

# NTT System SA

2022-10-04 12:45

## Dane podstawowe

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>7,0</b>
Wycena DCF [PLN]	6,3
Wycena porównawcza [PLN]	8,4
Cena rynkowa [PLN]	4,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	77,9%
Kapitalizacja [mln PLN]	54,4
Free float [%]	21,9%
Sektor	sprzęt informatyczny
Kod GPW	NTT
Bloomberg	NTT PW

## Analitycy:

**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.

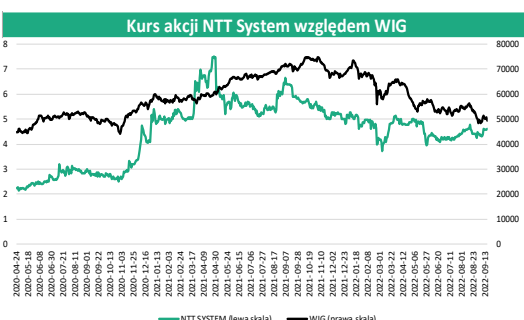
Źródło: www.gpw.pl

## 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 Czynniki ryzyka

Popyt odtworzeniowy na IT	Wahania kursów walut
Zamówienia publiczne	Niska rentowność
Bogata oferta	Presja kosztowa
Rozwój marek własnych	Wysokie koszty finansowe



Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Raport aktualizujący

## Przychody w górę, rentowność w dół

- Podobnie jak w I półroczu 2021 r. NTT System **w I półroczu 2022 r. ponownie odnotowała rekordowe wyniki**. Półroczne przychody po raz pierwszy w historii przekroczyły 0,5 mld zł (595 mln zł).
- Najważniejszym segmentem Spółki pozostaje **dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej**, którego przychody wyniosły rekordowe 411,4 mln zł. Udział tego segmentu wzrósł o 4,1 pp. r/r i stanowi obecnie 69% przychodów (rok wcześniej 64,9%).
- Spółka zwiększyła już **wysoką dynamikę sprzedaży w segmencie produktów własnej produkcji i przetworzonych** (w I półroczu 2022 r. wzrost o 252,3% r/r). Przychody tego segmentu wyniosły 80,6 mln zł (najwyżej w historii).
- Wzrost przychodów przełożył się na wzrost zysków, ale ich dynamika na niektórych poziomach okazała się mniejsza niż dynamika przychodów.**
- Spółka wygenerowała **zysk brutto na sprzedaży** równy 62,9 mln zł (wzrost o 14,1% r/r), **zysk operacyjny** w wysokości 15,7 mln zł (wzrost o 48,2% r/r) oraz **zysk netto** w wysokości 9,1 mln zł (wzrost o 8,4% r/r).
- W konsekwencji rentowność brutto na sprzedaży spadła do 5,7% (rok wcześniej 6,5%), a rentowność netto uległa obniżeniu do 1,5% (rok wcześniej 1,8%).
- Spadek rentowności na poziomie zysku netto wynikał z ponad 5-krotnie wyższych kosztów finansowych (odsetki z tytułu faktoringu) niż rok wcześniej.**
- Finalnie **obniżamy naszą cenę docelową z 7,9 zł (maj 2022) do 7,0 zł**, głównie z uwagi na słabsze perspektywy dotyczące wyników w przyszłości (spodziewane spowolnienie gospodarcze, wysokie stopy procentowe, niski kurs PLN), wzrost stopy dyskontowej oraz spadek mnożników spółek porównawczych.

tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>1 152 274</b>	<b>1 276 970</b>	<b>1 445 201</b>	<b>1 554 058</b>	<b>1 639 982</b>	<b>1 768 192</b>
EBITDA	24 079	24 645	26 434	28 418	30 003	31 994
marża EBITDA	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBIT	23 301	24 057	25 808	27 752	29 286	31 223
Zysk netto	17 908	14 610	16 071	18 337	20 200	22 332
<b>Kapitał własny</b>	<b>159 630</b>	<b>167 609</b>	<b>181 475</b>	<b>197 896</b>	<b>215 351</b>	<b>234 721</b>
Dług netto	-13 263	-8 119	-6 835	-12 801	-21 717	-18 653
P/E	3,17	3,89	3,53	3,10	2,81	2,54
P/BV	0,36	0,34	0,31	0,29	0,26	0,24
EV/EBITDA	2,91	2,63	2,41	2,45	2,62	2,36
EPS	1,29	1,05	1,16	1,32	1,46	1,61
DY	3,7%	7,5%	6,7%	7,6%	8,4%	9,2%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS, P - prognozy

## Ostatnie wydarzenia

- 29.06.2022 (ESPI RB 17/2022) Uchwała o wypłacie dywidendy podjęta przez Zwyczajne Walne Zgromadzenie NTT System S.A. w dniu 29 czerwca 2022 roku
- 29.06.2022 (ESPI RB 15/2022) Zawarcie umowy faktoringu z Bankiem Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie
- 29.06.2022 (ESPI RB 14/2021) Zawarcie umowy faktoringu odwrotnego z Bankiem Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie
- 29.06.2022 (ESPI RB 13/2021) Zawarcie umowy o linię wielowalutową z Bankiem Millennium S.A. z siedzibą w Warszawie
- 29.06.2022 (ESPI RB 12/2021) Zawarcie umowy limitu kredytowego wielocelowego z Bank Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie oraz ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego

## Podsumowanie wyników za I półrocze 2022 rok

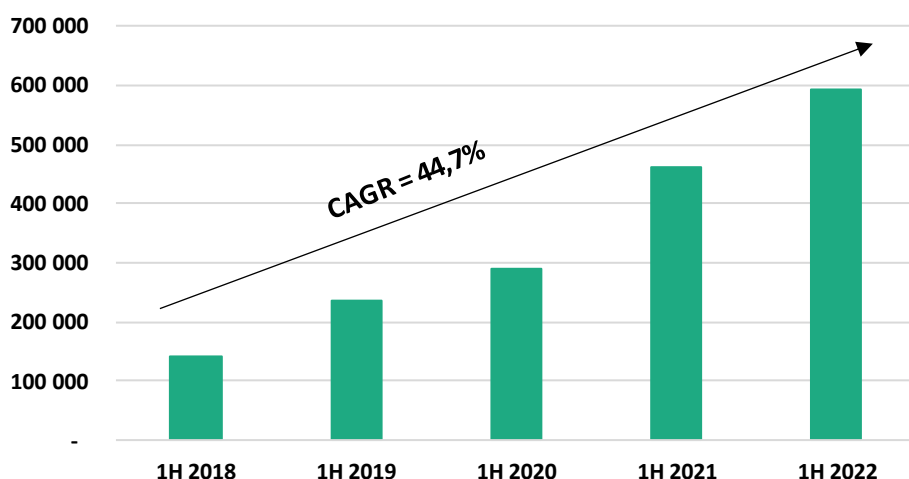
Po bardzo dobrych wynikach w 2021 r. (Spółka po raz pierwszy w historii wygenerowała ponad 1 mld zł), I półrocze 2022 r. również należało do udanych. NTT System wypracowało rekordowe przychody na poziomie nieco ponad 595 mln zł.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	1H 2018	1H 2019	1H 2020	1H 2021	1H 2022
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>140 587</b>	<b>234 745</b>	<b>289 438</b>	<b>461 207</b>	<b>595 038</b>
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	22 552	37 277	20 223	22 888	80 642
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	50 985	51 819	81 222	132 532	92 707
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	62 726	142 028	181 877	299 301	411 362
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	2 588	1 443	3 629	3 782	5 908
Przychody z tytułu świadczenia usług	1 736	2 178	2 487	2 704	4 419
Koszt własny sprzedaży	- 132 376	- 222 083	- 274 295	431 361	560 981
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>8 211</b>	<b>12 662</b>	<b>15 143</b>	<b>29 846</b>	<b>34 057</b>
Koszty sprzedaży	- 6 810	- 6 372	- 8 779	- 17 109	- 15 398
Koszty ogólnego zarządu	- 2 586	- 2 529	- 2 826	- 3 412	- 3 802
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>- 1 185</b>	<b>3 761</b>	<b>3 538</b>	<b>9 325</b>	<b>14 857</b>
Pozostałe przychody operacyjne	8 416	1 290	3 187	2 072	1 841
Pozostałe koszty operacyjne	- 3 330	- 1 464	- 759	- 824	- 1 027
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>3 901</b>	<b>3 587</b>	<b>5 966</b>	<b>10 573</b>	<b>15 671</b>
Przychody finansowe	801	615	150	1 059	1 131
Koszty finansowe	- 353	- 992	- 873	- 986	- 5 619
<b>Zysk brutto</b>	<b>4 349</b>	<b>3 210</b>	<b>5 243</b>	<b>10 646</b>	<b>11 183</b>
Podatek dochodowy	- 587	- 600	- 1 127	- 2 239	- 2 069
<b>Zysk netto</b>	<b>3 762</b>	<b>2 610</b>	<b>4 116</b>	<b>8 407</b>	<b>9 114</b>
<b>Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej</b>	<b>3 762</b>	<b>2 610</b>	<b>4 116</b>	<b>8 407</b>	<b>9 114</b>

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

Dynamika sprzedaży nie zwalnia. CAGR półrocznych przychodów w latach 2018-2022 wyniósł 44,7%. Wzrost przychodów w I półroczu 2022 był mniejszy niż w I półroczu 2021 (29% vs. 59,3%), ale wciąż ich dynamikę należy ocenić zdecydowanie pozytywnie.

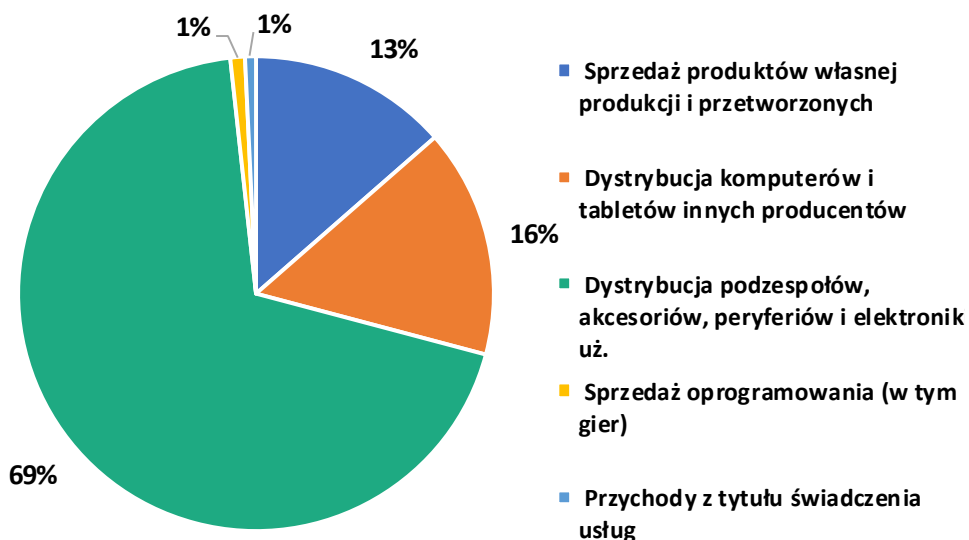
## Przychody ze sprzedaży (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Głównym rynkiem zbytu dla Spółki jest rynek polski, który w I półroczu 2022 roku stanowił 95 ogółu przychodów, co stanowi spadek o 0,3 pp. w porównaniu do roku całego 2021 r. Największy udział w sprzedaży Spółki miał niezmiennie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej.

## Struktura przychodów (1H 2022)

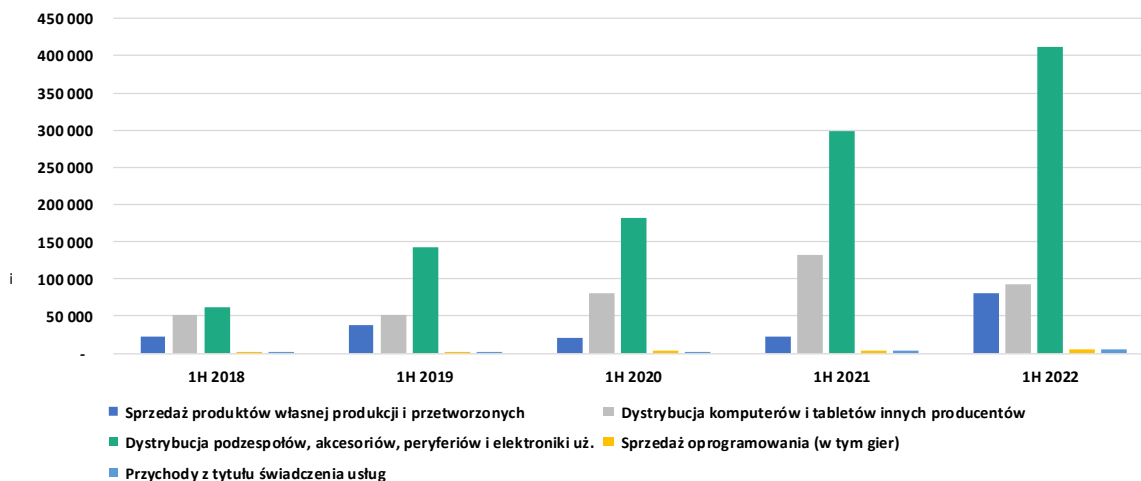


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

W I półroczu 2022 segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej odpowiadał za 69,1% generując 411,4 mln zł przychodów. W porównaniu z I półroczem 2021 r. segment ten zwiększył swój udział o 4,1 pp. W strukturze sprzedaży zauważamy rosnący udział segmentu sprzedaży produktów własnej produkcji i przetworzonych

(80,6 mln zł przychodów), którego dynamika wyniosła aż 252,3% r/r i którego udział po I półroczu 2022 wyniósł 13,6% podczas gdy rok wcześniej było to 5%. W porównaniu z I półroczem 2021 spadek sprzedaży nastąpił w segmencie dystrybucji komputerów i tabletów innych producentów (minus 30%).

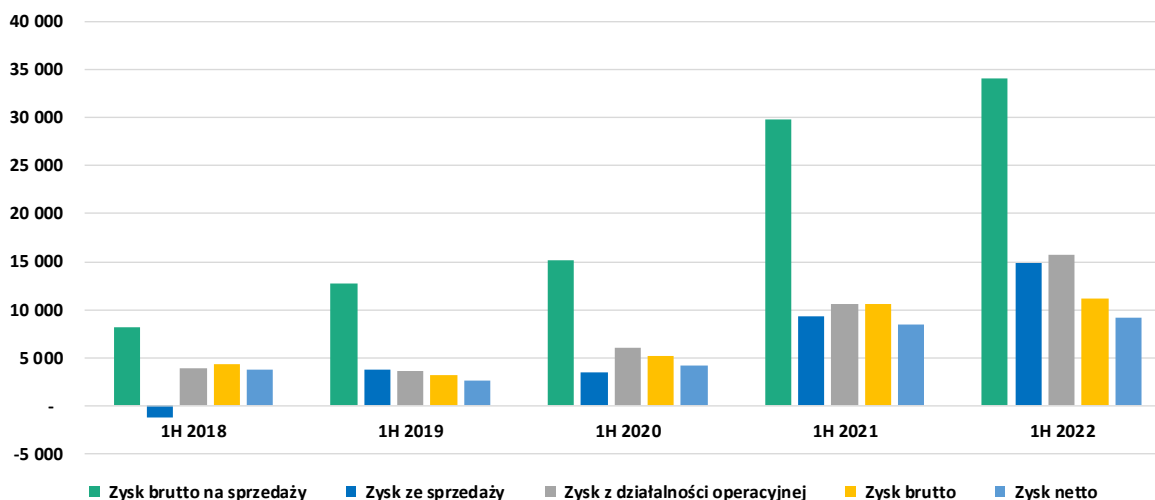
Przychody wg segmentów (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Rekordowe przychody pozwoliły na wypracowanie również rekordowych zysków. Zyski na każdym poziomie okazały się wyższe niż rok wcześniej, aczkolwiek ich dynamika wzrostu była zróżnicowana. Relatywnie najwyższe wzrosty odnotowano na poziomie zysku ze sprzedaży (59,3%), co wynikało ze spadku kosztów sprzedaży o 10% r/r. Zysk operacyjny wzrósł o 48,2%, zaś zysk netto zwiększył się zaledwie o 8,4% do 9,1 mln zł (rok wcześniej 8,4 mln zł). Relatywnie słabszy od oczekiwań zysk netto wynikał z wysokich kosztów finansowych, które w I półroczu wzrosły ponad 5-krotnie do 5,6 mln zł (rok wcześniej 0,986 mln zł). Przyczyną silnego wzrostu kosztów finansowych były wyższe odsetki z tytułu faktoringu.

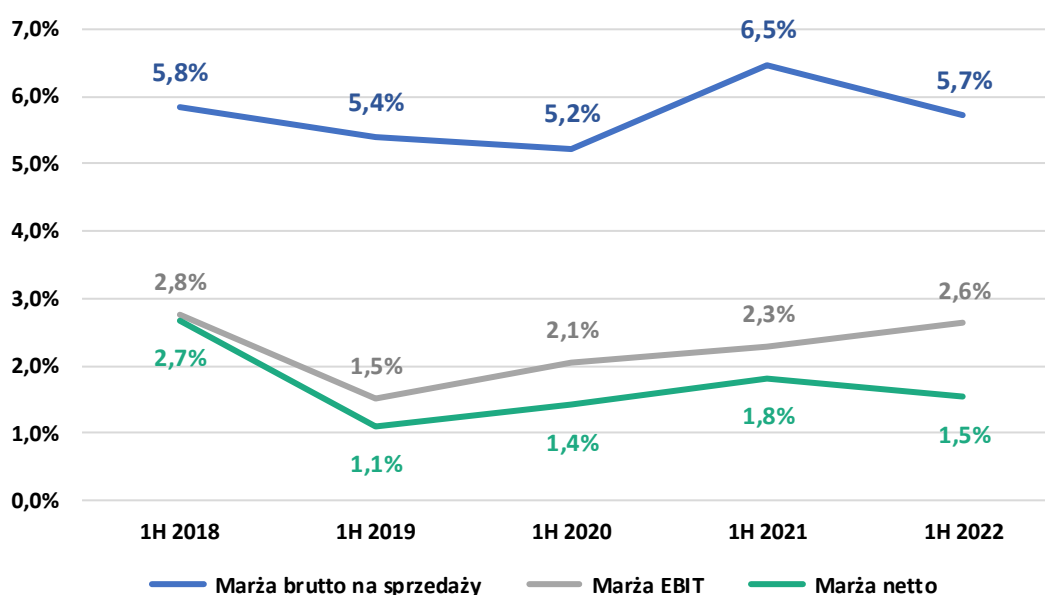
### Zysk z działalności wg poziomu (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

NTT System to Spółka o relatywnie niskiej (nawet jak na standardy branży) rentowności. W I półroczu 2022 sytuacja nie uległa poprawie, a w przypadku marży brutto na sprzedaży i marży zysku netto odnotowano spadek (odpowiednio do 5,7% i 1,5%).

### Rentowność



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Mimo koncentracji Spółki na produkty własnej produkcji, które powinny zapewniać wyższe marże niż dystrybucja sprzętu innych producentów rentowność nie rośnie, co postrzegamy negatywnie.

## Szacunki DM Banku BPS za I półrocze a wyniki Spółki

tys. PLN	Q szacunki		W porównaniu do szacunków DM BPS	4Q 2021	1Q 2022	Zmiana k/k
	1H 2022	DM BPS				
<b>Przychody</b>	<b>595 038</b>	<b>533 606</b>	11,5%	<b>409 530</b>	<b>300 904</b>	-26,5%
Zysk brutto na sprzedaży	<b>34 057</b>	<b>35 635</b>	-4,4%	<b>19 798</b>	<b>23 161</b>	17,0%
<i>Marża brutto</i>	5,7%	6,7%	-0,9 pp.	4,8%	7,7%	-2,9 pp.
<b>EBITDA</b>	<b>16 106</b>	<b>15 252</b>	5,6%	<b>6 955</b>	<b>10 799</b>	55,3%
<i>Marża EBITDA</i>	2,7%	2,9%	-0,2 pp.	1,7%	3,6%	-1,9 pp.
<b>EBIT</b>	<b>15 671</b>	<b>14 957</b>	4,8%	<b>6 774</b>	<b>10 567</b>	56,0%
<i>Marża EBIT</i>	2,6%	2,8%	-0,2 pp.	1,7%	3,5%	-1,8 pp.
<b>Zysk brutto</b>	<b>11 183</b>	<b>14 130</b>	-20,9%	<b>5 774</b>	<b>7 752</b>	34,3%
<i>Marża zysku brutto</i>	1,9%	2,6%	-0,7 pp.	1,4%	2,6%	-1,2 pp.
<b>Zysk netto</b>	<b>9 114</b>	<b>11 016</b>	-17,3%	<b>5 420</b>	<b>5 366</b>	-1,0%
<i>Marża zysku netto</i>	1,5%	2,1%	-0,6 pp.	1,3%	1,8%	-0,5 pp.

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

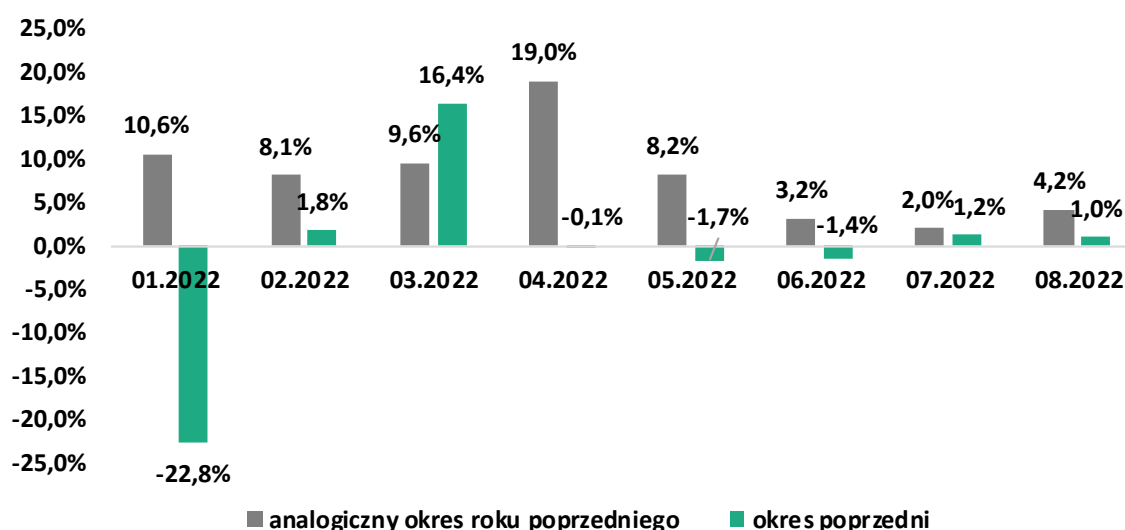
Na poziomie przychodów Spółka pokazała lepsze wyniki niż się spodziewaliśmy. Prognozowane przez nas przychody (533,6 mln zł) okazały się niższe o 11,5% niż wartości realnie wypracowane przez Spółkę (595 mln zł). To przełożyło się na lepsze od oczekiwanych zyski EBITDA i EBIT (odpowiednio 5,6% i 4,8%). Z kolei, na poziomie zysków wyniki okazały się gorsze od oczekiwanych przez nas. Zysk brutto był mniejszy o 20,9%, a zysk netto o 17,3% niż się spodziewaliśmy, co skutkowało także mniejszą rentownością netto.

## 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. Po 8 miesiącach 2022 r. gospodarka polska odczuwa skutki rosnącej inflacji, zacieśniania polityki monetarnej oraz wojny w Ukrainie. Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki postrzegamy wysoką inflację, której dynamika nie słabnie. Spodziewamy się, że wstępny odczyt GUS za sierpień (17,2%) nie jest niestety tegorocznym szczytem i należy oczekiwać dalszego wzrostu. 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. Z punktu widzenia popytu zagregowanego, w II kwartale 2022 zauważamy, że PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2015) zmniejszył się realnie o 2,3% w porównaniu z poprzednim kwartałem i był wyższy niż przed rokiem o 4,5%. To oznacza spowolnienie gospodarki, a także potencjalne ryzyko tzw. technicznej recesji w przypadku pojawienia się ujemnej dynamiki PKB drugi kwartał z rzędu. Wyhamowanie dynamiki wzrostu ma miejsce także w odniesieniu do sprzedaży detalicznej, która w kwietniu po raz pierwszy w 2022 r. odnotowała spadek w ujęciu miesięcznym w cenach stałych (minus 0,1%). W miesiącach następnych spadki zostały pogłębione do odpowiednio minus 1,7% i minus 1,4%. Od lipca ma jednak miejsce odbicie, dając nadzieję, że polska gospodarka, mimo wielu negatywnych czynników makroekonomicznych, może nie doświadczyć recesji gospodarczej.

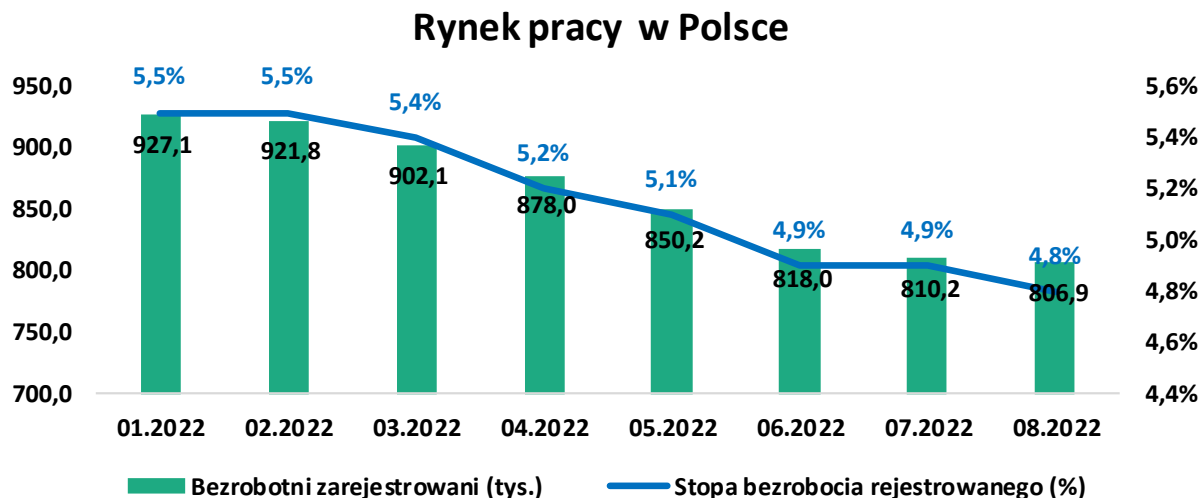
### Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

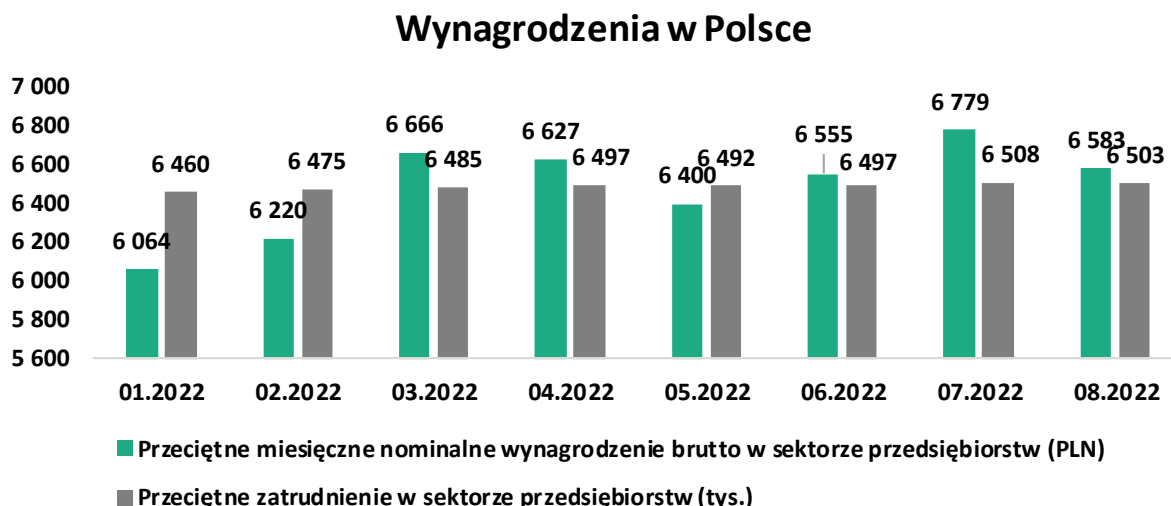
Wydatki konsumentów na sprzęt IT zależą także w dużej mierze od poziomów bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty. Bezrobocie po pierwszych ośmiu miesiącach 2022 ma tendencję malejącą i utrzymuje się na niskim

poziomie. W sierpniu 2022 doszło do spadku stopy bezrobocia o 0,7 pp. do 4,8% w porównaniu ze styczniem.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Poziom bezrobocia skorelowany jest z poziomem zatrudnienia. Na koniec sierpnia 2022 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 43 tys. osób w porównaniu ze styczniem 2022 i wyniosło ponad 6,503 mln osób. Należy jednak zauważyć, że pierwsze oznaki osłabienia rynku pracy miały już miejsce w sierpniu, w którym zatrudnienie spadło o 5 tys. osób w ujęciu miesięcznym. Niemniej jednak uważamy, że rynek pracy w Polsce pozostaje wciąż silny, co skutkuje zwiększeniem wynagrodzeń.



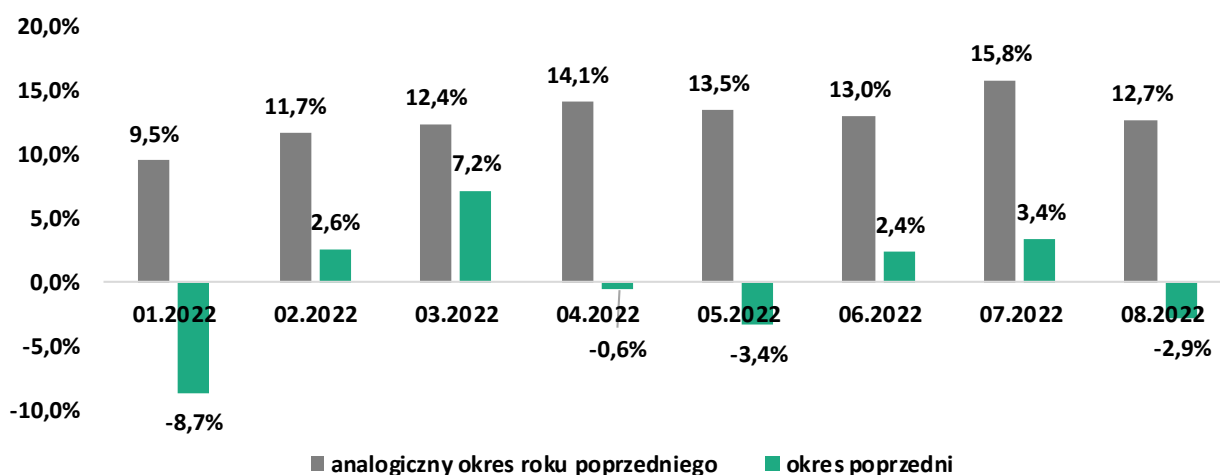
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec sierpnia 2022 było wyższe niż w analogicznym okresie 2021 i wyniosło 6 583 zł brutto. W sierpniu wynagrodzenia średnio spadły jednak o 2,9% m/m, choć w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost o 12,7%.



Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (16,1% w sierpniu i 17,2% we wrześniu) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów zaczyna się powoli materializować.

### Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA na podstawie danych GUS

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na rekordowo niskim poziomie. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie jeszcze nie nastąpił, powoduje spadek realnej sprzedaży detalicznej, aczkolwiek wciąż w niewielkim stopniu. Wynika to z rosnących płac, choć pojawiają się pierwsze sygnały sugerujące zatrzymanie wzrostów. Wciąż dobre otoczenie makroekonomiczne, ale z gorszymi perspektywami na przyszłość wymaga ostrożnościowego podejścia do przyszłorocznej projekcji przychodów Spółki.

#### Prognozy finansowe dla Spółki

Mimo bardzo dobrych historycznych wyników na poziomie przychodów, korygujemy nasze wcześniejsze prognozy nieznacznie w dół z uwagi na pogarszającą się sytuację makroekonomiczną, oddalającą się perspektywę otrzymania środków z KPO oraz ograniczenia finansowania inwestycji z uwagi na bardziej restrykcyjne podejście sektora bankowego. Wciąż uważamy, że najważniejszym segmentem operacyjnym Spółki pozostanie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej. Nie spodziewamy się jednak kontynuacji dotychczasowej wysokiej dynamiki wzrostu sprzedaży tego segmentu. Największy potencjał wzrostu widzimy w segmencie sprzedaży produktów własnej produkcji i przetworzonych, co wynika z przyjętej strategii Spółki zakładającej reorientację Spółki w stronę produktów o wyższej marży (głównie produkty pod marką HIRO/NTT Game). Obniżamy również nasze oczekiwania na poziomie zysku brutto i netto

z uwagi na wyższe od spodziewanych koszty finansowe, których wzrost wynika z podwyżek stóp procentowych.

### Zmiany prognoz finansowych

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	1 334 014,5	1 276 970,2	-4,3%	1 480 732,7	1 445 201,5	-2,4%	1 580 814,9	1 554 058,2	-1,7%
Koszt własny sprzedaży	-1 258 444,1	-1 204 631,3	-4,3%	-1 398 247,8	-1 364 695,8	-2,4%	-1 492 754,9	-1 467 488,6	-1,7%
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	75 570,4	72 338,9	-4,3%	82 484,9	80 505,7	-2,4%	88 060,1	86 569,6	-1,7%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-54 640,0	-52 303,5	-4,3%	-60 710,0	-59 253,3	-2,4%	-64 813,4	-63 716,4	-1,7%
<b>Zysk (strata) na sprzedaży</b>	20 930,4	20 035,4	-4,3%	21 774,9	21 252,4	-2,4%	23 246,7	22 853,2	-1,7%
<b>EBITDA</b>	25 721,0	24 644,9	-4,2%	27 070,5	26 433,6	-2,4%	31 997,2	31 994,1	0,0%
<b>EBIT</b>	25 131,3	24 056,6	-4,3%	26 442,4	25 807,9	-2,4%	28 229,7	27 751,8	-1,7%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	23 063,1	17 823,4	-22,7%	24 337,6	19 605,9	-19,4%	26 087,6	22 371,1	-14,2%
<b>Zysk (strata) netto</b>	18 904,4	14 609,5	-22,7%	19 949,1	16 070,6	-19,4%	21 383,6	18 337,2	-14,2%
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	5,7%	5,7%		5,6%	5,6%		5,6%	5,6%	
<b>Marża EBITDA</b>	1,9%	1,9%		1,8%	1,8%		2,0%	2,1%	
<b>Marża EBIT</b>	1,9%	1,9%		1,8%	1,8%		1,8%	1,8%	
<b>Marża netto</b>	1,4%	1,1%		1,3%	1,1%		1,4%	1,2%	

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS

## 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 na 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 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, ustalone 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)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 152 274</b>	<b>1 276 970</b>	<b>1 445 201</b>	<b>1 554 058</b>	<b>1 639 982</b>	<b>1 768 192</b>
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	88 460	114 057	142 539	161 498	180 870	201 581
Dystrybucja komputerów i tableatów innych producentów	223 482	240 068	268 150	291 876	306 517	324 274
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	818 832	899 553	1 010 783	1 075 206	1 125 255	1 212 947
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	10 743	10 970	11 670	12 355	13 042	13 745
Przychody z tytułu świadczenia usług	10 757	11 047	12 059	13 124	14 297	15 645
Koszt własny sprzedaży	1 089 312	1 204 631	1 364 696	1 467 489	1 548 626	1 669 694
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>62 962</b>	<b>72 339</b>	<b>80 506</b>	<b>86 570</b>	<b>91 356</b>	<b>98 498</b>
Koszty sprzedaży	37 113	44 649	50 582	54 392	57 399	61 887
Koszty ogólnego zarządu	6 732	7 654	8 671	9 324	9 840	10 609
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	<b>19 117</b>	<b>20 035</b>	<b>21 252</b>	<b>22 853</b>	<b>24 117</b>	<b>26 002</b>
Pozostałe przychody operacyjne	7 893	8 930	10 116	10 878	11 480	12 377
Pozostałe koszty operacyjne	3 709	4 909	5 561	5 980	6 310	7 156
<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>23 301</b>	<b>24 057</b>	<b>25 808</b>	<b>27 752</b>	<b>29 286</b>	<b>31 223</b>
Przychody finansowe	851	2 128	2 117	2 106	2 096	2 085
Koszty finansowe	2 883	8 361	8 319	7 487	6 738	6 064
<b>Zysk brutto</b>	<b>21 269</b>	<b>17 823</b>	<b>19 606</b>	<b>22 371</b>	<b>24 644</b>	<b>27 244</b>
Podatek dochodowy	3 361	3 214	3 535	4 034	4 444	4 913
Podatek dochodowy (%)	15,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
<b>Zysk netto</b>	<b>17 908</b>	<b>14 610</b>	<b>16 071</b>	<b>18 337</b>	<b>20 200</b>	<b>22 332</b>
<b>Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej</b>	<b>17 908</b>	<b>14 610</b>	<b>16 071</b>	<b>18 337</b>	<b>20 200</b>	<b>22 332</b>

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

## Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>AKTYWA</b>	<b>365 397</b>	<b>398 611</b>	<b>441 275</b>	<b>475 259</b>	<b>506 310</b>	<b>546 143</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>57 391</b>	<b>57 407</b>	<b>59 096</b>	<b>60 906</b>	<b>62 621</b>	<b>64 242</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	18 637	20 483	21 788	23 192	24 946	26 836
Wartości niematerialne i prawne	31 782	31 782	31 782	31 782	31 782	31 782
Wartość firmy						
Nieruchomości inwestycyjne	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543	2 543
Inwestycje w jednostki powiązane						
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 429	2 600	2 982	3 389	3 350	3 080
Pozostałe aktywa długoterminowe						
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>308 006</b>	<b>341 204</b>	<b>382 179</b>	<b>414 353</b>	<b>443 690</b>	<b>481 901</b>
Zapasy	133 765	148 093	167 770	180 407	190 382	215 896
Należności handlowe	143 384	159 462	180 650	194 257	204 998	221 024
Aktywa finansowe	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20 238	18 101	16 294	20 994	28 644	23 865
Aktywa z tytułu bieżącego podatku	1 126	1 126	1 126	1 126	1 126	1 126
Pozostałe aktywa	9 493	14 422	16 338	17 569	18 540	19 990
<b>PASYWA</b>	<b>365 078</b>	<b>398 611</b>	<b>441 275</b>	<b>475 259</b>	<b>506 310</b>	<b>546 143</b>
<b>Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego</b>	<b>159 630</b>	<b>167 609</b>	<b>181 475</b>	<b>197 896</b>	<b>215 351</b>	<b>234 721</b>
Kapitał podstawowy	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100
Kapitał zapasowy	56 964	68 241	80 646	94 801	110 393	127 631
Pozostałe kapitały	27 193	23 895	25 356	27 622	29 485	31 617
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>
Długoterminowe kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0
Długoterminowe rezerwy	356	356	356	356	356	356
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>208 989</b>	<b>233 022</b>	<b>261 820</b>	<b>279 383</b>	<b>292 979</b>	<b>313 442</b>
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	7 298	9 982	9 459	8 193	6 926	5 212
Zobowiązania handlowe	162 334	179 722	203 602	218 938	231 043	249 105
Pozostałe zobowiązania	39 357	43 318	48 759	52 252	55 010	59 125

Źródło: DM Banku BPS SA

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>30 623</b>	<b>5 271</b>	<b>6 092</b>	<b>13 215</b>	<b>16 950</b>	<b>5 147</b>
Wynik finansowy	21 269	17 823	19 606	22 371	24 644	27 244
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	778	588	626	666	716	771
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	2 883	2 883	2 883	2 883	2 883	2 883
Wynik na działalności inwestycyjnej	-26	-26	-26	-26	-26	-26
Podatek dochodowy zapłacony	-7 747	-3 214	-3 535	-4 034	-4 444	-4 913
Zmiany w kapitale obrotowym	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	10 188	5 077	5 350	3 436	2 712	4 047
Zmiana stanu zapasów	-50 475	-14 328	-19 678	-12 637	-9 975	-25 514
Zmiana stanu należności	-34 327	-16 078	-21 188	-13 607	-10 740	-16 026
Zmiana stanu zobowiązań	88 403	17 388	23 880	15 336	12 105	18 062
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	170	87	90	58	46	68
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	-493	-4 929	-1 916	-1 231	-971	-1 449
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-286</b>	<b>-1 159</b>	<b>-1 317</b>	<b>-1 418</b>	<b>-1 778</b>	<b>-1 919</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-25 138</b>	<b>-6 248</b>	<b>-6 582</b>	<b>-7 099</b>	<b>-7 524</b>	<b>-8 009</b>
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>5 199</b>	<b>-2 137</b>	<b>-1 807</b>	<b>4 698</b>	<b>7 648</b>	<b>-4 781</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>20 238</b>	<b>18 101</b>	<b>16 294</b>	<b>20 994</b>	<b>28 644</b>	<b>23 865</b>

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody (zmiana, r/r)</b>	45,7%	10,8%	13,2%	7,5%	5,5%	7,8%
<b>EBITDA (zmiana, r/r)</b>	70,4%	2,3%	7,3%	7,5%	5,6%	6,6%
<b>EBIT (zmiana, r/r)</b>	71,5%	3,2%	7,3%	7,5%	5,5%	6,6%
<b>Zysk netto (zmiana, r/r)</b>	109,5%	-18,4%	10,0%	14,1%	10,2%	10,6%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	5,5%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
<b>Marża EBITDA</b>	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
<b>Marża EBIT</b>	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
<b>Marża brutto</b>	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%
<b>Marża netto</b>	1,6%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%
<b>COGS / Przychody</b>	-94,5%	-94,3%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%
<b>SG&amp;A / Przychody</b>	-3,8%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%	-4,1%
<b>SG&amp;A / COGS</b>	4,0%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
<b>ROE</b>	11,2%	8,7%	8,9%	9,3%	9,4%	9,5%
<b>ROA</b>	4,9%	3,7%	3,6%	3,9%	4,0%	4,1%
<b>Dług (tys. PLN)</b>	6 975	9 982	9 459	8 193	6 926	5 212
<b>D/(D+E)</b>	0,04	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02
<b>D/E</b>	0,04	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02
<b>EV (tys. PLN)</b>	47 425	44 418	44 941	46 207	47 474	49 188
<b>Dług / EV</b>	0,15	0,22	0,21	0,18	0,15	0,11
<b>CAPEX / Przychody</b>	0,06%	0,08%	0,08%	0,09%	0,09%	0,10%
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	137,6%	201,5%	214,6%	216,8%	251,8%	252,4%
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	-1,4%	0,4%	0,8%	0,6%	0,4%	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 6,3 zł, co stanowi spadek w odniesieniu do naszej wyceny z maja (6,8 zł). Jednocześnie, na podstawie wyceny porównawczej ustaliliśmy cenę na 8,4 zł, co stanowi spadek w porównaniu do majowej wyceny tą metodą (9,8 zł), co wynika z istotnego pogorszenia mnożników dla spółek porównawczych. **Finalnie wycena na dzień 4.10 oszacowana została na 6,9 zł za akcję, a na koniec 2022 na 7,0 zł za akcję.** Cena docelowa stanowi premię w stosunku do ceny rynkowej (3,95 zł) na poziomie 77,9%.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	6,3
Wycena porównawcza	0,25	8,4
<b>Cena wynikowa na dzień 4.10</b>		<b>6,9</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2022</b>		<b>7,0</b>

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	10,5	10,4	9,1	-	-	-	7,1	6,4	6,3
PC CONNECTION INC	13,9	13,5	-	-	-	-	8,4	8,3	-
ESPRINET SPA	6,2	5,0	4,3	0,7	0,7	0,6	4,5	3,8	3,3
DAIWABO HOLDINGS CO LTD	11,0	9,6	8,5	1,3	1,2	1,1	5,6	5,0	4,4
AB SA	4,2	4,8	4,8	0,5	0,5	0,5	4,0	4,7	4,6
ASBIS	3,0	2,4	-	-	-	-	-	-	-
INIGHT ENTERPRISES	9,6	9,0	8,2	1,7	1,4	-	7,9	7,5	-
AVNET INC	5,4	5,5	5,9	0,8	0,8	-	4,6	4,6	4,9
ARROW ELECTRONICCS	4,3	5,3	5,8	1,1	1,0	-	4,2	5,1	5,9
<b>Średnia</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>4,9</b>
Mediana	6,2	5,5	5,9	1,0	0,9	0,6	5,1	5,0	4,7
NTT System	3,9	3,5	3,1	0,3	0,3	0,3	2,8	2,5	2,2
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>110 469</b>	<b>116 841</b>	<b>122 156</b>	<b>172 414</b>	<b>168 993</b>	<b>144 779</b>	<b>157 947</b>	<b>164 903</b>	<b>154 762</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>8,4</b>								

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: 6,85%, następnie w 2023 r. wzrost o 0,5 pp., w latach późniejszych proporcjonalny spadek (poprzednio 5,89%, zmiany w latach następnych bez zmian)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M: 7,43% (poprzednio 5,93%)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,43, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007- wrzesień 2022 (poprzednio: 0,44)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,19% (poprzednio 5,08%)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1% (bez zmian)
- 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
<b>Przychody</b>	<b>1 152 274</b>	<b>1 276 970</b>	<b>1 445 201</b>	<b>1 554 058</b>	<b>1 639 982</b>	<b>1 768 192</b>	<b>1 785 874</b>
<b>EBITDA</b>	<b>24 079</b>	<b>24 645</b>	<b>26 434</b>	<b>28 418</b>	<b>30 003</b>	<b>31 994</b>	<b>31 851</b>
<b>EBIT</b>	<b>23 301</b>	<b>24 057</b>	<b>25 808</b>	<b>27 752</b>	<b>29 286</b>	<b>31 223</b>	<b>31 536</b>
CIT	15,8%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
<b>NOPLAT</b>	<b>19 619</b>	<b>19 719</b>	<b>21 154</b>	<b>22 748</b>	<b>24 005</b>	<b>25 593</b>	<b>25 849</b>
Amortyzacja	778	588	626	666	716	771	771
CAPEX	-312	-1 185	-1 343	-1 444	-1 804	-1 945	-1 945
Inwestycje w kapitał obrotowy	-15 767	4 851	12 068	8 681	7 119	21 077	21 077
<b>FCFF</b>	<b>35 852</b>	<b>14 270</b>	<b>8 369</b>	<b>13 289</b>	<b>15 799</b>	<b>3 342</b>	<b>3 598</b>
WACC		10,1%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%	9,0%
<b>DCFF</b>		<b>12 965</b>	<b>6 848</b>	<b>9 976</b>	<b>10 984</b>	<b>2 173</b>	
<b>Suma DCF</b>		<b>42 946</b>					
Wartość rezydualna (TV)		45 014					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		26 852					
Udział zdyskontowanej TV w EV		38,5%					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		<b>69 798</b>					
Środki pieniężne na 4.10.2022		19 704					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 4.10.2022		4 239					
Dług netto na 4.10.2022		-15 465					
Inne aktywa nieoperacyjne		2 543					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>87 806</b>					
<b>Liczba akcji (tys.)</b>		<b>13 850</b>					
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>		<b>6,3</b>					
Przychody zmiana r/r		10,8%	13,2%	7,5%	5,5%	7,8%	1,0%
EBIT zmiana r/r		3,2%	7,3%	7,5%	5,5%	6,6%	1,0%
FCF zmiana r/r		-60,2%	-41,4%	-58,8%	18,9%	-78,8%	7,7%
Marża EBITDA		1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Marża EBIT		1,9%	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		201,5%	214,6%	216,8%	251,8%	252,4%	252,4%

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	7,0%	7,1	7,2	7,2	7,3	7,4	7,4	7,5
	7,5%	6,8	6,9	6,9	7,0	7,0	7,1	7,2
	8,0%	6,6	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,9
	8,5%	6,4	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7
	9,0%	6,2	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5
	9,5%	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3
	10,0%	5,9	6,0	6,0	6,0	6,1	6,1	6,1
	10,5%	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9	6,0	6,0
	11,0%	5,7	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,9

Źródło: DM Banku BPS

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	2,63%	7,43%	7,93%	7,43%	6,93%	6,43%	6,43%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	5,63%	10,43%	10,93%	10,43%	9,93%	9,43%	9,43%
1-CIT (realny)	84,2%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>4,7%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,1%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,7%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	6,85%	7,35%	6,85%	6,35%	5,85%	5,85%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43
Zalewarowana beta	0,45	0,46	0,46	0,45	0,45	0,44	0,44
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,08%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>3,8%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	159 630	167 609	181 475	197 896	215 351	234 721	234 721
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	6 975	9 982	9 459	8 193	6 926	5 212	5 212
<b>Razem</b>	<b>166 605</b>	<b>177 591</b>	<b>190 934</b>	<b>206 089</b>	<b>222 278</b>	<b>239 933</b>	<b>239 933</b>
D/E	0,04	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02	0,02
Udział Ke	0,96	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98	0,98
Udział Kd	0,04	0,06	0,05	0,04	0,03	0,02	0,02
Ważony koszt kapitału własnego	3,6%	9,6%	10,1%	9,7%	9,3%	8,8%	8,8%
Ważony koszt kapitału obcego	0,2%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
<b>WACC</b>	<b>3,8%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>9,0%</b>

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 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. Analizę przeprowadzamy raz w roku. Poprzedni scoring dokonany został w maju i bazował na danych z 2021 r. Stąd na potrzeby obecnego raportu aktualizującego, utrzymujemy ocenę raportowania w obszarze ESG z maja br.

### Environment

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

### 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 normę ISO 45001-2018. Spełnienie wymagań potwierdzone 23 lipca 2021 roku certyfikatem uzyskanym w wyniku audytu przeprowadzonego przez PCBC S.A. Spółka nie posiada sformalizowanej polityki praw człowieka, niemniej jednak w swoich działaniach w stosunku do pracowników, również w procesie rekrutacji kieruje się poszanowaniem praw człowieka i równym traktowaniem, bez względu na wiek, płeć, pochodzenie, wyznawaną religię itp. NTT System deklaruje także, że wszelkie potencjalne i rzeczywiste ryzyka mogą być zgłaszane, także anonimowo przedstawicielowi pracowników, który ma bezpośredni dostęp do członków organów Spółki

### 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

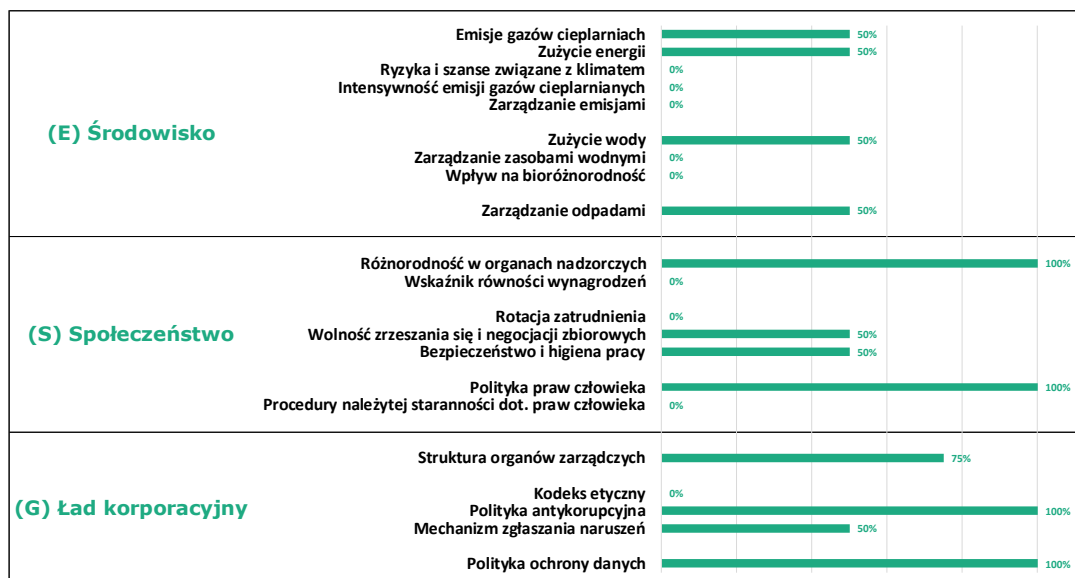
Systemu Zarządzania Jakością obowiązuje polityka ochrony danych, realizowana zgodnie z przyjętymi zasadami z uwzględnieniem wymagań wdrożonego systemu bezpieczeństwa informacji oraz konsekwencji ich nie przestrzegania, wg normy PN-EN ISO/IEC 27001:2017-0.

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	<b>C</b>
------------------	----------

L. PUNKTÓW	<b>8,80</b>
------------	-------------

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



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
<b>A</b>	19-21
<b>B</b>	14-18
<b>C</b>	9-13
<b>D</b>	4-8
<b>E</b>	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: <a href="http://www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne">www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne</a>

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 października 2022 roku, 12:45

Pierwsze udostępnienie opracowania: 4 października 2022 roku, 13:00

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 szczególności 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	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	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	2022-05-10	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	2022-05-17	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	2022-05-18	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	2022-05-26	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	2022-05-31	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	2022-06-01	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	2022-09-12	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	2022-09-20	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	2022-09-29	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	2022-09-29	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	2022-10-04	Łukasz Bryl

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Dr Łukasz Bryl</b> Analityk <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560 <b>Tomasz Kublik, MPW</b> <a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 511 <b>Tomasz Wojna</b> <a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 541
<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>	