

NTT System SA

05.06.2023 17:15

Raport aktualizujący

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	8,6
Wycena DCF [PLN]	7,1
Wycena porównawcza [PLN]	11,5
Cena rynkowa [PLN]	4,9
Pot.wzrostu/spadku [%]	76,3%
Kapitalizacja [mln PLN]	67,7
Free float [%]	21,9%
Sektor	sprzęt informatyczny
Kod GPW	NTT
Bloomberg	NTT PW

Analityk

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	24,3
Davinder Singh Loomba	23,9
Andrzej Rymuza	8,3
Anna Maria Pytkowska	5,8
Barbara Kurek	5,5
Pozostałe podmioty	32,3

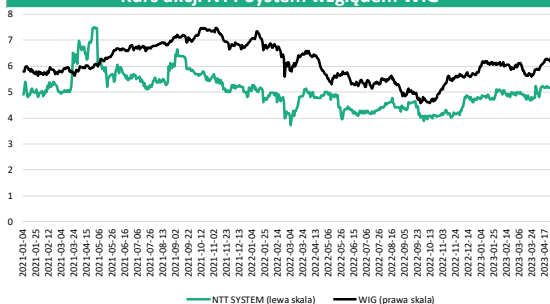
Czynniki wzrostu

Mocny segment mobile
Poprawa rentowności
Bogata oferta

Czynniki ryzyka

Spadek popytu na IT
Presja kosztowa
Wysokie koszty finansowe

Kurs akcji NTT System względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS

- **Mimo wymagającego otoczenia rynkowego wyniki za I kwartał 2023 są generalnie dobre i na poziomie wyników nieco lepsze niż nasze oczekiwania, aczkolwiek ich dokładniejsza analiza ujawnia niepokojące trendy.**
- Przychody wyniosły 322,3 mln zł i były wyższe niż rok temu o 7,1%. W stosunku do poprzedniego IV kwartału przychody spadły o 7,2%, co jest naturalne w tej branży (IV kwartał zwyczajowo jest najlepszy pod względem sprzedaży). **Najważniejszym segmentem Spółki pozostaje niezmiennie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej, którego przychody wyniosły rekordowe 250,5 mln zł (wzrost o 14,4% i 4,7% r/r).** Udział tego segmentu stanowi obecnie 68% przychodów, podczas gdy rok wcześniej 72,8%. **Jednocześnie był to jedyny segment, który wypracował wzrosty w ujęciu rocznym.** Pozostałe segmenty operacyjne doświadczyły spadków sprzedaży.
- **Relatywnie słabszy wynik Spółka wypracowała na sprzedaży komputerów,** zarówno własnej produkcji (spadek o 22,6% r/r i wzrost o 4,5% k/k), jak i zewnętrznych dostawców (spadek o 6,7% r/r i 42,7% k/k) co potwierdza ogólnoświatowe trendy.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wzrost przychodów nie przełożył się na proporcjonalny wzrost zysków na podstawowej działalności.** Zysk brutto ze sprzedaży, zysk EBITDA oraz zysk operacyjny były niższe niż rok temu, ale (co pozytywne) istotnie wyższe niż w poprzednim kwartale.
- **Natomiast na poziomie wyniku netto Spółka wypracowała wyższy zysk niż rok temu i kwartał temu oraz powyżej naszych oczekiwań,** co wynika z wyraźnie niższych kosztów finansowych Spółki, które w I kwartale 2023 spadły o 35,2% r/r., co oceniamy pozytywnie.
- **Finalnie podwyższamy naszą cenę docelową z 7,9 zł (kwiecień 2023) do 8,6 zł,** głównie z uwagi mniejszy odpływ gotówki ze Spółki w formie dywidendy, spadek stopy dyskontowej oraz wzrost mnożników spółek porównawczych.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606
EBITDA	29 826	30 388	33 704	36 287	38 413	41 063
marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
EBIT	28 980	29 499	32 771	35 308	37 384	39 983
Zysk netto	16 503	17 036	19 659	21 699	24 883	29 461
Kapitał własny	173 557	200 032	217 852	236 666	259 086	286 439
Dług netto	14 163	14 291	8 167	3 697	4 512	-437
P/E	4,11	3,99	3,45	3,13	2,73	2,30
P/BV	0,39	0,34	0,31	0,29	0,26	0,24
EV/EBITDA	1,80	1,76	1,77	1,77	1,65	1,66
EPS	1,19	1,23	1,42	1,57	1,80	2,13
DY	6,1%	0,8%	3,7%	4,1%	4,7%	5,6%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS, P - prognozy

Ostatnie wydarzenia

- **26.05.2023 (ESPI RB 4/2023)** Ocena Rady Nadzorczej dotycząca wniosku Zarządu NTT System S.A. w sprawie podziału zysku netto za rok 2022
- **24.05.2023 (ESPI RB 3/2023)** Rekomendacja Zarządu NTT System S.A. w sprawie podziału zysku netto za 2022 rok

Podsumowanie wyników za I półrocze 2022 rok

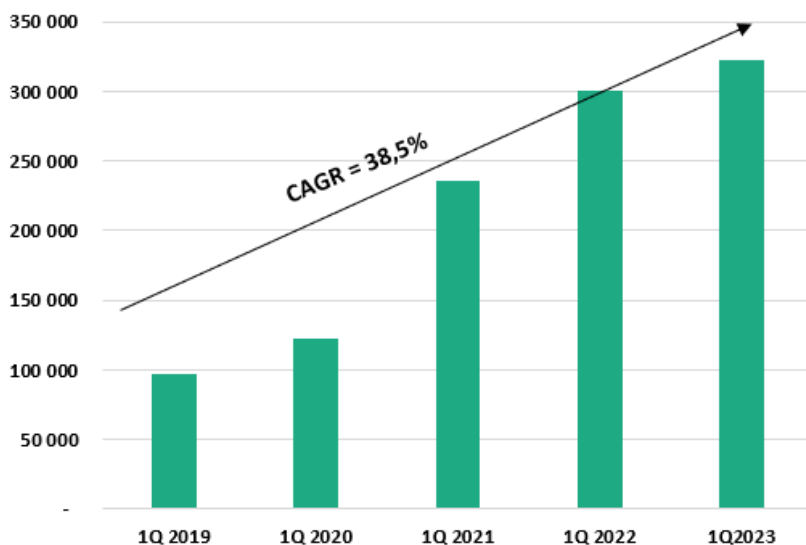
Wyniki Spółki za I kwartał 2023 r. są bardzo dobre, a na poziomie zysku netto wyższe niż rok (wzrost o 19,9%) i kwartał (wzrost o 38,4%) wcześniej. Przychody były niższe niż w IV kwartale, czego nie postrzegamy negatywnie dlatego, że ostatni kwartał rok jest najczęściej najbardziej intensywnym kwartałem pod względem sprzedaży na rynku IT z uwagi na konieczność poniesienia wydatków przez firmy do końca roku. Stąd, w naszej analizie, wyniki za I kwartał 2023 odnosimy do wartości z analogicznych okresów lat poprzednich.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1Q 2021	2Q 2021	3Q 2021	4Q 2021	1Q 2022	2Q 2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023
Przychody ze sprzedaży	235 588	225 619	281 537	409 530	300 904	293 738	303 726	347 339	322 301
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	7 669	15 219	25 100	40 472	29 707	50 935	31 163	22 016	22 996
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	81 714	50 818	55 539	35 411	47 800	44 907	55 898	77 923	44 614
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	143 268	156 033	197 087	322 444	218 919	192 443	209 060	239 249	250 484
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	1 522	2 260	2 335	4 626	2 902	3 006	3 711	3 969	2 544
Przychody z tytułu świadczenia usług	1 415	1 289	1 476	6 577	1 972	2 447	3 894	3 786	1 663
Koszt własny sprzedaży	215 729	215 632	268 219	389 732	277 743	283 238	283 951	330 942	302 419
Zysk/strata brutto ze sprzedaży	19 859	9 987	13 318	19 798	23 161	10 896	19 775	16 001	19 882
Koszty sprzedaży	-12 911	-4 198	-6 287	-13 717	-11 402	-3 996	-10 871	-9 321	-8 607
Koszty ogólnego zarządu	-1 537	-1 875	-1 529	-1 791	-1 635	-2 167	-2 247	-1 517	-1 913
Zysk/strata ze sprzedaży	5 411	3 914	5 502	4 290	10 124	4 733	6 657	5 163	9 362
Pozostałe przychody operacyjne	1 217	855	924	4 897	1 027	814	4 386	-623	2 085
Pozostałe koszty operacyjne	-401	-423	-472	-2 413	-584	-443	-266	-2 008	-1 516
EBIT (lewa skala)	6 227	4 346	5 954	7 396	10 567	5 104	10 777	2 532	9 931
Przychody finansowe	12	1 047	- 533	325	169	962	4	13	243
Koszty finansowe	- 737	- 249	- 572	- 1 325	- 2 984	- 2 635	- 5 913	1 772	- 1 935
Zysk/strata brutto	5 502	5 144	4 849	3 983	7 752	3 431	4 868	4 317	8 239
Podatek dochodowy	- 1 161	- 1 078	- 768	- 354	- 2 386	317	- 2 127	- 331	- 1 805
Zysk/strata netto	4 341	4 066	4 081	3 629	5 366	3 748	2 741	4 648	6 434
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	4 341	4 066	4 081	3 629	5 366	3 748	2 741	4 648	6 434

Źródło: Spółka

Przychody w I kwartale 2023 kontynuują wzrostową tendencję r/r, choć ich dynamika ulega spowolnieniu. O ile CAGR przychodów w pierwszych kwartałach ostatnich pięciu lat wyniósł 38,5%, to w I kwartale 2023 wzrost był na poziomie niższym (7,1%).

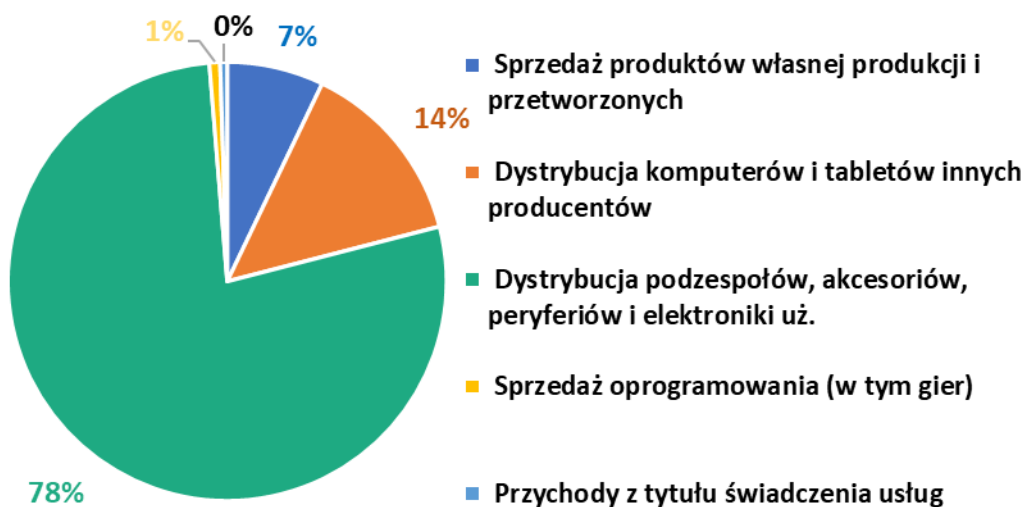
Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Głównym rynkiem zbytu dla Spółki jest rynek polski, który w I kwartale 2023 roku stanowił 94,1% ogółu przychodów, co stanowi wzrost o 0,3 pp. w porównaniu do całego 2022 r. Dane te potwierdzają, że Spółka największą uwagę skupia obecnie na rynku polskim. Niezmiennie największy udział w sprzedaży Spółki miał dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej, który odpowiadał za 77,7% przychodów generując 250,5 mln zł sprzedaży (wzrost udziału o 4,9 p. p. r/r), co stanowi wzrost w stosunku do całego 2022 r. o 9 p. p. Zwiększenie znaczenia tego segmentu jest skutkiem spadku sprzedaży komputerów (własnych oraz producentów zewnętrznych), co jest zgodne ze światowymi trendami sprzedażowymi.

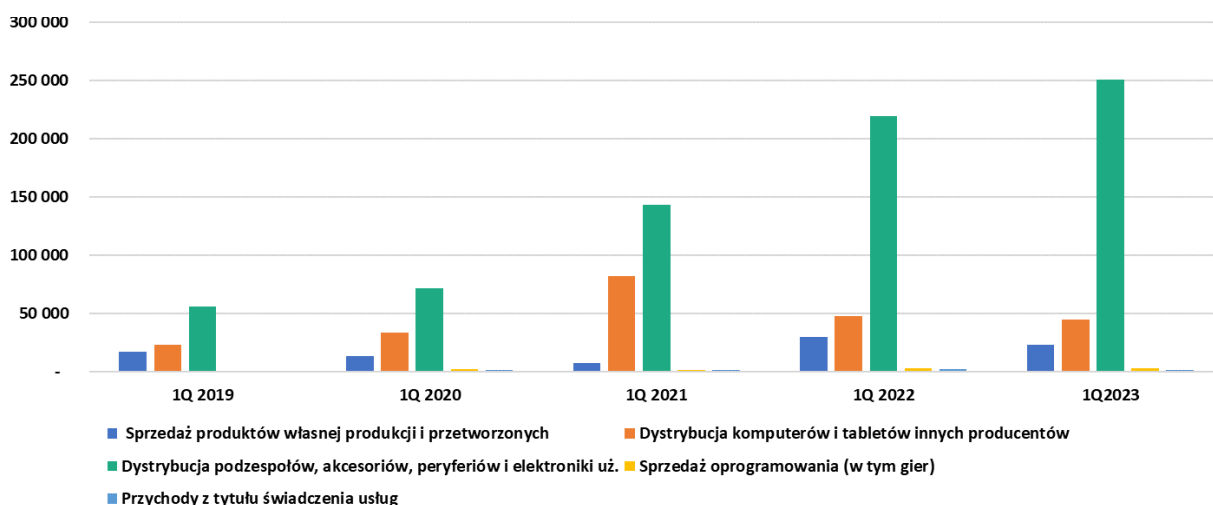
Struktura przychodów (1Q 2023)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Największą dynamikę zmian odnotowano w segmencie dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej, która wyniosła 14,4%, ale była wyraźnie niższa niż rok wcześniej (52,8%). Jednocześnie był to jedyny segment, który w porównaniu z analogicznym kwartałem roku poprzedniego odnotował wzrosty sprzedaży. Sprzedaż pozostałych była na niższym poziomie niż rok temu, co sugeruje, że spowolnienie gospodarcze oraz wysoka inflacja negatywnie wpływają na zakupy sprzętu IT przez konsumentów, kierując strumień wydatków w pierwszej kolejności w stronę produktów o krótszym cyklu życia (telefon) kosztem dóbr bardziej trwałych (komputer stacjonarny). Jednocześnie widać, że konsumenci przeskakują na wyższą półkę cenową kupowanych smartphonów, co przekłada się na wyższe przychody NTT System.

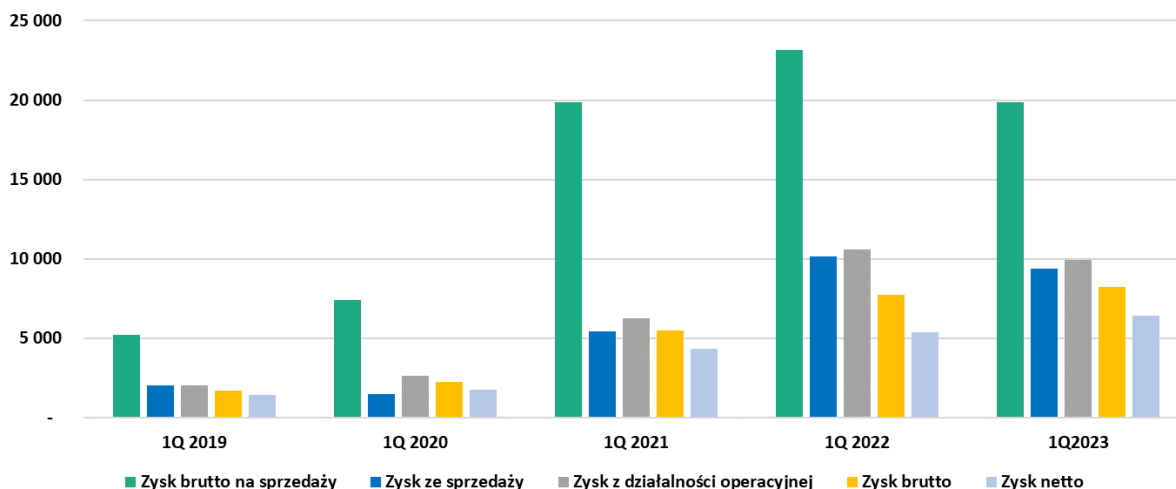
Przychodów wg segmentów (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Pod względem zysków I kwartał 2023 był gorszy niż analogiczny kwartał 2022 r. z wyłączeniem zysku netto, który wzrósł o 19,9% r/r do 6,4 mln zł i był najlepszym kwartalnym wynikiem netto w historii NTT System. Mimo to, na pozostałych poziomach zyski były niższe niż rok wcześniej. Największe pogorszenie miało miejsce na poziomie zysku brutto ze sprzedaży, który spadł o 14,2% r/r do 19,9 mln zł. Z kolei, zysk operacyjny zmniejszył się o 6% r/r do 9,9 mln zł. Wspomniany wcześniej bardzo dobry wynik netto ma swoje źródło w prawie dwukrotnie niższych kosztach finansowych (1,9 mln zł wobec 2,9 mln zł rok wcześniej), które w środowisku wysokich stóp procentowych istotnie ciążyą na wyniku netto Spółki.

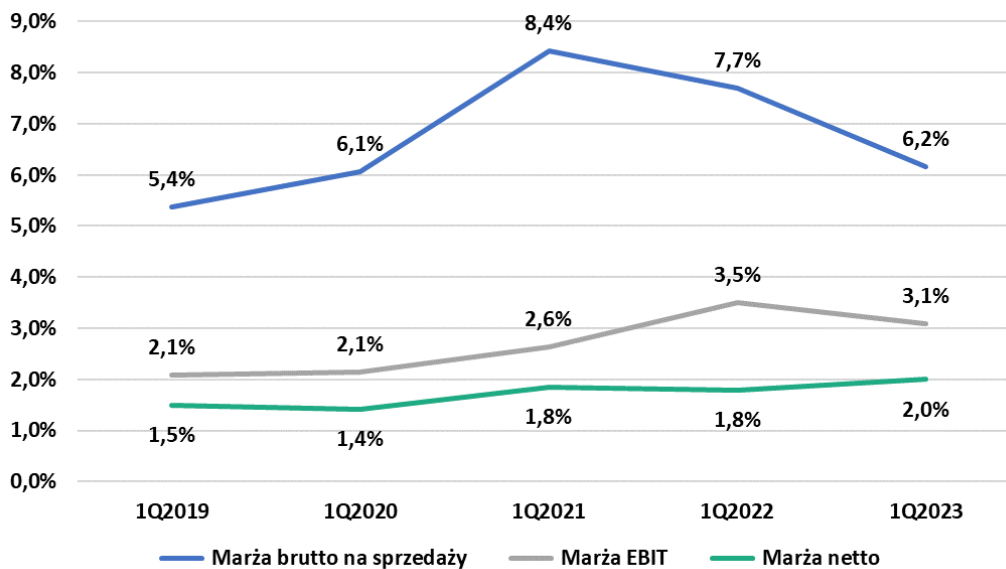
Zyski wg poziomów (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Niższe poziomy zysków na podstawowej działalności skutkowały spadkiem rentowności. Marża brutto na sprzedaży spadła o 1,5 p. p. r/ do 6,2%, a marża EBIT zmniejszyła się o 0,4 p. p. r/ do 3,1%. Z kolei, marża netto wzrosła o 0,2 p. p. r/r do 2,0%, co wynikało z wspomnianego wcześniej wzrostu zysku netto spowodowanego niższymi kosztami finansowymi.

Rentowność



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Szacunki DM Banku BPS za 1Q 2023 r. a wyniki Spółki

tys. PLN	1Q 2023	szacunki DM BPS	szacunków DM BPS	3Q2022	4Q2022	Zmiana k/k
Przychody	322 301	329 879	-2,3%	303 726	346 943	14,2%
Zysk brutto na sprzedaży	19 882	19 622	1,3%	19 775	16 001	-19,1%
<i>Marża brutto</i>	6,2%	5,9%	+0,3 p. p.	6,5%	4,6%	-1,9 p. p.
EBITDA	10 066	9 783	2,9%	10 961	2 759	-74,8%
<i>marża EBITDA</i>	3,1%	3,0%	+0,1 p. p.	3,6%	0,8%	-2,8 p. p.
EBIT	9 931	9 648	2,9%	10 777	2 532	-76,5%
<i>Marża EBIT</i>	3,1%	2,9%	+0,2 p. p.	3,5%	0,7%	-2,8 p. p.
Zysk brutto	8 239	7 765	6,1%	4 868	4 317	-11,3%
<i>Marża zysku brutto</i>	2,6%	2,4%	+0,2 p. p.	1,6%	1,2%	-0,4 p. p.
Zysk netto	6 434	6 093	5,6%	2 741	4 648	69,6%
<i>Marża zysku netto</i>	2,0%	1,8%	+0,2 p. p.	0,9%	1,3%	-0,4 p. p.

Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

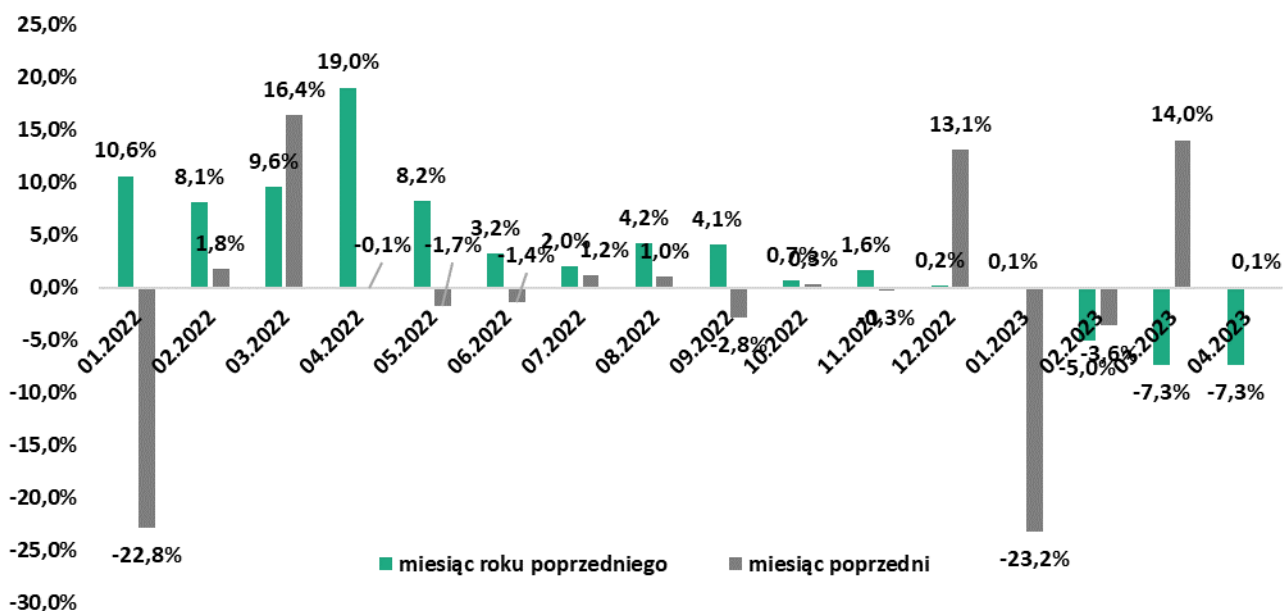
Na poziomie przychodów Spółka pokazała nieznacznie gorsze wyniki niż się spodziewaliśmy. Prognozowane przez nas przychody (329,9 mln zł) okazały się niższe o 2,3% niż wartości realnie wypracowane przez Spółkę (322,3 mld zł). Z kolei, na poziomie zysków Spółka pozytywnie nas zaskoczyła, ponieważ zarówno zysk EBITDA, EBIT oraz zysk netto były wyższe od naszych oczekiwań. To przełożyło się także na wyższe od spodziewanych poziomy rentowności.

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie rynkowe

Z uwagi na fakt, że ok. 95% sprzedaży NTT System koncentruje się na rynku polskim, kluczowym czynnikiem kształtującym przyszłe przychody jest popyt krajowy. Popyt na sprzęt IT zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Narastające obawy dot. konsumpcji w Polsce związane z wysoką inflacją oraz ograniczonym dostępem do finansowania wynikające z procesów zacieśniania polityki monetarnej zaczynają się powoli materializować. W poprzednim raporcie, jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki postrzegamy wysoką inflację, z punktu widzenia popytu na sprzęt IT, wysoka inflacja oznacza spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych i tym samym przesunięcie części wydatków na dobra pierwszej potrzeby. Podobnie, negatywny wpływ inflacja może mieć na wydatki na IT podejmowane przez przedsiębiorstwa i administrację publiczną. Inflacja w maju wyniosła 13%, co oznacza, że w porównaniu z wcześniejszymi miesiącami jej dynamika zaczyna powoli słabnąć i niewykluczone, że proces dezinflacji (spadku dynamiki inflacji), wraz z umocnieniem złotego oraz ustabilizowaniem cen surowców, przybierze na sile w kolejnych miesiącach. Z punktu widzenia popytu zagregowanego, w I kwartale 2023 PKB zmniejszył się realnie o 0,3% r/r, ale w porównaniu z poprzednim kwartałem odnotował wzrost o 3,8%. Niemniej jednak, obserwujemy obecnie spowolnienie gospodarcze, które ma miejsce w odniesieniu do realnej sprzedaży detalicznej, która wraz z początkiem 2023 r. notuje spadki w ujęciu miesięcznym (w marcu i kwietniu 2023 sprzedaż detaliczna spadła o 7,3%). W połączeniu ze słabymi danymi z końcówki 2022 r. rodzi to obawy o konsumpcję w Polsce, tym sprzętu komputerowego i telekomunikacyjnego.

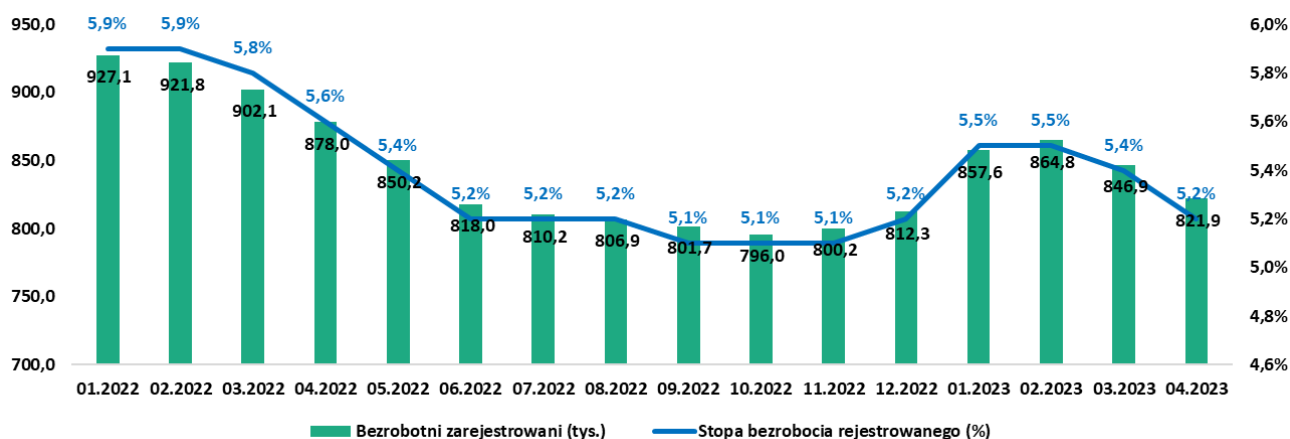
Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: GUS

Wydatki konsumentów na sprzętu IT zależą także w dużej mierze od poziomów bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty, Wraz z początkiem 2023 r. bezrobocie zaczęło rosnąć, natomiast w kwietniu nastąpił powrót do tendencji spadkowych bezrobocia, które wyniosło 5,2%. Spodziewamy się, że obecnie niekorzystne środowisko makroekonomiczne, nie powinno skutkować wzrostami bezrobocia w perspektywie najbliższego roku. Zakładamy, że liczba osób pozostających bez pracy powinna utrzymywać się na podobnym poziomie w najbliższych miesiącach.

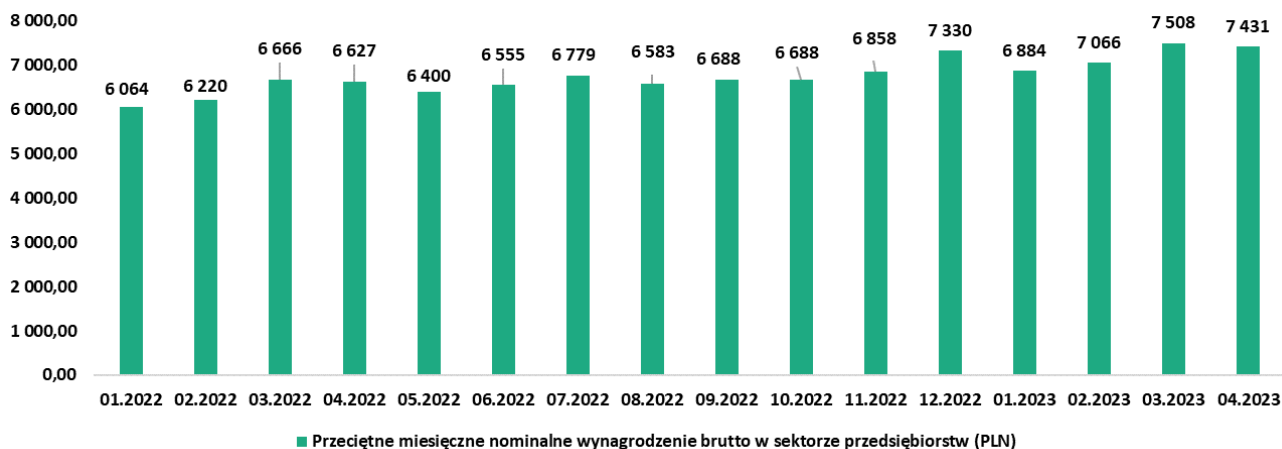
Bezrobocie



Źródło: GUS

Poziom bezrobocia jest ujemnie skorelowany z poziomem zatrudnienia - ostatnie spadki bezrobocia przełożyły się na wzrosty zatrudnienia. Na koniec kwietnia 2023 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 7 tys. osób w porównaniu z marcem 2023 i wyniosło ponad 6,524 mln osób. Niemniej jednak uważamy, że rynek pracy w Polsce pozostaje wciąż silny, co widać także w danych dotyczących kształtowania się wynagrodzeń.

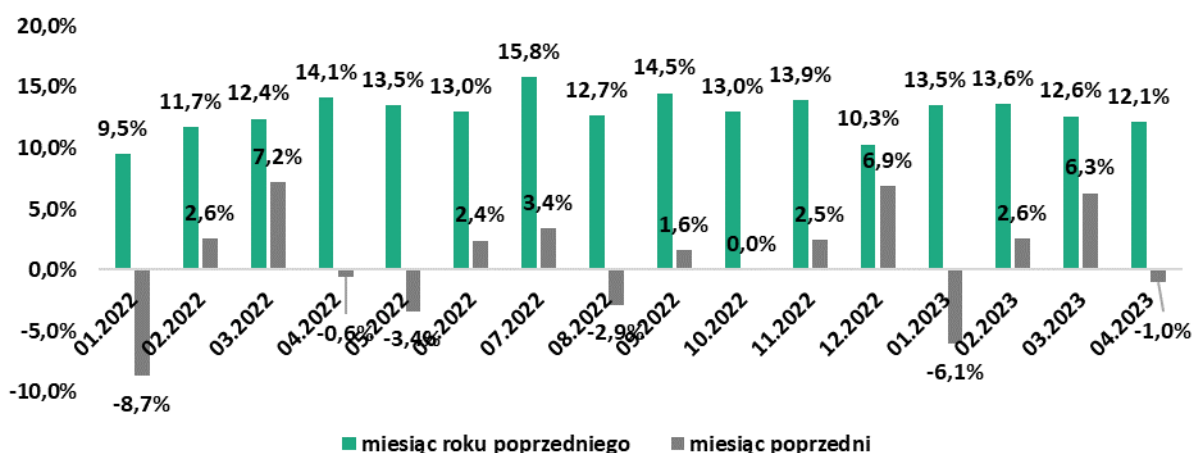
Wynagrodzenia



Źródło: GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec kwietnia 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 431 zł brutto. W kwietniu wynagrodzenia jednak spadły w ujęciu miesięcznym (minus 1%), z kolei w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost na poziomie 12%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (13% w maju) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów jest kontynuowany, a jego skutki widoczne są we wcześniej prezentowanych danych dotyczących sprzedaży detalicznej.

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na niskim poziomie, co pozytywne, z powrotem z tendencją malejącą. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie miał już miejsce, powoduje jednak widoczny spadek realnej sprzedaży detalicznej, co postrzegamy obecnie jako jeden z największych czynników ryzyka generowania przychodów przez NTT System.

Prognozy finansowe dla Spółki

Wyniki Spółki za I kwartał 2023 są w znacznym stopniu zbieżne z naszymi oczekiwaniami, stąd podtrzymujemy nasze prognozy z raportu kwietniowego dotyczące wyników. Wciąż uważamy, że boom na sprzęt IT napędzany pandemią i skutkujący rosnącymi przychodami dystrybutorów dobiegł końca, a sprzedaż niektórych segmentów rynku (komputery własne i dostawców zewnętrznych) będzie powielać w Polsce niekorzystne trendy spadkowy obserwowane w gospodarce globalnej, co widać było także w wynikach za I kwartał. Uważamy jednak, że wciąż silny pozostawać będzie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej z uwagi na „pierwszeństwo” zakupów wśród konsumentów, krótszy cykl życia produktów oraz zwrot klientów ku produktom z wyższej półki.

W stosunku do ostatniego raportu wprowadzamy jednak dwie istotne zmiany, jakich Spółka planuje dokonać. Pierwsze, dotyczy wielkości dywidendy, drugie skupu akcji własnych.

Nasze wcześniejsze szacunki dotyczące dywidendy korygujemy w dół. Spółka ogłosiła, że wypłaci w formie dywidendy zaledwie 5,8% zysku netto wypracowanego w 2022 r. (948 tys. zł) podczas gdy w zeszłym roku dywidenda wyniosła 4,1 mln zł (22,7% zysku netto). Nasze założenia określały wielkość dywidendy na poziomie 15% zysku netto. Niższa dywidenda w krótkim okresie, może być postrzegana przez inwestorów niekorzystnie, natomiast w dłuższym okresie oznacza, że więcej kapitału pozostaje w Spółce, co przyczynia się do wzrostu jej wartości.

We wcześniejszym raporcie nie zakładaliśmy skupu akcji własnym, w obecnej wycenie prognozujemy skup zgodnie z proponowanymi przez Spółkę parametrami, tj. przedmiotem nabycia ma być 0,5 mln akcji własnych (3,61% kapitału), cena ma oscylować w przedziale 0,1-10 zł, a sam skup ma trwać do końca 2027 r. Finalna decyzja o skupie ma zostać podjęta na WZA 28 czerwca.

Czynniki ryzyka

Ryzyko związane z pandemią COVID-19

Mimo bardzo niskiej liczby nowych, oficjalnie potwierdzonych przypadków COVID-19 wciąż istnieje ryzyko powrotu pandemii, stąd w związku z nieprzewidywalnością i skalą oddziaływania dostrzegamy wiele zagrożeń po stronie popytowej (spadek popytu na skutek pogorszenia się sytuacji materialnej konsumentów), jak i podażowej (zachwianie ciągłości dostaw, ograniczenie produkcji).

Ryzyko związane ze skutkami wojny w Ukrainie

Spółka nie prowadzi działalności na rynkach wschodnich (brak transakcji z kontrahentami z Ukrainy, Rosji i Białorusi), aczkolwiek wojna ma wielowymiarowy wpływ działalność gospodarczą. Wśród ryzyk związanych ze skutkami wojny w Ukrainie należy wymienić: wzrost kosztów zakupów towarów na skutek osłabienia złotówki względem euro i dolara, dalszy wzrost wysokości stóp procentowych (negatywny wpływ na koszty operacyjne i finansowe Spółki), osłabienie złotego, inflacyjny wzrost cen powodujący spadek popytu oraz presję na wzrost wynagrodzeń, wzrost kosztu usług, towarów i materiałów. Czynnikiem ryzyka pozostaje także utrudniona dostępność pracowników, w szczególności mężczyzn będących obywatelami Ukrainy, zatrudnionych przez różne podmioty w Polsce, jako skutek zarządzanej w Ukrainie powszechnej mobilizacji, co może zakłócić działalnością wielu podmiotów (np. firm transportowych, kurierskich, itd.). Wojna spowodowała także, że problemy z zaburzeniami łańcucha dostaw się powiększyły (np. transport kolejowy z Chin w chwili obecnej nie istnieje lub jest bardzo ryzykowny, co wpływa na koszt i czas realizacji transportu z Chin innymi środkami).

Ryzyko związane ze wybuchem wojny między Chinami a Tajwanem

Obserwowane od kilkunastu miesięcy napięcia między Chinami a Tajwanem oraz demonstracja siły przez wojsko chińskie rodzą obawy dotyczące ewentualnej agresji chińskiej. Dostawy sprzętu z Tajwanu, jednego z czołowych producentów półprzewodników i elektroniki na świecie, będą w tej sytuacji zagrożone lub całkowicie wstrzymane. Nie bez znaczenia będzie także zachowanie społeczności międzynarodowej wobec Chin w postaci sankcji, które także przyczynią się do zaburzeń dostaw i zakłóceń w globalnym handlu.

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 41% 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.

Aktualizacja prognoz finansowych

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	133 821	138 648	149 217	158 158	167 970	178 692
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	226 528	230 395	236 346	244 807	253 747	263 240
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	859 671	922 427	989 764	1 078 989	1 160 769	1 250 421
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	13 588	13 359	13 557	14 356	15 169	16 012
Przychody z tytułu świadczenia usług	12 099	14 685	14 221	15 406	16 723	18 240
Koszt własny sprzedaży	1 175 874	1 246 010	1 324 945	1 427 505	1 524 448	1 630 424
Zysk brutto na sprzedaży	69 833	73 504	78 161	84 211	89 930	96 181
Koszty sprzedaży	35 590	36 946	37 884	40 816	43 588	46 618
Koszty ogólnego zarządu	7 566	7 917	8 419	9 070	9 686	10 360
Zysk ze sprzedaży	26 677	28 641	31 858	34 324	36 655	39 203
Pozostałe przychody operacyjne	5 604	5 936	6 312	6 801	7 263	7 767
Pozostałe koszty operacyjne	3 301	5 077	5 399	5 817	6 534	6 988
Zysk z działalności operacyjnej	28 980	29 500	32 771	35 308	37 384	39 983
Przychody finansowe	1 148	1 142	971	825	701	596
Koszty finansowe	9 760	9 858	9 759	9 661	7 729	4 637
Zysk brutto	20 368	20 784	23 983	26 472	30 356	35 942
Podatek dochodowy	3 865	3 748	4 325	4 773	5 474	6 481
Podatek dochodowy (%)	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Zysk netto	16 503	17 037	19 659	21 698	24 882	29 461
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	16 503	17 037	19 659	21 698	24 882	29 461

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

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	379 474	413 975	441 604	473 774	507 457	543 474
Aktywa trwałe	56 702	59 157	60 923	62 365	63 697	65 189
Rzeczowe aktywa trwałe	18 470	21 648	22 915	24 281	25 739	27 298
Wartości niematerialne i prawne	31 579	31 579	31 579	31 579	31 579	31 579
Nieruchomości inwestycyjne	2 580	2 580	2 580	2 580	2 580	2 580
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 073	3 351	3 849	3 925	3 800	3 731
Aktywa obrotowe	322 772	354 818	380 680	411 409	443 759	478 285
Zapasy	154 358	153 180	162 884	175 492	197 116	210 819
Należności handlowe	125 858	164 939	175 388	188 964	201 797	220 142
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	30 333	21 782	26 546	29 863	26 596	27 804
Pozostałe aktywa	12 223	14 917	15 862	17 090	18 251	19 520
PASYWA	379 474	413 975	441 604	473 774	507 457	543 474
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	173 557	200 032	217 852	236 666	259 086	286 439
Kapitał podstawowy	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100
Kapitał zapasowy	58 302	74 367	89 565	106 339	125 575	148 350
Pozostałe kapitały	25 788	26 321	28 944	30 984	34 168	38 746
Zobowiązania długoterminowe	275	275	275	275	275	275
Długoterminowe kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0
Długoterminowe rezerwy	275	275	275	275	275	275
Zobowiązania krótkoterminowe	212 324	214 728	224 536	237 892	249 155	257 818
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	44 496	36 072	34 714	33 560	31 107	27 368
Zobowiązania handlowe	125 472	133 931	142 415	153 439	163 859	172 661
Pozostałe zobowiązania	42 356	44 725	47 408	50 893	54 188	57 790

Źródło: DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	-15 574	2 276	19 159	18 273	12 507	18 125
Wynik finansowy	20 368	20 784	23 983	26 472	30 357	35 942
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	846	888	933	979	1 028	1 080
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	632	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	8 505	8 505	8 505	8 505	8 505	8 505
Wynik na działalności inwestycyjnej	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Podatek dochodowy zapłacony	-1 615	-3 748	-4 325	-4 773	-5 474	-6 481
Zmiany w kapitale obrotowym						
Zmiana stanu rezerw	5 408	7 516	2 639	3 428	3 240	3 542
Zmiana stanu zapasów	-20 593	1 178	-9 704	-12 608	-21 624	-13 703
Zmiana stanu należności	14 796	-39 081	-10 449	-13 576	-12 833	-18 345
Zmiana stanu zobowiązań	-43 411	8 459	8 485	11 024	10 420	8 801
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-366	476	44	58	54	59
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	-137	-2 694	-945	-1 228	-1 161	-1 269
Przepływy inwestycyjne	-269	-1 219	-1 297	-1 398	-1 493	-1 597
Przepływy finansowe	25 938	-9 608	-13 098	-13 561	-14 284	-15 323
Przepływy pieniężne netto	10 095	-8 551	4 764	3 314	-3 270	1 205
Środki pieniężne na koniec okresu	30 333	21 782	26 546	29 863	26 596	27 804

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	8,1%	5,9%	6,3%	7,7%	6,8%	7,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	23,9%	1,9%	10,9%	7,7%	5,9%	6,9%
EBIT (zmiana, r/r)	24,4%	1,8%	11,1%	7,7%	5,9%	7,0%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-7,8%	3,2%	15,4%	10,4%	14,7%	18,4%
Marża brutto na sprzedaży	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Marża brutto	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%
Marża netto	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,7%
COGS / Przychody	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%
SG&A / Przychody	-3,5%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,3%
SG&A / COGS	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
ROE	9,5%	8,5%	9,1%	9,2%	9,7%	10,4%
ROA	4,3%	4,2%	4,5%	4,6%	4,9%	5,5%
Dług (tys. PLN)	44 496	32 317	33 714	32 060	29 108	24 868
D/(D+E)	0,20	0,14	0,13	0,12	0,10	0,08
D/E	0,26	0,16	0,16	0,14	0,11	0,09
EV (tys. PLN)	21 984	34 163	32 766	34 420	37 372	41 612
Dług / EV	2,02	0,95	1,03	0,93	0,78	0,60
CAPEX / Przychody	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
CAPEX / Amortyzacja	136,8%	138,0%	139,8%	143,4%	145,9%	148,6%
Amortyzacja / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	4,0%	0,6%	1,0%	1,0%	1,2%

Źródło: DM Banku BPS, P - prognozy

Wycena

Do wyceny 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 uwagi na większy udział spółek zagranicznych, metodzie porównawczej przypisaliśmy mniejszą wagę (0,25) niż metodzie DCF (0,75). Na podstawie wyceny metodą DCF szacujemy cenę 1 akcji NTT System na 7,1 zł (wzrost w odniesieniu do naszej wyceny z kwietnia). Jednocześnie, na podstawie wyceny porównawczej ustaliliśmy cenę na 11,5 zł, co stanowi wzrost w porównaniu do grudniowej wyceny tą metodą (9,6 zł), co wynika z polepszenia mnożników dla spółek porównawczych. **Finalnie wycena na dzień 05.06 oszacowana została na 8,2 zł za akcję, a na koniec 2023 na 8,6 zł za akcję.** Cena docelowa stanowi premię w stosunku do ceny rynkowej (4,98 zł) na poziomie 76,3%.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	7,1
Wycena porównawcza	0,25	11,5
Cena wynikowa na dzień 05.06		8,2
Cena docelowa na koniec 2023		8,6

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do jednej polskiej i ośmiu zagranicznych spółek. Z uwagi na fakt, iż grupę porównawczą stanowiły spółki z rynków „droższych” niż rynek polski oraz to, że według mnożników P/E i EV/EBITDA, NTT System notowany jest ze znacznym dyskontem w stosunku do grupy porównawczej, w wycenie NTT System przypisaliśmy dyskonto z tytułu wielkości na poziomie 20% (na podstawie studiów literaturowych).

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
EPLUS INC	11,4	11,3	10,7	-	-	-	7,2	7,5	7,0
PC CONNECTION INC	15,2	12,9	-	1,5	1,3	-	8,9	7,9	-
ESPRINET SPA	7,5	5,4	4,8	0,7	0,7	0,6	7,2	6,2	5,6
DAIWABO HOLDINGS CO LTD	12,6	10,9	8,4	1,7	1,5	1,3	7,1	6,3	4,8
AB SA	5,0	4,8	5,1	0,6	0,6	0,5	4,7	5,1	5,1
ASBIS ENTERPRISES INC	5,0	4,5	4,5	1,3	1,2	1,0	4,7	4,5	4,3
INIGHT ENTERPRISES	14,3	12,5	10,2	2,5	2,3	-	9,0	8,0	6,4
AVNET INC	5,8	8,0	7,0	0,9	0,8	-	5,5	6,7	6,4
ARROW ELECTRONICCS	7,9	8,6	6,2	1,2	1,1	-	6,3	6,9	5,8
Średnia	9,4	8,8	7,1	1,3	1,2	0,9	6,7	6,6	5,7
Mediana	7,9	8,6	6,6	1,3	1,1	0,8	7,1	6,7	5,7
NTT System	4,1	4,0	3,5	0,4	0,3	0,3	2,7	1,8	1,6
Implikowana wycena (tys. PLN)	160 179	172 270	153 950	260 999	257 131	205 795	189 596	207 301	192 332
Wycena 1 akcji (PLN)	11,5								

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka szacowana na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. W pierwszym roku prognozy: 5,92%, następnie w 2024 r. spadek o 0,5 pp., w latach późniejszych proporcjonalny spadek (poprzednio 6,15%, trend bez zmian)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M: 6,95% (bez zmian)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,41, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007- maj 2023 (poprzednio: 0,42)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,40% (bez zmian)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1% (bez zmian)
- Wypłata dywidendy
- Prowadzony skup akcji do 2027 r.
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606	1 743 872
EBITDA	29 826	30 388	33 704	36 287	38 413	41 063	40 787
EBIT	28 980	29 499	32 771	35 308	37 384	39 983	40 383
CIT	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	23 754	24 180	26 862	28 941	30 643	32 773	33 101
Amortyzacja	846	888	933	979	1 028	1 080	1 080
CAPEX	-276	-1 226	-1 304	-1 405	-1 500	-1 604	-1 604
Inwestycje w kapitał obrotowy	2 517	29 876	10 344	12 828	23 194	23 384	23 384
FCFF	21 807	-6 034	16 147	15 688	6 977	8 864	9 192
WACC		9,4%	8,8%	8,3%	7,8%	7,7%	7,8%
DCFF		-5 043	12 520	11 394	4 797	5 685	
Suma DCF	29 353						
Wartość rezydualna (TV)	135 549						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	80 222						
Udział zdyskontowanej TV w EV	73,2%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	109 575						
Środki pieniężne na 6.04.2023	25 436						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 6.04.2023	39 673						
Dług netto na 12.04.2023	14 236						
Inne aktywa nieoperacyjne	2 580						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	97 919						
Liczba akcji (tys.)	13 850						
Cena 1 akcji (PLN)	7,1						
Przychody zmiana r/r	8,1%	5,9%	6,3%	7,7%	6,8%	7,0%	
EBIT zmiana r/r	24,4%	1,8%	11,1%	7,7%	5,9%	7,0%	
FCF zmiana r/r		-127,7%	367,6%	-2,8%	-55,5%	27,0%	
Marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Marża EBIT	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Marża NOPLAT	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
CAPEX/Przychody	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
CAPEX/Amortyzacja	32,6%	138,0%	139,8%	143,4%	145,9%	148,6%	

Źródło: DM Banku BPS, P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

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

Źródło: DM Banku BPS

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,46%	6,95%	6,45%	5,95%	5,45%	4,95%	4,95%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	10,46%	9,95%	9,45%	8,95%	8,45%	7,95%	7,95%
1-CIT (realny)	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	8,6%	8,2%	7,7%	7,3%	6,9%	6,5%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,40%	5,92%	5,42%	4,92%	4,42%	4,42%	4,42%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
Zalewarowana beta	0,53	0,50	0,49	0,48	0,47	0,46	0,46
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,19%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	10,2%	9,6%	9,0%	8,5%	7,9%	7,8%	7,8%
Kapitał własny (tys. PLN)	173 557	200 032	217 852	236 666	259 086	286 439	286 439
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	44 496	36 072	34 714	33 560	31 107	27 368	27 368
Razem	218 053	236 104	252 565	270 226	290 193	313 807	313 807
D/E	0,26	0,18	0,16	0,14	0,12	0,10	0,10
Udział Ke	0,80	0,85	0,86	0,88	0,89	0,91	0,91
Udział Kd	0,20	0,15	0,14	0,12	0,11	0,09	0,09
Ważony koszt kapitału własnego	8,2%	8,1%	7,8%	7,4%	7,0%	7,1%	7,1%
Ważony koszt kapitału obcego	1,7%	1,2%	1,1%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%
WACC	9,9%	9,4%	8,8%	8,3%	7,8%	7,7%	7,7%

Źródło: DM Banku BPS, P - prognozy

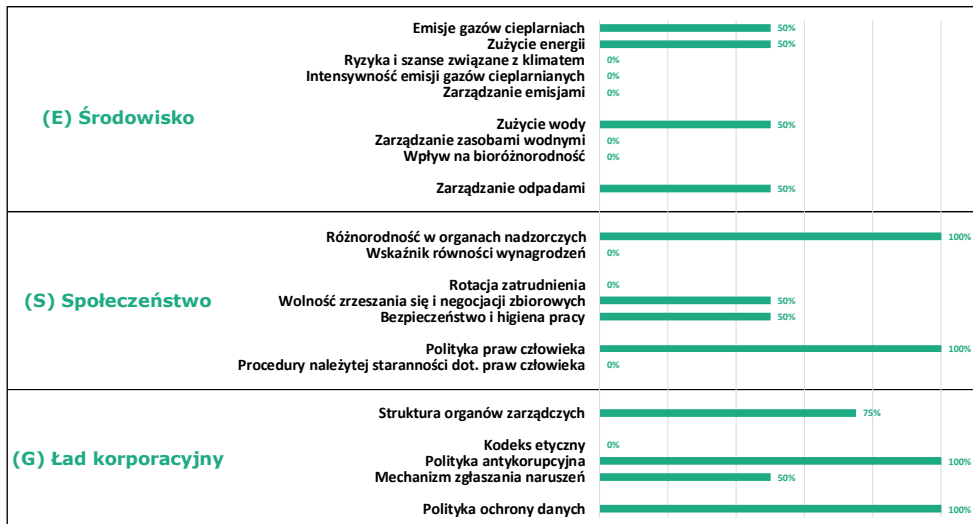
ESG

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. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosujemy **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW. Badanie przeprowadzamy raz w roku, a poprzedni scoring dokonany został w kwietniu 2023 r. i bazował na danych za 2022 r. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez NTT System oceniamy, podobnie jak w zeszłym roku, jako dostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 8,80 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C.**

DM BPS ESG SCORE	C
------------------	----------

L. PUNKTÓW	8,80
------------	-------------

ESG score	8,80
(E) Środowisko	1,77
(S) Społeczeństwo	3,61
(G) Ład korporacyjny	3,41



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS SA

ŹRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z Działalności
Raport roczny
strony internetowe Spółki

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizy

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.

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. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 5 czerwca 2023 roku, 17:15

Pierwsze udostępnienie opracowania: 5 czerwca 2023 roku, 17:30

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 funkcję 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-gow>

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 należyłą 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 Gieldzie 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:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	8,62	4,89	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Dr Łukasz Bryl Analityk lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: +48 (22) 53 95 084	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>