Spółki jest szeroka i kompleksowa.

Wśród **potencjalnych zagrożeń** dla wartości Spółki widzimy spowolnienie koniunktury gospodarczej oraz wysoką krajową inflację, co doprowadzić może do spadku siły nabywczej i zmniejszenia zakupów konsumentów. Nie bez znaczenia są również potencjalne problemy z dostawami komponentów do produkcji, takich jak karty graficzne czy układy scalone.

NTT System wyceniamy metodą dochodową (DCF) oraz porównawczą. Cena docelowa (8,3 zł) stanowi premię w stosunku do obecnej ceny rynkowej (6,0 zł) na poziomie 38,3%.

tys. PLN	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	790 985	936 615	1 024 265	1 113 019	1 232 921	1 375 740
<b>EBITDA</b>	14 131	17 488	20 137	22 780	25 842	29 145
<i>marża EBITDA</i>	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%
<b>EBIT</b>	13 588	16 938	19 473	21 991	24 916	28 177
<b>Zysk netto</b>	8 547	13 808	15 830	17 838	20 172	22 776
<b>Kapitał własny</b>	144 081	162 371	178 467	196 335	216 605	239 459
<b>Dług</b>	12 327	12 355	11 483	9 733	10 090	7 034
<b>P/E</b>	9,8	6,0	5,3	4,7	4,1	3,7
<b>P/BV</b>	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	5,0	4,1	3,6	3,2	2,8	2,6
<b>DY</b>	1,3%	2,1%	2,4%	2,7%	3,1%	3,5%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Spis treści

Model biznesowy i strategia .....	3
Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka .....	6
Wycena .....	8
Prognozy finansowe .....	11
ESG .....	13
Wykaz stosowanych skrótów .....	14
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	14

## Model biznesowy i strategia

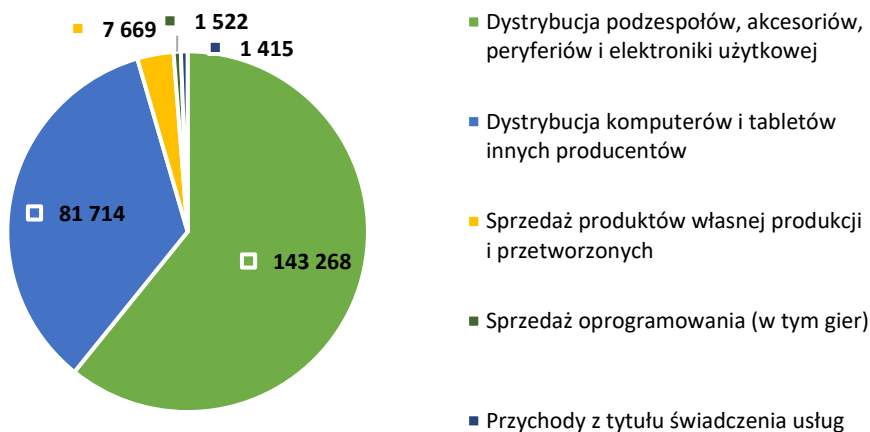
Spółka NTT System powstała w Singapurze, w połowie lat 80-tych, obecnie jest to największy, polski producent i dystrybutor oprogramowania i sprzętu IT. W kwietniu 2007 r. NTT System zadebiutował na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółka zatrudnia ponad 120 pracowników. Spółka prowadzi działalność na rynku producentów i dystrybutorów sprzętu informatycznego, w szczególności komputerów, podzespołów i peryferii komputerowych. NTT System produkuje sprzęt z arówno pod własną marką, jak i pod markami zleconymi przez klientów. Oferta dystrybucyjna Spółki uzupełnia ofertę handlową o komputery, notebooki i tablety innych producentów oraz podzespoły i peryferia komputerowe, a także rozszerza ofertę produktową o tzw. elektronikę użytkową. Dystrybuując sprzęt komputerowy NTT System współpracuje z największymi firmami IT na świecie (m. i n. Intel, HP, MSI, AMD, Microsoft, Lenovo, Targus, Fujitsu, Sony, Gigabyte, Asus, TP-Link, Mercusys, Gembird, Team Group, Kingston, Amazon, Samsung, Xiaomi, Canon, Blaupunkt, LG, Siemens, BenQ, Motorola, ZTE).

## Struktura przychodów

Spółka wyróżnia następujące segmenty działalności:

- Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej
- Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów
- Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych
- Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)
- Przychody z tytułu świadczenia usług

Przychody wg segmentów (tys. PLN, I kwartał 2021)



Źródło: Opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

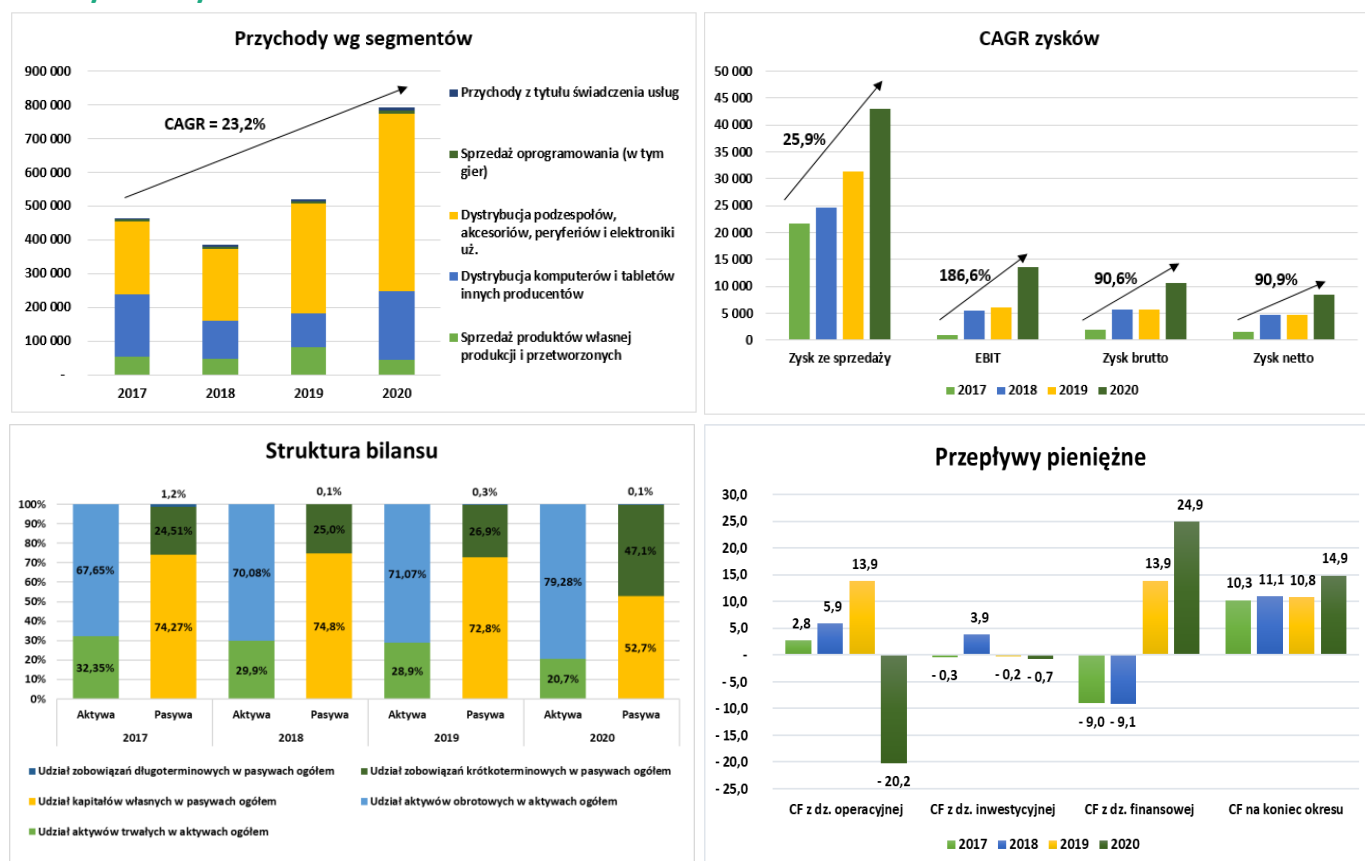
komputerów i tabletów innych producentów. Łącznie te dwie grupy produktowe stanowią ok. 80% całkowitych przychodów. Głównym rynkiem zbytu jest rynek polski. Udział przychodów krajowych wykazuje tendencję rosnącą, w I kwartale 2021 r. sprzedaż w Polsce stanowiła 95% ogółu przychodów (w analogicznym okresie 2020 r. przychody krajowe stanowiły 87%). Pozostała część przychodów realizowana jest głównie w krajach UE.

Działalność Spółki nie jest w istotnym stopniu naznaczona sezonowością, chociaż widoczna większa aktywność w zakresie sprzedaży ma miejsce w okresie przed świątami, np. Świątami Bożego Narodzenia, w okresie Pierwszych Komunii Świętych dzieci czy też w okresie rozpoczęcia roku szkolnego. Największy udział stanowią segmenty dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej oraz dystrybucji

## Klienci Spółki

Klientami Spółki są podmioty z sektora biznesowego i publicznego oraz użytkownicy domowi. W celu obsługi zróżnicowanych odbiorców Spółka reorganizuje kanały sprzedaży B2B i B2C tworząc dedykowane strony internetowe (<http://hiro.com.pl/> dla profesjonalnych graczy, czy też <https://online.ntt.pl/> dla partnerów biznesowych) oraz rozwijając komunikację z odbiorcami produktów za pomocą społecznościowych kanałów informacyjnych. W segmencie sprzedaży do biznesu i sektora publicznego NTT System widzi istotny potencjał wzrostu, z uwagi na rosnącą liczbę ogłaszanych przetargów, stąd podejmuje działania mające na celu maksymalizację korzyści płynących z ożywienia w tym segmencie. Spółka rozbudowuje sieć partnerską celem oferowania produktów własnych oraz dystrybutorów zewnętrznych. NTT System obecnie realizuje dostawy do m. in. Wojska Polskiego (Inspektorat Uzbrojenia), polskich sądów, Izby Skarbowych czy Komendy Głównej. Równocześnie Spółka prowadzi prace nad komputerem do zastosowań specjalnych w zakresie obronnym, wojskowym. NTT System planuje także wzmocnienie oferty skierowanej do użytkowników domowych i graczy komputerowych, oferując komputery w różnych przedziałach konfiguracyjnych i cenowych, od popularnych standardowych wersji Home, poprzez wersje dla bardziej wymagających użytkowników (Game), aż po konfigurację dla w pełni profesjonalnych graczy komputerowych (HIRO).

## Historyczne wyniki finansowe



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie NTT System

## Przewaga konkurencyjna

Do źródeł przewagi konkurencyjnej NTT System należą: doświadczenie rynkowe, współpraca z największymi podmiotami IT na świecie, rozbudowana i stale zwiększana oferta produktowa o szerokim wachlarzu konfiguracyjnym, krótki czas realizacji zamówień (48h od złożenia zamówienia) oraz dostosowanie oferty zagranicznych producentów do specyfiki i wymagań polskiego rynku (NTT System aktywnie uczestniczy w procesie dostosowawczym). Spółka podpisała umowę dystrybucyjną z firmą OPPO – jednym z największych światowych producentów smartfonów oraz z OnePlus – marką smartfonów segmentu Premium. W 2020 r. doszło do podpisania umowy dystrybucyjnej z Realme i Vivo. Trwają negocjacje dotyczące kolejnych umów. Jednocześnie, w swojej strategii NTT System stawia na własne produkty i budowę marek własnych poszukując takich produktów i towarów, które zapewniają wyższe marże. Przykładowo, Spółka wprowadziła materiały eksploatacyjne - tuszy i tonery pod marką PRINTT, środki czyszczące pod marką CleanTT, power-banki i uniwersalne zasilacze do komputerów pod marką NTTpower, pamięci flash pod marką NTTdrive, gadżet do odnajdywania „zgub” pod marką NTT Lokalizator (Tracker) oraz akcesoria komputerowe, w tym dla graczy pod marką HIRO. Spółka stara się także wpisywać w założenia i ideę ekonomii współdzielenia, stale rozszerzając ofertę w zakresie usług produkcyjno-montażowych oraz serwisowych. Spółka wynajmuje sprzęt komputerowy i inne towary będące w ofercie.

## Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Przychody zostały zaprognozowane w odniesieniu do każdego segmentu i roku osobno. Nasza prognoza przychodów na lata 2021-2025 zakłada nieliniową dynamikę wzrostu odpowiadającą kształtowi spłaszczonej litery U. W przypadku zakupów sprzętu IT wychodzimy z założenia, że popyt ma charakter cykliczny, z kolei w segmencie oprogramowania (w tym gier) prognozujemy relatywnie stały wzrost. W naszych prognozach bierzemy pod uwagę także (jako składową wagę) wyniki historyczne Spółki oraz zestawiamy z prognozami globalnymi wzrostu poszczególnych segmentów rynku IT. Finalnie, na poziomie całkowitych przychodów zakładamy w roku 2021 wciąż istotny wpływ zwiększonego popytu na IT wynikający z pandemii dla każdego segmentu, natomiast w latach 2022-2024 prognozujemy spowolnienie wzrostu. W ostatnim roku prognozy zakładamy ponowne przyspieszenie dynamiki przychodów.

Dynamika przychodów r/r	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	CAGR
<b>Całkowite przychody ze sprzedaży</b>	<b>18,4%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,8%</b>
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	27,4%	5,2%	1,5%	2,3%	2,9%	7,9%
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej	16,3%	11,6%	11,9%	14,4%	14,9%	13,8%
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	13,5%	11,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Przychody z tytułu świadczenia usług	10,5%	2,2%	5,2%	5,9%	6,6%	6,1%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Zmiany przychodów w naszej ocenie będą miały wyłącznie charakter organiczny, nie przewidujemy procesów fuzji lub przejęć podejmowanych przez Spółkę. Z uwagi na fakt, iż NTT System część zakupów realizuje zagranicą, przyjmujemy w całym okresie prognozy poziomy kursów walut odpowiednio: PLN/USD na poziomie 3,92 oraz PLN/EUR na poziomie 4,52. Mimo silnego wzrostu przychodów prognozujemy niewielki wzrost rentowności Spółki. Z uwagi na specyfikę działalności NTT System (dystrybucja sprzętu i oprogramowania) oraz fakt, że w ostatnich latach inwestycje miały charakter odtworzeniowy, sądzimy, że tak dynamiczny wzrost sprzedaży nie jest możliwy bez odpowiednich inwestycji w infrastrukturę logistyczną. Zakładamy, że skumulowany CAPEX w latach 2021-2025 wyniesie 15,9 mln zł, który będzie sfinansowany ze środków własnych oraz częściowo z długu krótkoterminowego. Nie prognozujemy zmiany struktury zobowiązań Spółki (w latach 2017-2020 NTT System nie posiadał kredytów i pożyczek o charakterze długoterminowym), tym samym wciąż pozostawiając znaczącą przestrzeń do ewentualnego zadłużania długoterminowego w formie kredytu bankowego bądź emisji obligacji.

## Czynniki ryzyka

### Ryzyko związane z pandemią COVID-19

W związku z nieprzewidywalnością i skalą oddziaływania pandemii istnieje wiele (potencjalnie nierozpoznanych) zagrożeń po stronie popytowej (spadek popytu na skutek pogorszenia się sytuacji materialnej konsumentów), jak i podażowej (zachwianie ciągłości dostaw, ograniczenie produkcji).

### Ryzyko makroekonomiczne

Na poziom zakupów produktów branży IT mają wpływ czynniki zewnętrzne, do których należą: tempo wzrostu PKB, poziom inflacji, stopa bezrobocia oraz wysokość dochodów osobistych ludności, polityka fiskalna i monetarna państwa, zmiany poziomu konsumpcji, stabilność geopolityczna. W przypadku pogorszenia sytuacji gospodarczej w Polsce lub na świecie, wyniki finansowe Spółki ulegną pogorszeniu.

### Ryzyko kursowe

Spółka importuje produkty, które następnie sprzedaje na rynku polskim. Transakcje na dostawy importowe zawierane są głównie w USD i EUR. Spółka zawiera transakcje terminowe forward.

### Ryzyko uzależnienia się od głównego dostawcy

Spółka większość dostaw realizuje od kilkudziesięciu dostawców. W przypadku utraty jednego z głównych dostawców istnieje ryzyko zachwiania dostaw w krótkim czasie, co przełożyłoby się negatywnie na wyniki finansowe. Jednocześnie kluczowi dostawcy mogą wykorzystywać swoją dominującą pozycję w kontaktach handlowych ze Spółką. W celu ograniczenia ryzyka w każdej grupie towarowej Spółka posiada co najmniej dwóch dostawców konkurujących ze sobą.

### Ryzyko uzależnienia się od głównych odbiorców

Okolo 45% przychodów Spółki generowanych jest przez dwa duże podmioty, co stwarza ryzyko silnego uzależnienia przychodów ze sprzedaży i wyników finansowych. Spółka prowadzi działania mające na celu dywersyfikację portfela odbiorców. Ponadto, Spółka z uwagi na fakt, iż jest jednocześnie producentem komputerów oraz dystrybutorem sprzętu IT, może spełniać oczekiwania klientów w większym zakresie niż firmy konkurencyjne, a zatem ryzyko utraty klientów kluczowych jest do pewnego stopnia niwelowane.

### Ryzyko utraty kluczowych pracowników

Rozwój Spółki zależy od wiedzy i doświadczenia wysoko wykwalifikowanych pracowników i kadry zarządzającej. Konkurencja wśród pracodawców może z kolei przełożyć się na wzrost kosztów zatrudnienia pracowników, a co za tym idzie – na osiągnięte wyniki finansowe.

### Ryzyko związane z zapasami i należnościami

Podzespoły komputerowe szybko tracą na wartości, z uwagi na specyfikę branży IT. Spółka dokonuje zakupów w dużych partiach, w celu osiągnięcia efektu skali, co z kolei pozytywnie przekłada się na wynegocjowane warunki dostaw. Niemniej jednak istnieje ryzyko, iż cena sprzedaży produktu nie pokryje kosztów produkcji z uwagi na znaczący spadek ceny rynkowej podzespołów. Narzucenie przez producentów ceny, co w sytuacji tzw. *back rabatów* powoduje jej obniżenie na rynku i utratę przez Spółkę konkurencyjności. Podzespoły komputerowe szybko tracą na wartości, z uwagi na specyfikę branży IT. NTT System stale kontroluje stan zapasów, zwiększa ich rotację oraz uwzględnia to ryzyko przy negocjacjach kontraktów z dostawcami. Spółka redukuje ryzyko związane z należnościami poprzez indywidualne, ustalane dla każdego klienta, limity kredytowe wraz z określonymi terminami płatności. Spółka monitoruje spłatę i ubezpiecza swoje należności, a w razie konieczności podejmuje natychmiastowe działania windykacyjne (ok. 80% salda należności z tytułu dostaw i usług jest objęte ubezpieczeniem). Spółka podpisuje z większością dostawców kontrakty zawierające klauzulę „ochrony ceny”, która zapewnia obniżkę przez producenta ceny dostarczonego towaru, znajdującego się w magazynie Spółki.

## Wycena

Do wyceny NTT SYSTEM wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich i zagranicznych spółek z branży dystrybutorów sprzętu IT. Średnia wycena na dzień 1.09 oszacowana została na poziomie 8,3 zł na akcję. Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji NTT SYSTEM na 6,1 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 14,8 zł.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	6,1
Wycena Porównawcza	0,25	14,8
<b>Cena wynikowa na dzień 1.09</b>		<b>8,3</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2021</b>		<b>8,4</b>

Źródło: DM Banku BPS SA

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji NTT SYSTEM odnieśliśmy do siedmiu zagranicznych i dwóch polskich spółek z branży dystrybutorów sprzętu IT. Z uwagi na zauważalne różnice między medianą i średnią prognozowanych wskaźników na lata 2021-23 (P/E, P/BV, P/EBITDA) dla spółek porównywalnych i NTT SYSTEM, metodzie porównawczej przyznajemy mniejszą wagę (0,25) zwiększając tym samym znaczenie metody DCF (0,75).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P	2021	2022P	2023P
Eplus Inc	15,2	14,5	13,4	2,3	bd	bd	9,6	9,0	8,5
PC Connection Inc	18,8	15,9	bd	1,8	1,6	bd	11,2	10,1	bd
Esprinet Spa	17,7	15,4	13,4	2,0	1,8	1,7	10,7	9,6	8,6
Daiwabo Holdings Co Ltd	10,0	11,5	10,6	1,8	1,5	1,4	6,0	6,9	6,4
AB	8,2	7,7	7,3	1,1	0,9	0,84	6,2	5,9	5,6
Asbis	7,7	7,1	6,8	2,3	1,9	1,6	5,4	4,9	4,6
Inight Enterprises	14,9	13,4	12,5	2,3	2,0	1,8	10,2	9,3	9,0
Avnet Inc	17,3	11,2	10,8	1,1	1,0	bd	10,5	7,8	8,3
Arrow Electronics	9,9	9,3	8,6	bd	bd	bd	7,2	6,9	6,6
<b>Średnia</b>	<b>13,3</b>	<b>11,8</b>	<b>10,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>
Mediana	14,9	11,5	10,7	1,9	1,6	1,6	9,6	7,8	7,5
NTT System	6,0	5,3	4,7	0,5	0,5	0,4	4,1	3,6	3,3
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>183 671</b>	<b>186 374</b>	<b>186 080</b>	<b>296 179</b>	<b>275 524</b>	<b>286 759</b>	<b>136 915</b>	<b>144 808</b>	<b>151 480</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>14,8</b>								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w pierwszym roku prognozy: 1,49% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M w pierwszym roku prognozy, następnie wzrost o 0,5 pp r/r
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,42 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji NTT System i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007-lipiec 2021)



- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,54% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5%
- Wypłata dywidendy na poziomie historycznych wartości udziału dywidendy w zysku netto
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny
- Zakładamy, że realizowany do 2020 r. program skupu akcji własnych nie będzie kontynuowany w latach 2021-2025 z uwagi na ustalenie maksymalnej ceny nabycia istotnie poniżej bieżącej i prognozowanej ceny rynkowej, co wynikało z uwarunkowań makroekonomicznych

WYCENA DCF (tys. PLN)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
<b>Przychody</b>	<b>790 985</b>	<b>936 615</b>	<b>1 024 265</b>	<b>1 113 019</b>	<b>1 232 921</b>	<b>1 375 740</b>	<b>1 382 618</b>
<b>EBITDA</b>	<b>14 131</b>	<b>17 488</b>	<b>20 137</b>	<b>22 780</b>	<b>25 842</b>	<b>29 145</b>	<b>28 459</b>
<b>EBIT</b>	<b>13 588</b>	<b>16 938</b>	<b>19 473</b>	<b>21 991</b>	<b>24 916</b>	<b>28 177</b>	<b>28 317</b>
CIT	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
<b>NOPLAT</b>	<b>10 890</b>	<b>13 575</b>	<b>15 606</b>	<b>17 624</b>	<b>19 968</b>	<b>22 581</b>	<b>22 694</b>
Amortyzacja	543	550	664	788	926	968	968
CAPEX	-730	-870	-4 097	-4 452	-4 932	-1 513	-1 513
Inwestycje w kapitał obrotowy	4 990	-6 738	12 085	11 681	15 595	18 938	18 938
<b>FCFF</b>	<b>5 713</b>	<b>19 992</b>	<b>88</b>	<b>2 279</b>	<b>367</b>	<b>3 098</b>	<b>3 211</b>
WACC		4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>DCFF</b>		<b>19 212</b>	<b>81</b>	<b>2 020</b>	<b>313</b>	<b>2 535</b>	
<b>Suma DCF</b>		<b>24 161,1</b>					
Wartość rezydualna (TV)		89 336,4					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		70 220,9					
Udział zdyskontowanej TV w EV		74,4%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>94 382,0</b>					
Środki pieniężne na 1.09.2021		14 987,1					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 1.09.2021		27 503,8					
Dług netto na 1.09.2021		12 516,7					
Inne aktywa nieoperacyjne		2 219					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>84 084,3</b>					
<b>Liczba akcji (tys.)</b>		13 850					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>6,1</b>					
Przychody zmiana r/r		18,4%	9,4%	8,7%	10,8%	11,6%	0,5%
EBIT zmiana r/r		24,7%	15,0%	12,9%	13,3%	13,1%	0,5%
FCF zmiana r/r		250,0%	-99,6%	-2491,5%	-83,9%	743,8%	3,6%
Marża EBITDA		1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża EBIT		1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Marża NOPLAT		1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
CAPEX/Przychody		0,1%	0,4%	0,4%	0,4%	0,1%	0,1%
CAPEX/Amortyzacja		158,4%	617,1%	564,8%	532,6%	156,3%	156,3%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Wrażliwość modelu DCF

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%
zmiana WACC dla TV	2,1%	11,6	12,2	13,0	13,8	14,8	15,8	17,1
	2,6%	9,1	9,5	10,0	10,5	11,0	11,6	12,3
	3,1%	7,5	7,8	8,1	8,4	8,8	9,2	9,6
	3,6%	6,4	6,6	6,8	7,1	7,3	7,6	7,9
	4,1%	5,6	5,7	5,9	6,1	6,3	6,4	6,7
	4,6%	5,0	5,1	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8
	5,1%	4,5	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1
	5,6%	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6
	6,1%	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
WIBOR6M	0,25%	0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,25%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	3,25%	3,75%	4,25%	4,75%	5,25%	5,25%
1-CIT (realny)	81,4%	81,4%	81,4%	81,4%	81,4%	81,4%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,3%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Zalewarowana beta	0,51	0,49	0,49	0,48	0,47	0,47
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	162 371	178 467	196 335	216 605	239 459	239 459
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	27 844	26 205	25 013	23 513	21 287	21 287
<b>Razem</b>	<b>190 215</b>	<b>204 672</b>	<b>221 349</b>	<b>240 118</b>	<b>260 746</b>	<b>260 746</b>
Udział Ke	0,85	0,87	0,89	0,90	0,92	0,92
Udział Kd	0,15	0,13	0,11	0,10	0,08	0,08
<b>WACC</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Prognozy finansowe

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>385 547</b>	<b>539 084</b>	<b>790 985</b>	<b>936 615</b>	<b>1 024 265</b>	<b>1 113 019</b>	<b>1 232 921</b>	<b>1 375 740</b>
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	48 321	80 560	43 156	44 705	46 309	47 971	49 693	51 477
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	113 101	102 014	204 620	260 736	274 248	278 369	284 647	293 018
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	211 903	324 081	524 582	610 298	681 338	762 242	871 778	1 001 748
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	6 888	7 139	9 801	11 127	12 404	13 955	15 699	17 662
Przychody z tytułu świadczenia usług	5 334	7 290	8 826	9 749	9 966	10 481	11 104	11 836
Koszt własny sprzedaży	360 841	507 628	747 969	885 679	968 563	1 052 489	1 165 871	1 300 923
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>746 388</b>	<b>1 046 712</b>	<b>43 016</b>	<b>50 936</b>	<b>55 702</b>	<b>60 529</b>	<b>67 050</b>	<b>74 817</b>
Koszty sprzedaży	17 150	20 188	27 212	32 222	35 237	38 291	42 416	47 329
Koszty ogólnego zarządu	4 959	5 180	5 739	6 796	7 432	8 076	8 945	9 982
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>2 597</b>	<b>6 088</b>	<b>10 065</b>	<b>11 918</b>	<b>13 033</b>	<b>14 163</b>	<b>15 688</b>	<b>17 506</b>
Pozostałe przychody operacyjne	10 575	3 675	6 735	7 503	8 359	9 312	10 374	11 557
Pozostałe koszty operacyjne	7 657	3 666	3 212	2 483	1 919	1 483	1 147	886
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>5 515</b>	<b>6 097</b>	<b>13 588</b>	<b>16 938</b>	<b>19 473</b>	<b>21 991</b>	<b>24 916</b>	<b>28 177</b>
Przychody finansowe	1 741	790	95	2 474	2 480	2 487	2 493	2 500
Koszty finansowe	1 608	1 092	3 018	2 183	2 201	2 219	2 238	2 257
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>5 648</b>	<b>5 795</b>	<b>10 665</b>	<b>17 229</b>	<b>19 752</b>	<b>22 259</b>	<b>25 171</b>	<b>28 420</b>
Podatek dochodowy	960	1 099	2 118	3 422	3 923	4 420	4 999	5 644
Podatek dochodowy (%)	17,0%	19,0%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>4 688</b>	<b>4 696</b>	<b>8 547</b>	<b>13 808</b>	<b>15 830</b>	<b>17 838</b>	<b>20 172</b>	<b>22 776</b>
<b>Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej</b>	<b>4 688</b>	<b>4 696</b>	<b>8 547</b>	<b>13 808</b>	<b>15 830</b>	<b>17 838</b>	<b>20 172</b>	<b>22 776</b>

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki, P - prognozy DM Banku BPS SA

### Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>AKTYWA</b>	<b>178 078</b>	<b>187 582</b>	<b>273 358</b>	<b>310 547</b>	<b>335 976</b>	<b>363 851</b>	<b>397 825</b>	<b>436 641</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>53 281</b>	<b>54 271</b>	<b>56 648</b>	<b>55 632</b>	<b>59 452</b>	<b>64 023</b>	<b>69 050</b>	<b>70 266</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	18 335	19 117	18 815	19 136	23 118	27 446	32 240	33 711
Wartości niematerialne i prawne	31 585	31 576	32 070	32 070	32 070	32 070	32 070	32 070
Wartość firmy								
Nieruchomości inwestycyjne	2 293	2 221	2 219	2 219	2 219	2 219	2 219	2 219
Inwestycje w jednostki powiązane								
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 068	1 357	3 544	2 208	2 044	2 288	2 521	2 265
Pozostałe aktywa długoterminowe								
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>124 797</b>	<b>133 311</b>	<b>216 710</b>	<b>254 914</b>	<b>276 524</b>	<b>299 827</b>	<b>328 775</b>	<b>366 375</b>
Zapasy	43 538	47 862	83 290	98 625	107 854	117 200	129 825	144 864
Należności handlowe	58 632	69 377	109 994	130 245	142 434	154 776	171 449	191 310
Aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11 056	10 821	14 870	15 456	14 656	15 269	13 562	14 648
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	5 116	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa	6 455	5 251	8 556	10 589	11 580	12 583	13 938	15 553
<b>PASYWA</b>	<b>178 078</b>	<b>187 582</b>	<b>273 358</b>	<b>310 547</b>	<b>335 976</b>	<b>363 851</b>	<b>397 825</b>	<b>436 641</b>
<b>Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego</b>	<b>133 264</b>	<b>136 601</b>	<b>144 081</b>	<b>162 371</b>	<b>178 467</b>	<b>196 335</b>	<b>216 605</b>	<b>239 459</b>
Kapitał podstawowy	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100
Kapitał zapasowy	36 349	39 393	43 141	55 417	69 491	85 351	103 286	123 535
Pozostałe kapitały	13 815	14 108	17 840	23 854	25 876	27 884	30 219	32 824
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>206</b>	<b>504</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>391</b>	<b>391</b>
Długoterminowe kredyty i pożyczki				0	0	0	0	0
Długoterminowe rezerwy	206	504	391	391	391	391	391	391
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>44 608</b>	<b>50 477</b>	<b>128 886</b>	<b>147 784</b>	<b>157 118</b>	<b>167 125</b>	<b>180 829</b>	<b>196 790</b>
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	11 355	1	27 197	27 811	26 139	25 002	23 652	21 682
Zobowiązania handlowe	16 332	29 291	73 927	87 538	95 730	104 025	115 231	128 579
Pozostałe zobowiązania	16 921	21 185	27 762	32 436	35 249	38 097	41 946	46 529

Źródło: DM Banku BPS SA

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>5 941</b>	<b>13 874</b>	<b>-20 156</b>	<b>-3 793</b>	<b>6 274</b>	<b>8 263</b>	<b>6 682</b>	<b>6 346</b>
Wynik finansowy	5 648	5 795	10 665	17 229	19 752	22 259	25 171	28 420
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	562	477	543	550	664	788	926	968
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	-3	0	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	1 199	1 070	1 187	1 187	1 187	1 187	1 187	1 187
Wynik na działalności inwestycyjnej	-3 047	-36	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Podatek dochodowy zapłacony	-1 045	3 882	-2 304	-3 422	-3 923	-4 420	-4 999	-5 644
Zmiany w kapitale obrotowym	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	-90	1 939	8 796	4 597	2 767	2 801	3 785	4 508
Zmiana stanu zapasów	-7 195	-4 324	-35 428	-15 335	-9 229	-9 346	-12 626	-15 039
Zmiana stanu należności	4 737	-10 745	-40 617	-20 251	-12 189	-12 342	-16 674	-19 860
Zmiana stanu zobowiązań	6 093	12 957	44 643	13 611	8 192	8 295	11 206	13 348
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	1 810	2 289	-4 333	77	46	47	64	76
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	-2 728	570	-3 305	-2 033	-991	-1 003	-1 356	-1 615
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>3 941</b>	<b>-192</b>	<b>-730</b>	<b>-870</b>	<b>-4 097</b>	<b>-4 452</b>	<b>-4 932</b>	<b>-1 513</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-9 110</b>	<b>-13 917</b>	<b>24 935</b>	<b>5 248</b>	<b>-2 976</b>	<b>-3 199</b>	<b>-3 457</b>	<b>-3 746</b>
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>772</b>	<b>-235</b>	<b>4 049</b>	<b>586</b>	<b>-799</b>	<b>612</b>	<b>-1 707</b>	<b>1 087</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>11 056</b>	<b>10 821</b>	<b>14 870</b>	<b>15 456</b>	<b>14 656</b>	<b>15 269</b>	<b>13 562</b>	<b>14 648</b>

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody (zmiana, r/r)</b>	-16,9%	39,8%	46,7%	18,4%	9,4%	8,7%	10,8%	11,6%
<b>EBITDA (zmiana, r/r)</b>	285,1%	8,2%	115,0%	23,8%	15,1%	13,1%	13,4%	12,8%
<b>EBIT (zmiana, r/r)</b>	426,2%	10,6%	122,9%	24,7%	15,0%	12,9%	13,3%	13,1%
<b>Zysk netto (zmiana, r/r)</b>	190,6%	0,2%	82,0%	61,6%	14,6%	12,7%	13,1%	12,9%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	13,6%	27,3%	36,7%	18,4%	9,4%	8,7%	10,8%	11,6%
<b>Marża EBITDA</b>	1,6%	1,2%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%
<b>Marża EBIT</b>	1,4%	1,1%	1,7%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Marża brutto</b>	1,5%	1,1%	1,3%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
<b>Marża netto</b>	1,2%	0,9%	1,1%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%
<b>COGS / Przychody</b>	-93,6%	-94,2%	-94,6%	-94,6%	-94,6%	-94,6%	-94,6%	-94,6%
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	-5,7%	-4,7%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%
<b>SG&amp;A / COGS</b>	6,1%	5,0%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
<b>ROE</b>	3,5%	3,4%	5,9%	8,5%	8,9%	9,1%	9,3%	9,5%
<b>ROA</b>	2,6%	2,5%	3,1%	4,4%	4,7%	4,9%	5,1%	5,2%
<b>Dług (tys. PLN)</b>	11 355	1	27 197	27 811	26 139	25 002	23 652	21 682
<b>D/(D+E)</b>	0,08	0,00	0,16	0,15	0,13	0,11	0,10	0,08
<b>D/E</b>	0,09	0,00	0,19	0,17	0,15	0,13	0,11	0,09
<b>EV (tys. PLN)</b>	62 545	73 899	46 703	46 089	47 761	48 898	50 248	52 218
<b>Dług / EV</b>	0,18	0,00	0,58	0,60	0,55	0,51	0,47	0,42
<b>CAPEX / Przychody</b>	0,02%	0,04%	0,04%	0,08%	0,08%	0,37%	0,36%	0,36%
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	36,3%	62,9%	135,4%	158,4%	617,1%	564,8%	532,6%	156,3%
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	1,2%	0,5%	0,6%	-0,7%	1,2%	1,0%	1,3%	1,4%

Źródło: DM Banku BPS SA

## ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez NTT System w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG.

### Environment

NTT System podejmuje przedsięwzięcia zmierzające do ograniczenia negatywnego wpływu jej działalności na środowisko. Troska o środowisko nie pozostaje wyłącznie w sferze deklaracji, ale przekłada się na konkretne działania ukierunkowane na formalizację działań przyjaznych środowisku. NTT System wdrożył dwa systemy zgodne z międzynarodowymi standardami. W 2004 roku Spółka zaimplementowała system Zarządzania Środowiskowego (zgodny z międzynarodową normą ISO 14001), a w lipca 2021 roku System Zarządzania Energią (zgodny z normą ISO 50001). Uzyskane certyfikaty zobowiązują Spółkę do przestrzegania norm środowiskowych w zakresie wszystkich procesów w siedzibie Spółki, w tym dotyczące polityki środowiskowej, zużycia energii, poboru wody, odprowadzania ścieków, emisji oraz odpadów. Co więcej, certyfikacja identyfikuje ryzyka związane z obszarem środowiskowym w działalności Spółki. Monitorowaniu podlega zużycie różnych rodzajów energii przez istotne odbiorniki, zużycie wody oraz pozostałe czynniki środowiskowe. W ramach ograniczania emisji CO<sub>2</sub> w siedzibie Spółki zamontowano instalację fotowoltaiczną pracującą na dachu jednego z budynków. NTT System również sukcesywnie wymienia oświetlenie na energooszczędne technologie LED.

### Social

NTT System przywiązuje dużą wagę do długofalowego zatrudnienia pracowników. Wskaźnik rotacji pracowników w Spółce jest niski (poniżej 5%). Istotną rolę pełni także przestrzeganie zasad bezpieczeństwa i higieny pracy. W roku 2021 wychodząc naprzeciw oczekiwaniom rynku i pracowników Spółka wdrożyła narzędzie do efektywnego zarządzania bezpieczeństwem pracowników normę ISO 45001-2018. Spełnienie wymagań potwierdzone 23 lipca 2021 roku certyfikatem uzyskanym w wyniku audytu przeprowadzonego przez PCBC S.A. Spółka nie posiada sformalizowanej polityki praw człowieka, niemniej jednak w swoich działaniach w stosunku do pracowników, również w procesie rekrutacji kieruje się poszanowaniem praw człowieka i równym traktowaniem, bez względu na wiek, płeć, pochodzenie, wyznawaną religię itp. NTT System deklaruje także, że wszelkie potencjalne i rzeczywiste ryzyka mogą być zgłaszane, także anonimowo przedstawicielowi pracowników, który ma bezpośredni dostęp do członków organów Spółki. Swoimi działaniami Spółka wspiera młode pokolenie przyszłych inżynierów, umożliwiając uczniom, we współpracy z technicznymi szkołami średnimi, odbycie niezbędnych w procesie kształcenia, praktyk zawodowych w zakładzie produkcyjnym w Zakręcie.

### Governance

NTT System deklaruje, że członkowie zarządu posiadają niezbędne kompetencje i doświadczenie do pełnienia swoich funkcji, zasiadanie w zarządzie jest podstawą ich działalności zawodowej. Ponadto, wszyscy członkowie zarządu zatrudnieni są na umowę o pracę na pełny etat, nie prowadzą działalności konkurencyjnej w stosunku do Spółki, ani nie są zatrudnieni w podmiocie o podobnym profilu działalności. W Spółce w ramach wdrożonego certyfikowanego Zintegrowanego Systemu Zarządzania Jakością obowiązuje polityka ochrony danych, realizowana zgodnie z przyjętymi zasadami z uwzględnieniem wymagań wdrożonego systemu bezpieczeństwa informacji oraz konsekwencji ich nie przestrzegania, wg normy PN-EN ISO/IEC 27001:2017-0.

## Wykaz stosowanych skrótów

**CAPEX** (ang. *capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (ang. *discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (ang. *earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (ang. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (ang. *amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (ang. *depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (ang. *Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**FCFF** (ang. *Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**FIDIC** Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżynieryjno – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT\*(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (ang. *price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (ang. *price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (ang. *Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TP** – (ang. *Target Price*) – cena docelowa.

**TV** (ang. *Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (ang. *weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 01 września 2021 roku, 17:00

Pierwsze udostępnienie opracowania: 01 września 2021 roku, 17:15

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/ntt-system-s-a>.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zleceńodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 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.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie i otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem:

<https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Wojciech Białek</b> Analityk  <b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560  <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>