

2022-05-04 08:10

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	7,9
Wycena DCF [PLN]	6,8
Wycena porównawcza [PLN]	10,6
Cena rynkowa [PLN]	5,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	58,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	69,3
Free float [%]	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

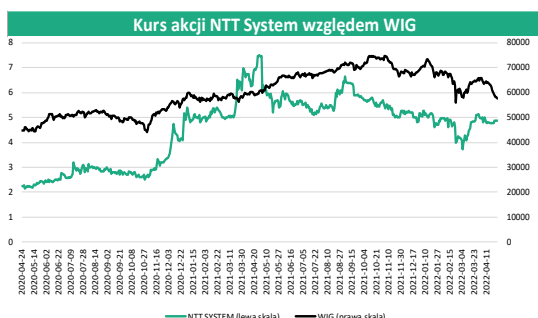
Główni Akcjonariusze : [%]

Tadeusz Kurek	23,9
Davinder Singh Loomba	23,9
Andrzej Rymuza	8,3
Andrzej Kurek	8,3
Barbara Kurek	7,6
Anna Kurek	5,8

Czynniki wzrostu

Silny popyt na IT	Wahania kursów walut
Zamówienia publiczne	Niska rentowność
Bogata oferta	Presja kosztowa
Rozwój marek własnych	Zaburzenia łańcuchów dostaw

Czynniki ryzyka



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

NTT System SA

Raport aktualizujący

Rekordowe wyniki i wyższa rentowność

- Podobnie jak w 2020 r. NTT System w **2021 r. ponownie odnotowała rekordowe wyniki**. Przychody po raz pierwszy w historii przekroczyły 1 mld zł (1,152 mld zł).
- Spółka kontynuuje **wysoką dynamikę sprzedaży w segmencie produktów własnej produkcji i przetworzonych** (w 2021 r. wzrost o 105,0% r/r). Przychody tego segmentu wyniosły 88,5 mln zł (najwyżej w historii).
- Wysoką dynamikę obserwujemy także w segmencie dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej** (w 2021 wzrost o 56,1% r/r). Przychody tego segmentu wyniosły rekordowe 818,8 mln zł i stanowią obecnie najważniejszy segment Spółki (71,1%).
- Wzrost przychodów** przełożył się na **zwiększenie zysków**.
- Spółka wygenerowała **zysk brutto na sprzedaży** równy 62,9 mln zł (wzrost o 46,4% r/r), **zysk operacyjny** w wysokości 23,3 mln zł (wzrost o 71,5% r/r) oraz **zysk netto w wysokości 17,9 mln zł** (wzrost o 109,5% r/r).
- Dzięki ponad proporcjonalnym zyskom **Spółka poprawiła rentowność na wszystkich poziomach**.
- Pozytywnie** oceniamy kształtowanie się **marży brutto** (wzrost o 0,1 pp. do 5,5%), **marży EBIT** (wzrost o 0,3 pp. do 2,0%) oraz **marży zysku netto** (wzrost o 0,5 pp. do 1,6%).
- Dobre wyniki zostały osiągnięte głównie dzięki **wysokiej sprzedaży w IV kwartale**, w perspektywie długoterminowej widzimy szansę dla dalsze wzrosty, aczkolwiek nie spodziewamy się kontynuacji tak wysokiej dynamiki.
- Mimo dobrych historycznych wyników finalnie **obniżamy naszą cenę docelową z 8,3 zł (wrzesień 2021) do 7,9 zł**, głównie z uwagi na spadek wycen spółek porównawczych.

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	1 152 274	1 332 682	1 480 733	1 580 815	1 639 982	1 768 192
EBITDA	24 079	24 388	27 071	28 899	30 006	31 997
<i>marża EBITDA</i>	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT	23 301	23 799	26 442	28 230	29 286	31 223
Zysk netto	17 908	17 812	19 949	21 384	22 219	23 775
Kapitał własny	159 949	173 919	191 810	210 132	228 513	248 845
Dług netto	-13 263	-9 852	-14 265	-22 804	-34 771	-32 670
P/E	3,88	3,90	3,48	3,25	3,13	2,92
P/BV	0,43	0,40	0,36	0,33	0,30	0,28
EV/EBITDA	3,44	3,25	3,09	3,19	3,48	3,19
DY	3,0%	5,5%	6,2%	6,7%	6,9%	7,4%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS, P - prognozy

Ostatnie wydarzenia

- 18.03.2022 (ESPI RB 3/2022) Podpisanie aneksu do umowy faktoringu z PKO Faktoring S.A.
- 28.12.2022 (ESPI RB 22/2021) Nabycie akcji własnych
- 08.12.2021 (ESPI RB 21/2021) Podpisanie aneksu do umowy faktoringu z PKO Faktoring S.A.
- 30.11.2021 (ESPI RB 20/2021) Zawarcie aneksów do umów kredytowych z Bankiem Polska Kasa Opieki S.A. z siedzibą w Warszawie
- 30.11.2021 (ESPI RB 19/2021) Zawarcie Aneksu do umowy limitu kredytowego wielocelowego z Bankiem Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie oraz ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego
- 30.11.2021 (ESPI RB 18/2021) Skup akcji własnych spółki

Podsumowanie wyników za 2021 rok

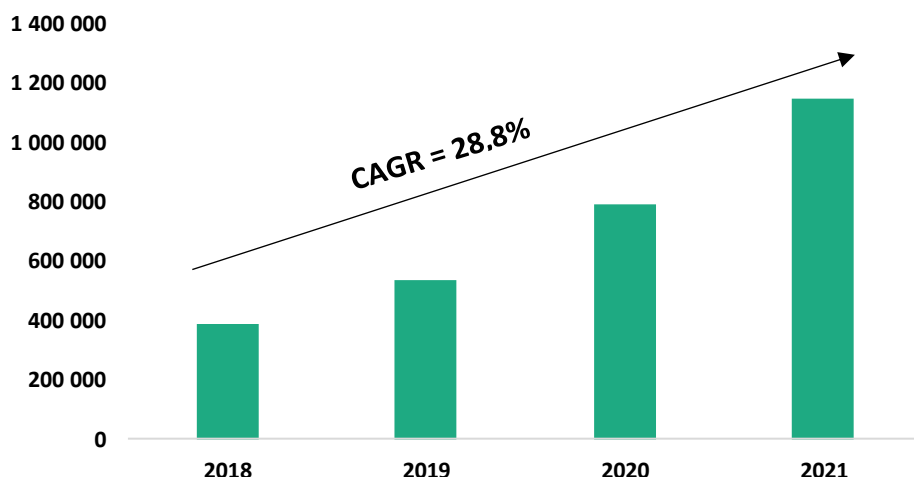
Rok 2021 okazał się rekordowy dla Spółki zarówno pod względem skonsolidowanych przychodów jak i zysków na wszystkich poziomach. Przychody po raz pierwszy w historii przekroczyły 1 mld zł.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2017	2018	2019	2020	2021
Przychody ze sprzedaży	463 829	385 547	539 084	790 985	1 152 274
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	53 406	48 321	80 560	43 156	88 460
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	183 916	113 101	102 014	204 620	223 482
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	217 351	211 903	324 081	524 582	818 832
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	5 402	6 888	7 139	9 801	10 743
Przychody z tytułu świadczenia usług	3 754	5 334	7 290	8 826	10 757
Koszt własny sprzedaży	442 086	360 841	507 628	747 969	1 089 312
Zysk brutto na sprzedaży	21 743	24 706	31 456	43 016	62 962
Koszty sprzedaży	17 461	17 150	20 188	27 212	37 113
Koszty ogólnego zarządu	4 392	4 959	5 180	5 739	6 732
Zysk ze sprzedaży	-110	2 597	6 088	10 065	19 117
Pozostałe przychody operacyjne	9 101	10 575	3 675	6 735	7 893
Pozostałe koszty operacyjne	7 943	7 657	3 666	3 212	3 709
Zysk z działalności operacyjnej	1 048	5 515	6 097	13 588	23 301
Przychody finansowe	2 070	1 741	790	95	851
Koszty finansowe	1 138	1 608	1 092	3 018	2 883
Zysk brutto	1 980	5 648	5 795	10 665	21 269
Podatek dochodowy	367	960	1 099	2 118	3 361
Podatek dochodowy (%)	18,5%	17,0%	19,0%	19,9%	15,8%
Zysk netto	1 613	4 688	4 696	8 547	17 908
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	1 613	4 688	4 696	8 547	17 908

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki

Od 2019 roku Spółka odnotowuje wysoką dynamikę sprzedaży. CAGR przychodów w latach 2017-2021 wyniósł 28,8%. Wysoka dynamika wzrostu zapoczątkowana w 2019 roku (39,8% r/r) uległa dalszemu wzmocnieniu w latach 2020-2021 z uwagi na silny popyt na sprzęt IT spowodowany pandemią. W samym 2021 r. przychody zwiększyły się o 45,7% r/r do 1,152 mld zł.

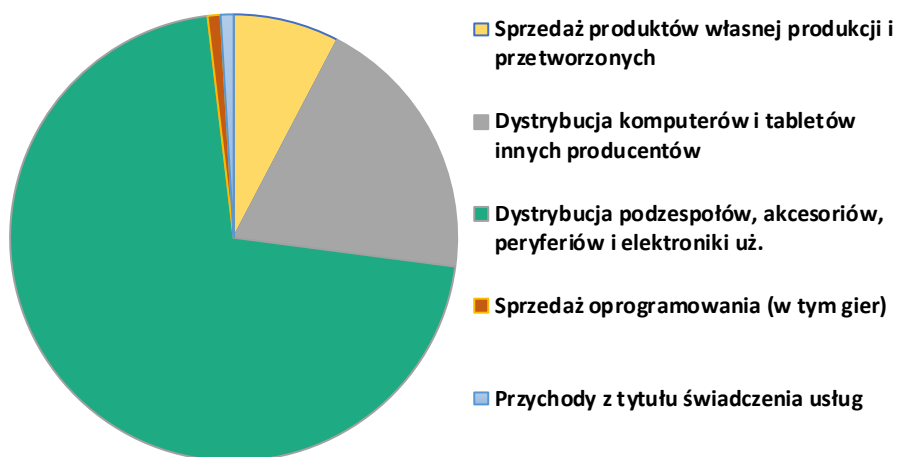
Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Głównym rynkiem zbytu dla Spółki jest rynek polski, który w 2021 roku stanowił 95,3% ogółu przychodów, co stanowi wzrost o 3,3 pp. w porównaniu do roku 2020. Największy udział w sprzedaży Spółki ma segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej. W 2021 odpowiadał on za 71,1% ogółu przychodów generując 818,8 mln zł rocznego obrotu. Co istotne, segment ten odnotował drugą najwyższą, procentową dynamikę zmian (plus 56,1% r/r) i wynikał głównie ze wzrostu sprzedaży smartfonów (Vivo, Motorola, Realme, Oppo, OnePlus), czytników e-book oraz komponentów komputerowych – procesorów Intel i AMD, płyt głównych i kart graficznych (MSI i Gigabyte). Jednakże największą dynamikę miał segment sprzedaży produktów własnej produkcji i przetworzonych (plus 105% r/r), aczkolwiek jego udział pozostaje wciąż relatywnie niewielki (7,7%).

Struktura przychodów (2021)

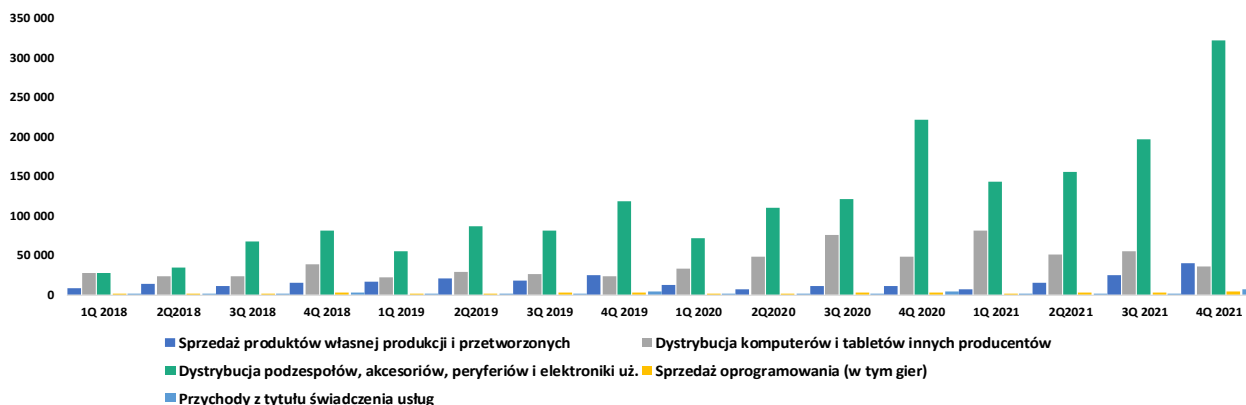


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

Na dobre wyniki za rok 2021 wpływ miał w dużej mierze IV kwartał, w którym Spółka po raz pierwszy w historii przekroczyła 400 mln zł sprzedaży. Skonsolidowane przychody wyniosły 409,5 mln zł, co oznacza wzrost o 41,6% r/r i 45,5% k/k. IV kwartał tradycyjnie jest najlepszym kwartałem dla Spółki

z punktu widzenia generowanego obrotu. Największy wartościowo przyrost miał miejsce w segmencie dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej (plus 101,2 mln zł r/r i 125,4 mln zł k/k). Co ciekawe, jedynym segmentem, który w IV kwartale odnotował spadek sprzedaży był drugi najważniejszy - dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów. W odniesieniu do poprzedniego kwartału segment ten zmniejszył przychody o 20,1 mln zł (minus 36,2%) i 12,8 mln zł w porównaniu do IV kwartału 2020 r. (minus 26,5%).

Przychody wg segmentów (tys. PLN)



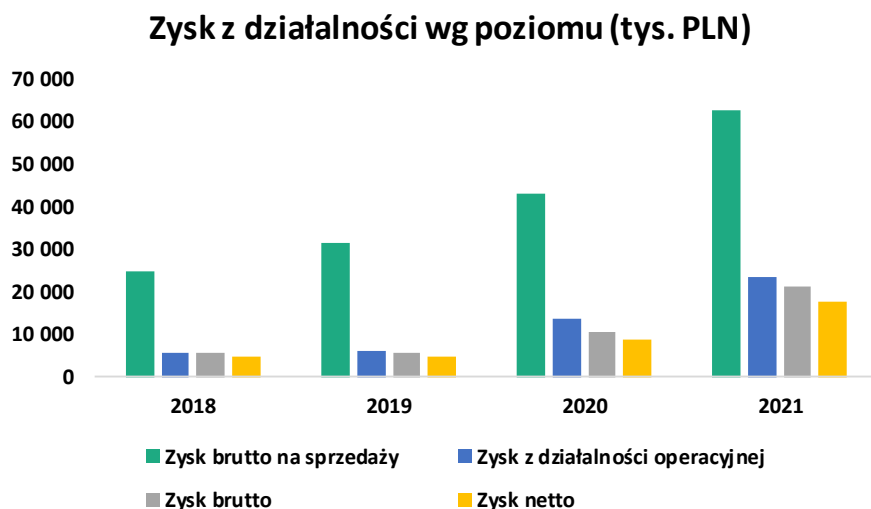
Źródło: opracowanie DM BPS SA na podstawie danych Spółki

Rekordowe przychody pozwoliły na wypracowanie również rekordowych zysków. Od 2017 roku Spółka wykazuje wysoką dynamikę zysków na wszystkich poziomach. Przykładowo CAGR zysku operacyjnego w latach 2017-2020 wyniósł 157,8%, a zysku netto 95,6%.

CAGR (2017-2021)	
Zysk brutto na sprzedaży	31,0%
EBITDA	119,7%
EBIT	157,8%
Zysk brutto	92,8%
Zysk netto	95,6%

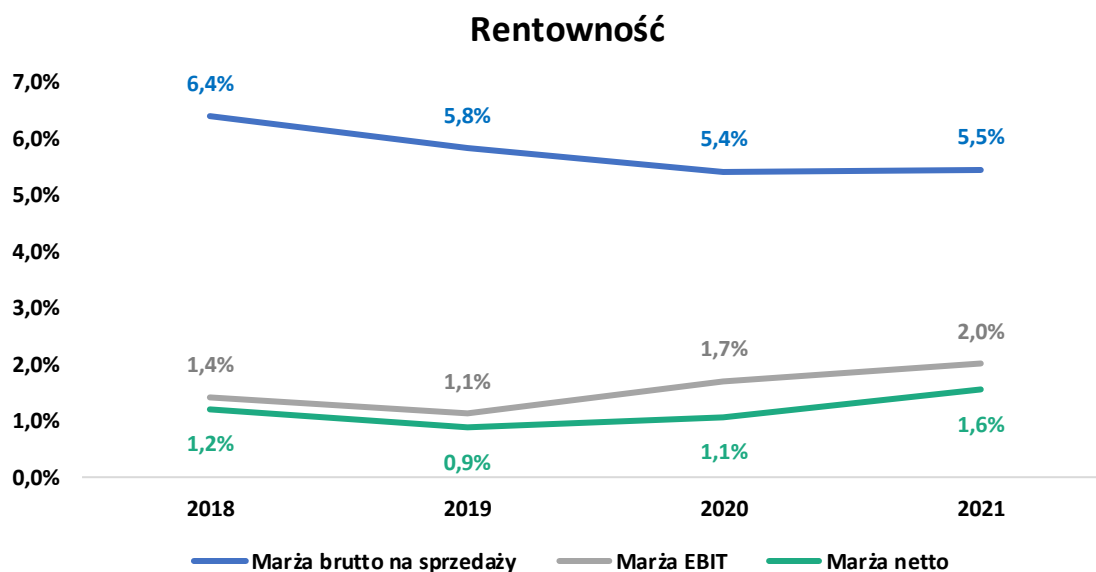
Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Wysoka dynamika umożliwiła po raz pierwszy w historii przekroczenie 60 mln zł zysku brutto na sprzedaży (62,9 mln zł). EBIT wyniósł również rekordowe 23,2 mln zł, zaś zysk netto ukształtował się na poziomie 17,9 mln zł, co oznacza podwojenie w stosunku do roku 2020. Warto odnotować, że zysk netto wykazuje wysoką stabilność w ujęciu rocznym. W każdym z kwartałów 2021 roku Spółka odnotowała zysk netto na poziomie powyżej 4 mln zł (IV kwartał był rekordowy – zysk netto wyniósł 5,4 mln zł).



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

NTT System to Spółka o relatywnie niskiej (nawet jak na standardy branży) rentowności. W latach 2017-2020 rentowność zysku operacyjnego nie przekraczała 2%, a rentowność zysku netto 1,5%. Jednak w ślad za rosnącymi przychodami w 2021 roku dotychczas nieosiągalne poziomy rentowności zostały przekroczone. Marża EBIT wyniosła 2,0%, a marża netto 1,6%, co oceniamy jednoznacznie pozytywnie.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych Spółki

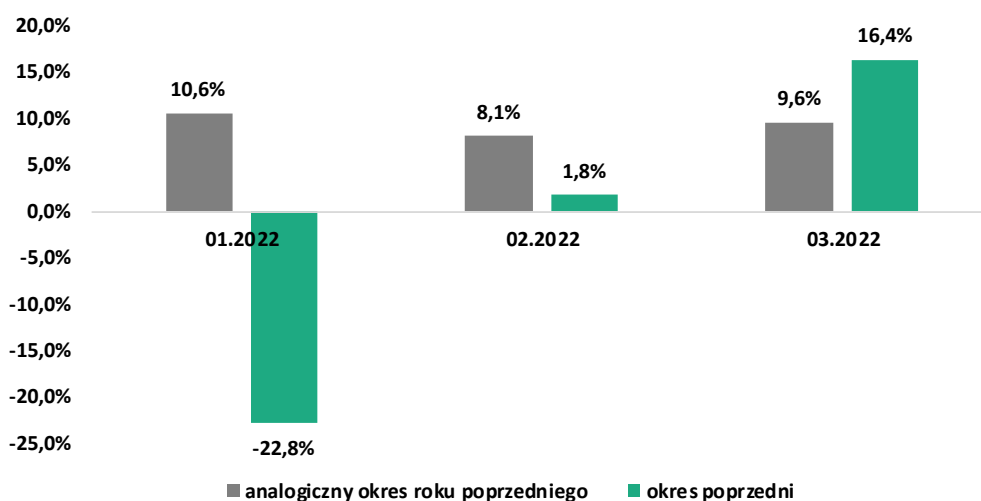
Jednym z czynników zwiększających rentowność Spółki jest reorientacja na produkty własnej produkcji, które zapewniają wyższe marże niż dystrybucja sprzętu innych producentów. O ile w skali całego roku segment dystrybucji komputerów i tabletów innych producentów wciąż był znacząco większy niż segment produktów własnej produkcji i przetworzonych, o tyle w ostatnim kwartale 2021 sprzedaż produktów własnych przewyższyła przychody z tytułu sprzedaży sprzętu innych producentów o 5,1 mln zł (plus 14,3%). Wynik ten oceniamy jako świadome działanie Spółki ukierunkowane na zwiększenie rentowności.

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie rynkowe

Popyt na sprzęt IT zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Gospodarka polska znajduje się w obecnie fazie ożywienia postpandemicznego, będąc jednocześnie pod silnym, negatywnym wpływem wojny w Ukrainie. Nieprzewidywalność zdarzeń skutkuje wzrostem niepewności na rynku oraz trudnościami w prognozowaniu sytuacji makroekonomicznej. Mimo to, w I kwartale 2022 polska gospodarka rozwijała się w szybkim tempie. Sprzedaż detaliczna towarów w cenach stałych (po wyeliminowaniu wpływu inflacji) była większa we wszystkich pierwszych trzech miesiącach 2022 r. w porównaniu do roku 2021.

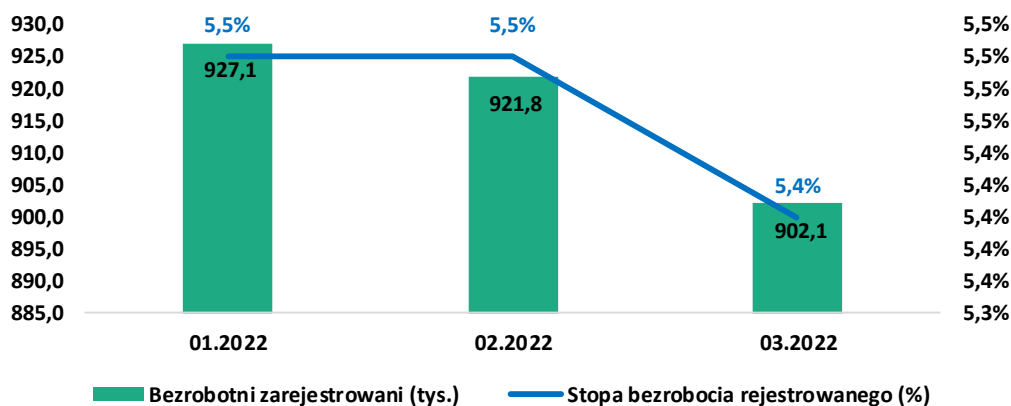
Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

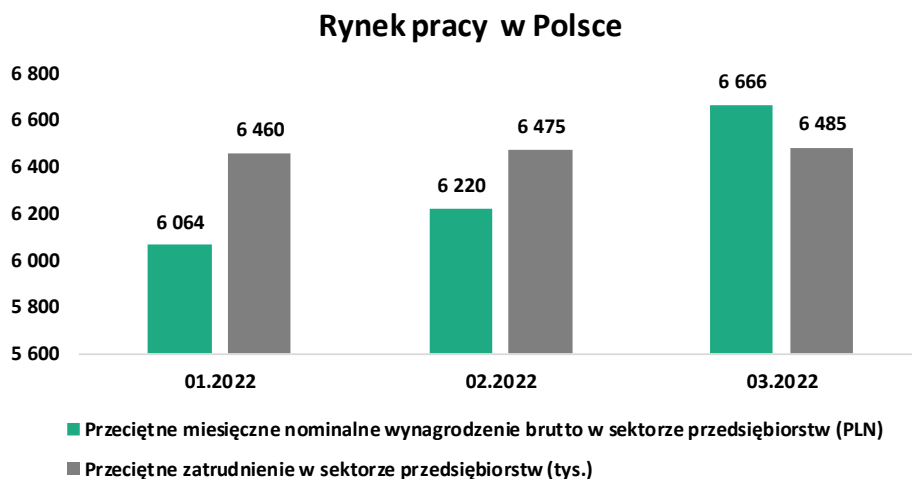
Pozytywne dane spływają także z rynku pracy. Bezrobocie po pierwszych trzech miesiącach 2022 utrzymuje się na niskim poziomie. W marcu 2022 doszło do spadku stopy bezrobocia o 0,1 pp. do 5,4%.

Rynek pracy w Polsce



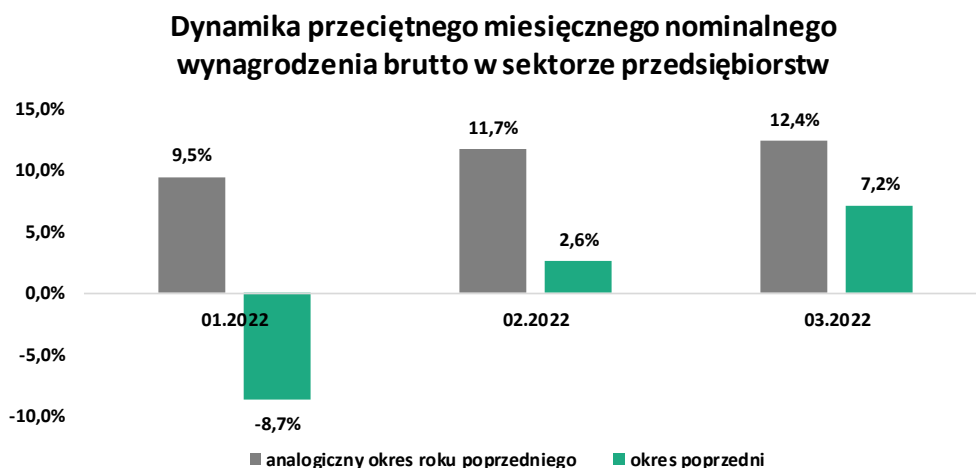
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Niski poziom bezrobocia wynika z wysokich poziomów zatrudnienia. Na koniec marca 2022 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 25 tys. osób w porównaniu ze styczniem 2022 r. i wyniosło ponad 6,485 mln osób. Silny rynek pracy w Polsce skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec marca 2022 r. było wyższe niż w analogicznym okresie 2021 r. i wyniosło 6 666 zł brutto. W marcu wynagrodzenia średnio wzrosły o 7,2% m/m i 12,4% r/r.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

O ile pierwsze trzy miesiące pozwalają spojrzeć z optymizmem na koniunkturę gospodarczą w Polsce i tym samym na perspektywę zakupów sprzętu IT, o tyle inwazja Rosji na Ukrainę może mieć daleko idące negatywne konsekwencje dla decyzji zakupowych konsumentów. Stąd w naszych prognozach wzrostu Spółki przyjmujemy podejście ostrożnościowe.

Prognozy finansowe dla Spółki

Mimo globalnej niepewności, historyczne wyniki Spółki, orientacja na rozwój oraz dobra kondycja polskiej gospodarki pozwalają zakładać dalszy wzrost przychodów w większości segmentów operacyjnych. Największe wzrosty prognozujemy w segmencie dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej. Nie zakładamy jednak utrzymania tak wysokiej, historycznej dynamiki wzrostu z uwagi na zarówno ograniczenia popytowe (wielkość rynku polskiego, malejąca siła nabywcza konsumentów spowodowana inflacją oraz niepewność związana z wojną w Ukrainie) oraz podażowe (problemy z produkcją i transportem w krajach azjatyckich). Największą dynamikę wykazywał segment sprzedaży produktów własnej produkcji i przetworzonych (plus 105% r/r), aczkolwiek jego udział pozostaje wciąż relatywnie niewielki (7,7%). Spodziewamy się jednak, że w perspektywie najbliższych kilku lat segment ten istotnie zwiększy nie tylko udziały w całkowitych przychodach, ale (przede wszystkim) będzie odpowiadał za znaczącą część zysków netto Spółki, z uwagi na reorientację Spółki w stronę produktów o wyższej marży (głównie produkty pod marką HIRO/NTT Game). Kolejnym czynnikiem potencjalnie generującym wysoką sprzedaż jest realizacja ustawy budżetowej w roku 2022 i zamówienia publiczne (rozstrzygnięcie przetargów przez jednostki administracji rządowej i samorządowej). Nie bez znaczenia będą także dalsze decyzje NBP w zakresie stóp procentowych oraz polityka banków w zakresie udzielania kredytów inwestycyjnych firmom, w tym na zakup sprzętu IT. Z nadzieją patrzymy także środki z Krajowego Planu Odbudowy (KPO), na mocy którego do Polski trafić może nawet 58 mld euro w formie dotacji i pożyczek, z czego na transformację cyfrową przewidziano 3,034 mld euro.

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 wzrostu 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 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

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 01.09.2021 [tys. zł.]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	realizacja	%	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	936 615,1	1 152 274,0	23,0%	1 024 265,0	1 332 681,8	30,1%	1 113 019,0	1 480 732,7	33,0%
Koszt własny sprzedaży	-885 679,3	-1 089 312,0	23,0%	-968 562,5	-1 258 444,1	29,9%	-1 052 486,0	-1 398 247,8	32,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	50 935,8	62 962,0	23,6%	55 702,4	74 237,7	33,3%	60 529,0	82 484,9	36,3%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-39 018,0	-43 845,0	12,4%	-42 669,0	-54 640,0	28,1%	-46 366,0	-60 710,0	30,9%
Zysk (strata) na sprzedaży	11 918,1	19 117,0	60,4%	13 033,0	19 597,7	50,4%	14 163,0	21 774,9	53,7%
EBITDA	17 487,9	24 079,0	37,7%	20 137,0	24 388,3	21,1%	22 780,0	27 070,5	18,8%
EBIT	16 938,4	23 301,0	37,6%	19 473,0	23 798,6	22,2%	21 991,0	26 442,4	20,2%
Zysk (strata) brutto	17 229,4	21 269,0	23,4%	19 752,0	21 730,4	10,0%	22 259,0	24 337,6	9,3%
Zysk (strata) netto	13 807,8	17 908,0	29,7%	15 830,0	17 812,0	12,5%	17 838,0	19 949,1	11,8%
Marża brutto ze sprzedaży	5,4%	5,5%		5,4%	5,6%		5,4%	5,6%	
Marża EBITDA	1,9%	2,1%		2,0%	1,8%		2,0%	1,8%	
Marża EBIT	1,8%	2,0%		1,9%	1,8%		2,0%	1,8%	
Marża netto	1,5%	1,6%		1,5%	1,3%		1,6%	1,3%	

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	385 547	539 084	790 985	1 152 274	1 332 682	1 480 733	1 580 815	1 639 982	1 768 192
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	48 321	80 560	43 156	88 460	114 057	142 539	161 498	180 870	201 581
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	113 101	102 014	204 620	223 482	240 068	268 150	291 876	306 517	324 274
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uz.	211 903	324 081	524 582	818 832	956 541	1 046 314	1 101 963	1 125 255	1 212 947
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	6 888	7 139	9 801	10 743	10 970	11 670	12 355	13 042	13 745
Przychody z tytułu świadczenia usług	5 334	7 290	8 826	10 757	11 047	12 059	13 124	14 297	15 645
Koszt własny sprzedaży	360 841	507 628	747 969	1 089 312	1 258 444	1 398 248	1 492 755	1 548 626	1 669 694
Zysk brutto na sprzedaży	24 706	31 456	43 016	62 962	74 238	82 485	88 060	91 356	98 498
Koszty sprzedaży	17 150	20 188	27 212	37 113	46 644	51 826	55 329	57 399	61 887
Koszty ogólnego zarządu	4 959	5 180	5 739	6 732	7 996	8 884	9 485	9 840	10 609
Zysk ze sprzedaży	2 597	6 088	10 065	19 117	19 598	21 775	23 247	24 117	26 002
Pozostałe przychody operacyjne	10 575	3 675	6 735	7 893	9 329	10 365	11 066	11 480	12 377
Pozostałe koszty operacyjne	7 657	3 666	3 212	3 709	5 128	5 698	6 083	6 310	7 156
Zysk z działalności operacyjnej	5 515	6 097	13 588	23 301	23 799	26 442	28 230	29 286	31 223
Przychody finansowe	1 741	790	95	851	852	852	853	854	854
Koszty finansowe	1 608	1 092	3 018	2 883	2 920	2 957	2 995	3 033	3 072
Zysk brutto	5 648	5 795	10 665	21 269	21 730	24 338	26 088	27 107	29 006
Podatek dochodowy	960	1 099	2 118	3 361	3 918	4 388	4 704	4 888	5 230
Podatek dochodowy (%)	17,0%	19,0%	19,9%	15,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Zysk netto	4 688	4 696	8 547	17 908	17 812	19 949	21 384	22 219	23 775
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	4 688	4 696	8 547	17 908	17 812	19 949	21 384	22 219	23 775

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

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	178 078	187 582	273 358	365 397	411 258	453 561	488 761	517 142	558 515
Aktywa trwałe	53 281	54 271	56 648	57 391	57 459	59 179	61 014	62 728	64 349
Rzeczowe aktywa trwałe	18 335	19 117	18 815	18 637	20 534	21 872	23 300	25 053	26 944
Wartości niematerialne i prawne	31 585	31 576	32 070	31 782	31 782	31 782	31 782	31 782	31 782
Nieruchomości inwestycyjne	2 293	2 221	2 219	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1 068	1 357	3 544	4 429	2 600	2 982	3 389	3 350	3 080
Pozostałe aktywa długoterminowe									
Aktywa obrotowe	124 797	133 311	216 710	308 006	353 799	394 381	427 748	454 413	494 166
Zapasy	43 538	47 862	83 290	133 765	154 708	171 895	183 513	190 382	215 896
Należności handlowe	58 632	69 377	109 994	143 384	166 585	185 092	197 602	204 998	221 024
Aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11 056	10 821	14 870	20 238	16 313	19 529	27 635	39 367	36 130
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	5 116	0	0	1 126	1 126	1 126	1 126	1 126	1 126
Pozostałe aktywa	6 455	5 251	8 556	9 493	15 066	16 740	17 871	18 540	19 990
PASYWA	178 078	187 582	273 358	365 397	411 258	453 561	488 761	517 142	558 515
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	133 264	136 601	144 081	159 949	173 919	191 810	210 132	228 513	248 845
Zobowiązania długoterminowe	206	504	391	356	356	356	356	356	356
Długoterminowe rezerwy	206	504	391	356	356	356	356	356	356
Zobowiązania krótkoterminowe	44 608	50 477	128 886	208 670	239 358	263 770	280 650	290 648	311 690
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	11 355	1	27 197	6 979	6 461	5 264	4 832	4 596	3 460
Zobowiązania handlowe	16 332	29 291	73 927	162 334	187 750	208 608	222 707	231 043	249 105
Pozostałe zobowiązania	16 921	21 185	27 762	39 357	45 147	49 899	53 111	55 010	59 125
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	41	375	2 376	2 376	2 376	2 376	2 376	2 376	2 376
Rezerwy	14 417	16 058	24 967	36 371	42 065	46 739	49 898	51 765	55 812
Rozliczenia międzyokresowe (zobowiązania)	2 463	4 752	419	610	706	784	837	869	937

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

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	5 941	13 874	-20 156	30 623	3 949	11 676	16 961	21 096	6 593
Wynik finansowy	5 648	5 795	10 665	21 269	21 730	24 338	26 088	27 107	29 006
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	562	477	543	778	590	628	669	719	774
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	-3	0	0	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	1 199	1 070	1 187	2 883	2 883	2 883	2 883	2 883	2 883
Wynik na działalności inwestycyjnej	-3 047	-36	-3	-26	-26	-26	-26	-26	-26
Podatek dochodowy zapłacony	-1 045	3 882	-2 304	-7 747	-3 918	-4 388	-4 704	-4 888	-5 230
Zmiany w kapitale obrotowym	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	-90	1 939	8 796	10 188	6 875	4 673	3 159	1 868	4 047
Zmiana stanu zapasów	-7 195	-4 324	-35 428	-50 475	-20 943	-17 187	-11 618	-6 869	-25 514
Zmiana stanu należności	4 737	-10 745	-40 617	-34 327	-23 201	-18 506	-12 510	-7 396	-16 026
Zmiana stanu zobowiązań	6 093	12 957	44 643	88 403	25 416	20 858	14 100	8 336	18 062
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	1 810	2 289	-4 333	170	117	78	53	31	68
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	-2 728	570	-3 305	-493	-5 573	-1 674	-1 131	-669	-1 449
Przepływy inwestycyjne	3 941	-192	-730	-286	-1 212	-1 350	-1 443	-1 778	-1 919
Przepływy finansowe	-9 110	-13 917	24 935	-25 138	-6 662	-7 111	-7 413	-7 589	-7 915
Przepływy pieniężne netto	772	-235	4 049	5 199	-3 925	3 215	8 106	11 730	-3 240
Środki pieniężne na koniec okresu	11 056	10 821	14 870	20 238	16 313	19 529	27 635	39 367	36 130

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody (zmiana, r/r)	-16,9%	39,8%	46,7%	45,7%	15,7%	11,1%	6,8%	3,7%	7,8%
EBITDA (zmiana, r/r)	285,1%	8,2%	115,0%	70,4%	1,3%	11,0%	6,8%	3,8%	6,6%
EBIT (zmiana, r/r)	426,2%	10,6%	122,9%	71,5%	2,1%	11,1%	6,8%	3,7%	6,6%
Zysk netto (zmiana, r/r)	190,6%	0,2%	82,0%	109,5%	-0,5%	12,0%	7,2%	3,9%	7,0%
Marża brutto na sprzedaży	6,4%	5,8%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża EBITDA	1,6%	1,2%	1,8%	2,1%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża EBIT	1,4%	1,1%	1,7%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża brutto	1,5%	1,1%	1,3%	1,8%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,6%
Marża netto	1,2%	0,9%	1,1%	1,6%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,3%
COGS / Przychody	-93,6%	-94,2%	-94,6%	-94,5%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%
SG&A / Przychody	-5,7%	-4,7%	-4,2%	-3,8%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%
SG&A / COGS	6,1%	5,0%	4,4%	4,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
ROE	3,5%	3,4%	5,9%	11,2%	10,2%	10,4%	10,2%	9,7%	9,6%
ROA	2,6%	2,5%	3,1%	4,9%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%
Dług (tys. PLN)	11 355	1	27 197	6 975	6 461	5 264	4 832	4 596	3 460
D/(D+E)	0,08	0,00	0,16	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01
D/E	0,09	0,00	0,19	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01
EV (tys. PLN)	57 945	69 299	42 103	62 325	62 839	64 036	64 468	64 704	65 840
Dług / EV	0,20	0,00	0,65	0,11	0,10	0,08	0,07	0,07	0,05
CAPEX / Przychody	0,02%	0,04%	0,04%	0,06%	0,08%	0,08%	0,09%	0,09%	0,10%
CAPEX / Amortyzacja	36,3%	62,9%	135,4%	137,6%	210,0%	219,1%	219,5%	250,7%	251,4%
Amortyzacja / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	0,5%	0,6%	-1,4%	0,9%	0,8%	0,5%	0,3%	1,2%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Wycena

Do wyceny wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBIDTA 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 6,8 zł, co stanowi wzrost w odniesieniu do naszej wyceny z września (6,1 zł). Jednocześnie, na podstawie wyceny porównawczej ustaliliśmy cenę na 10,6 zł, co stanowi spadek w porównaniu do wrześniowej wyceny tą metodą (14,8 zł), co wynika z istotnego pogorszenia mnożników dla spółek porównawczych. **Finalnie wycena na dzień 4.05 oszacowana została na 7,7 zł za akcję, a na koniec 2022 na 7,9 zł za akcję.**

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	6,8
Wycena Porównawcza	0,25	10,6
Cena wynikowa na dzień 4.05		7,7
Cena docelowa na koniec 2022		7,9

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji odnieśliśmy do dwóch polskich i siedmiu 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		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
Eplus Inc	14,0	13,4	12,5	-	-	-	9,6	9,2	9,5
PC Connection Inc	17,1	16,4	-	-	-	-	10,1	9,7	-
Esprinet Spa	9,5	7,8	6,7	1,2	1,1	1,0	3,0	2,6	2,2
Daiwabo Holdings Co Ltd	9,1	8,0	7,3	1,1	1,0	0,9	4,4	3,9	3,6
AB	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asbis	3,2	2,7	5,8	-	-	-	2,4	2,7	2,9
Inight Enterprises	13,1	12,0	10,5	2,0	1,8	-	9,2	8,4	-
Avnet Inc	6,8	6,8	7,6	0,9	0,9	-	5,5	5,4	5,8
Arrow Electronics	5,9	6,2	6,2	-	-	-	5,0	5,3	5,2
Średnia	9,8	9,2	8,1	1,3	1,2	0,9	6,1	5,9	4,9
Mediana	9,3	7,9	7,3	1,1	1,0	0,9	5,2	5,3	4,4
NTT System	3,9	3,5	3,3	0,4	0,4	0,3	3,4	2,9	2,9
Implikowana wycena (tys. PLN)	175 256	182 584	172 446	225 306	224 572	196 326	158 462	167 989	149 038
Wycena 1 akcji (PLN)	10,6								

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

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka szacowana na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. W pierwszym roku prognozy: 5,89%, następnie w latach 2023-2024 wzrost o 0,5 pp., w latach późniejszych proporcjonalny spadek
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M: 5,93%
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,44 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007- kwiecień 2022)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,08% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1%
- Wypłata dywidendy liczona na podstawie historycznych podziałów zysku netto
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	1 152 274	1 332 682	1 480 733	1 580 815	1 639 982	1 768 192	1 785 874
EBITDA	24 079	24 388	27 071	28 899	30 006	31 997	31 851
EBIT	23 301	23 799	26 442	28 230	29 286	31 223	31 536
CIT	15,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	19 619	19 507	21 674	23 139	24 005	25 593	25 849
Amortyzacja	778	590	628	669	719	774	774
CAPEX	-312	-1 238	-1 376	-1 469	-1 804	-1 945	-1 945
Inwestycje w kapitał obrotowy	-15 767	12 254	11 282	7 249	4 266	20 499	20 499
FCFF	35 852	6 605	9 645	15 091	18 655	3 923	4 179
WACC	8,2%	8,2%	8,7%	8,7%	8,2%	7,7%	7,7%
DCFF		6 104	8 165	11 755	13 621	2 711	
Suma DCF		42 355,9					
Wartość rezydualna (TV)		62 648,7					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		40 210,5					
Udział zdyskontowanej TV w EV		48,7%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		82 566,4					
Środki pieniężne na 2.05.2022		17 647,7					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 2.05.2022		8 867,8					
Dług netto na 2.05.2022	-	8 779,9					
Inne aktywa nieoperacyjne		2 543					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		93 889,4					
Liczba akcji (tys.)		13 850					
Cena 1 akcji (PLN)		6,78					
Przychody zmiana r/r		15,7%	11,1%	6,8%	3,7%	7,8%	1,0%
EBIT zmiana r/r		2,1%	11,1%	6,8%	3,7%	6,6%	1,0%
FCF zmiana r/r		-81,6%	46,0%	-56,5%	23,6%	-79,0%	6,5%
Marża EBITDA		1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża EBIT		1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża NOPLAT		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
CAPEX/Przychody		0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
CAPEX/Amortyzacja		210,0%	219,1%	219,5%	250,7%	251,4%	251,4%

Źródło: DM Banku BPS SA, 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	5,7%	8,2	8,3	8,4	8,5	8,7	8,8	9,0
	6,2%	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3
	6,7%	7,3	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8
	7,2%	6,9	7,0	7,0	7,1	7,2	7,3	7,3
	7,7%	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	7,0
	8,2%	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7
	8,7%	6,1	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4	6,4
	9,2%	5,9	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1	6,2
	9,7%	5,8	5,8	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	2,63%	5,80%	6,30%	6,30%	5,80%	5,30%	5,30%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	5,63%	8,80%	9,30%	9,30%	8,80%	8,30%	8,30%
1-CIT (realny)	84,2%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	4,7%	7,2%	7,6%	7,6%	7,2%	6,8%	6,8%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	5,89%	6,39%	6,39%	5,89%	5,39%	5,39%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Zalewarowana beta	0,47	0,46	0,46	0,46	0,45	0,45	0,45
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Koszt kapitału własnego	3,9%	8,2%	8,7%	8,7%	8,2%	7,7%	7,7%
Kapitał własny (tys. PLN)	159 949	173 919	191 810	210 132	228 513	248 845	248 845
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	6 975	6 461	5 264	4 832	4 596	3 460	3 460
Razem	166 924	180 380	197 074	214 963	233 109	252 305	252 305
D/E	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01
Udział Ke	0,96	0,96	0,97	0,98	0,98	0,99	0,99
Udział Kd	0,04	0,04	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01
Ważony koszt kapitału własnego	3,7%	7,9%	8,5%	8,5%	8,0%	7,6%	7,6%
Ważony koszt kapitału obcego	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
WACC	3,9%	8,2%	8,7%	8,7%	8,2%	7,7%	7,7%

Źródło: DM Banku BPS SA, 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 badan ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosując **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW.

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 CO₂ w siedzibie Spółki zamontowano instalację fotowoltaiczną pracująca na dachu jednego z budynków.

Social

NTT System przywiązuje dużą wagę do długofalowego zatrudnienia pracowników. 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 normą 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

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

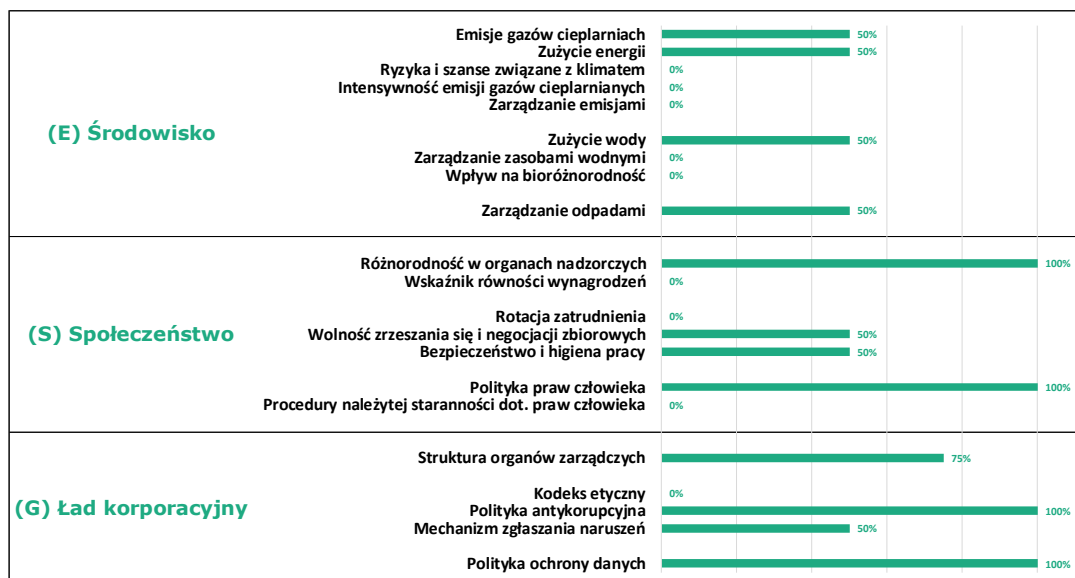
przyjętymi zasadami z uwzględnieniem wymagań wdrożonego systemu bezpieczeństwa informacji oraz konsekwencji ich nie przestrzegania, wg normy PN-EN ISO/IEC 27001:2017-0.

NTT System nie sporządza dedykowanych raportów poświęconych informacjom niefinansowym (w tym ESG), stąd informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych poszukujemy w raportach rocznych, sprawozdaniach Zarządu z działalności oraz na stronach internetowych Spółki. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez NTT System oceniamy 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

Zródło: opracowanie DM BPS SA

ZRÓDŁA 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/wsparcieanalizyczne

W naszej ocenie Spółka posiada duży potencjał, aby poprawić komunikację z rynkiem głównie w obszarach związanych ze środowiskiem (ryzyka i szanse związane z klimatem, zarządzanie emisjami, zasobami wodnymi, bioróżnorodność) oraz ze społeczeństwem (równość wynagrodzeń, rotacja zatrudniania, procedury dot. praw człowieka).

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 inżyniersko – 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. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 4 maja 2022 roku, 8:10

Pierwsze udostępnienie opracowania: 4 maja 2022 roku, 8:30

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 zleceniodawców.

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-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:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	2021-05-17	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	2021-05-19	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
ML SYSTEM	TRZYMAJ	126,00	118,00	Raport Inicjujący	2021-06-30	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Aktualizujący	2021-09-07	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	2021-09-07	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	2021-10-06	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	2022-04-21	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	2022-05-04	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki

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 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.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 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>	