

NTT System SA

12.04.2023 08:40

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	7,9
Wycena DCF [PLN]	6,7
Wycena porównawcza [PLN]	9,6
Cena rynkowa [PLN]	5,0
Pot.wzrostu/spadku [%]	58,2%
Kapitalizacja [mln PLN]	67,9
Free float [%]	21,9%
Sektor	sprzęt informatyczny
Kod GPW	NTT
Bloomberg	NTT PW

Raport aktualizujący

Analitik

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki

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

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze [%]

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

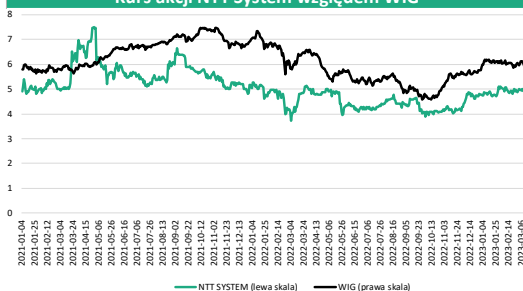
Czynniki wzrostu

Mocny segment mobile
Poprawa rentowności
Bogata oferta

Czynniki ryzyka

Spadek popytu na IT
Presja kosztowa
Wysokie koszty finansowe

Kurs akcji NTT System względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS

- Rok 2022, podobnie jak rok poprzedni, był rekordowy w historii Spółki pod względem sprzedaży. Przychody wyniosły rekordowe 1,245 mld zł i były wyższe niż rok temu o 8,1%.
- Najważniejszym segmentem Spółki pozostaje niezmiennie segment **dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej**, którego przychody wyniosły rekordowe 859,7 mln zł. Udział tego segmentu stanowi obecnie 69% przychodów, podczas gdy rok wcześniej 71%).
- Spółka utrzymuje **wysoką dynamikę sprzedaży w segmencie produktów własnej produkcji i przetworzonych** (w 2022 r. wzrost o 51,3% r/r). Przychody tego segmentu po raz pierwszy w historii przekroczyły 100 mln zł (133,8 mln zł). Zwiększenie udziału tego segmentu oceniamy pozytywnie, ponieważ umożliwia to generowanie wyższych marż.
- **Wzrost przychodów przełożył się na wzrost zysków na podstawowej działalności i, co ważne, ich dynamika okazała się większa niż dynamika przychodów.**
- Spółka wygenerowała **zysk brutto na sprzedaży** równy 69,8 mln zł (wzrost o 10,1% r/r) oraz **zysk operacyjny** w wysokości 28,9 mln zł (wzrost o 24,4% r/r).
- Z kolei, z uwagi na **prawie 4-krotnie wyższe koszty finansowe (odsetki z tytułu faktoringu) zysk netto spadł o 7,8% r/r do 16,5 mln zł.**
- Finalnie **podwyższamy naszą cenę docelową z 7,5 zł (grudzień 2022) do 7,9 zł**, głównie z uwagi na lepsze perspektywy dotyczące wyników na poziomie zysków w przyszłości (przy niższych prognozach dotyczących przychodów), spadek stopy dyskontowej oraz wzrost mnożników spółek porównawczych.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606
EBITDA	29 826	30 388	33 704	36 287	38 413	41 063
marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
EBIT	28 980	29 499	32 771	35 308	37 384	39 983
Kapitał własny	173 557	198 447	216 267	235 081	257 502	284 855
P/E	4,11	3,99	3,45	3,13	2,73	2,30
EV/EBITDA	1,80	1,69	1,70	1,70	1,59	1,63
EPS	1,19	1,23	1,42	1,57	1,80	2,13
DY	6,1%	2,3%	4,1%	4,5%	5,2%	6,1%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS, P - prognozy

Ostatnie wydarzenia

- 16.02.2022 (ESPI RB 2/2023) Podpisanie aneksu do umowy faktoringu z PKO Faktoring S.A.
- 15.12.2022 (ESPI RB 28/2022) Zawarcie Aneksów do umów kredytowych z Bankiem Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie oraz ustanowienie ograniczonego prawa rzeczowego

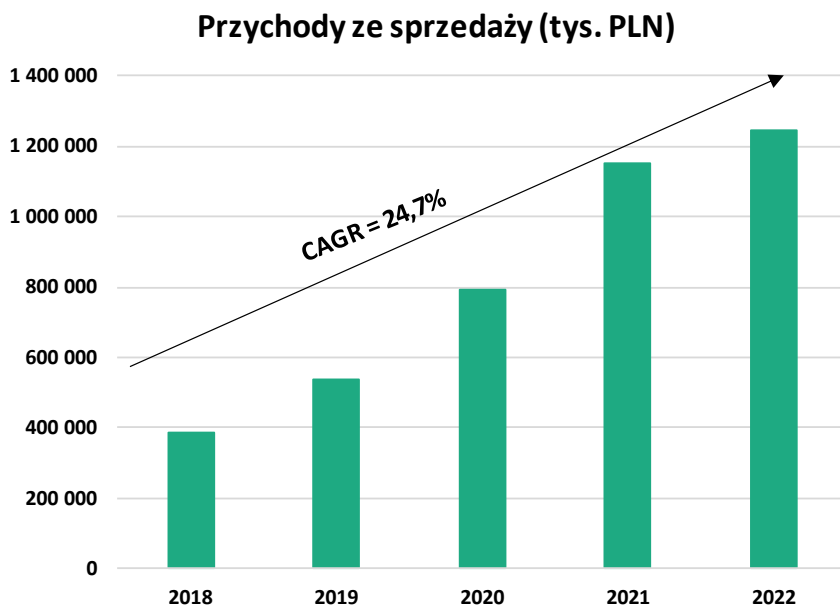
Podsumowanie wyników za I półrocze 2022 rok

Wyniki Spółki za 2022 r. są bardzo dobre, aczkolwiek na poziomie zysku netto niższe niż rok wcześniej. Szczególnie imponująco wygląda strona przychodowa. Rosnący trend sprzedaży (zapoczątkowany jeszcze przed pandemicznym boorem na sprzęt IT) wciąż się utrzymuje.

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2018	2019	2020	2021	2022
Przychody ze sprzedaży	385 547	539 084	790 985	1 152 274	1 245 707
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	48 321	80 560	43 156	88 460	133 821
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	113 101	102 014	204 620	223 482	226 528
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	211 903	342 081	524 582	818 832	859 671
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	6 888	7 139	9 801	10 743	13 588
Przychody z tytułu świadczenia usług	5 334	7 290	8 826	10 757	12 099
Koszt własny sprzedaży	360 841	507 628	747 969	1 089 312	1 175 874
Zysk brutto na sprzedaży	24 706	31 456	43 016	62 962	69 833
Koszty sprzedaży	17 150	20 188	27 212	37 113	35 590
Koszty ogólnego zarządu	4 959	5 180	5 739	6 732	7 566
Zysk ze sprzedaży	2 597	6 088	10 065	19 117	26 677
Pozostałe przychody operacyjne	10 575	3 675	6 735	7 893	5 604
Pozostałe koszty operacyjne	7 657	3 666	3 212	3 709	3 301
Zysk z działalności operacyjnej	5 515	6 097	13 588	23 301	28 980
Przychody finansowe	1 741	790	95	851	1 148
Koszty finansowe	1 608	1 092	3 018	2 883	9 760
Zysk brutto	5 648	5 795	10 665	21 269	20 368
Podatek dochodowy	960	1 099	2 118	3 361	3 865
Podatek dochodowy (%)	17,0%	19,0%	19,9%	15,8%	18,0%
Zysk netto	4 688	4 696	8 547	17 908	16 503
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	4 688	4 696	8 547	17 908	16 503

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

Przychody w 2022 r. po raz kolejny przekroczyły 1 mld zł i wyniosły 1,245 mld zł, choć dynamika ich wzrostu wyraźnie spowolniła do 8,1% (rok wcześniej przychody wzrosły o 45,7%). Tym samym CAGR rocznych przychodów w latach 2018-2022 zmalał i wyniósł 24,7%.

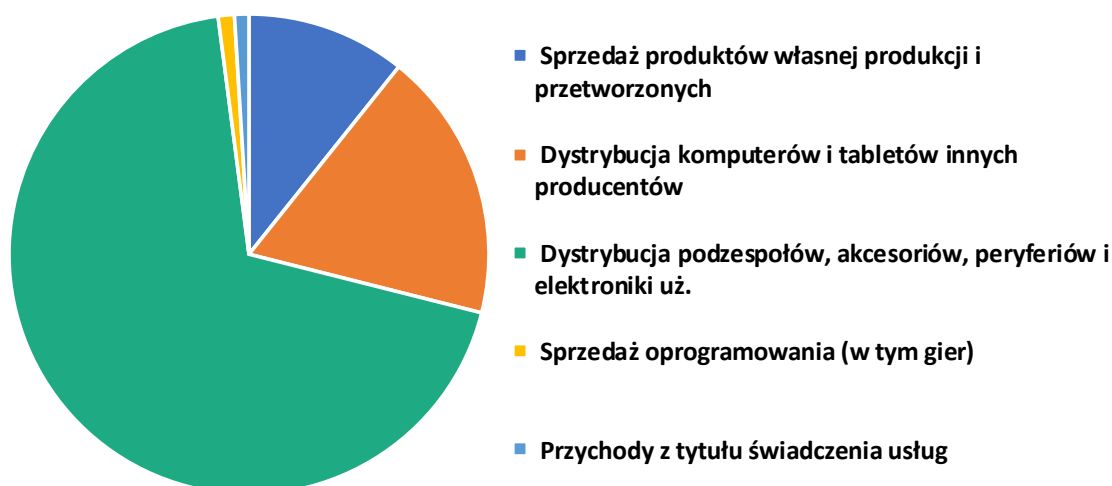


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Głównym rynkiem zbytu dla Spółki jest rynek polski, który w 2022 roku stanowił 93,8% ogółu przychodów, co stanowi spadek o 1,2 pp. w porównaniu do całego 2021 r. Zmniejszenie udziału rynku polskiego wynikało z wysokiej dynamiki sprzedaży na rynkach zagranicznych (sprzedaż zagranicą jest rozproszona, oprócz Holandii i Litwy brakuje jednego dominującego kraju). Niemnie jednak Spółka najwięcej uwagi skupia obecnie na rynku polskim.

W skali całego 2022 r. największy udział w sprzedaży Spółki miał niezmiennie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej, który odpowiadał za 69% przychodów generując 411,4 mln zł sprzedaży (spadek udziału o 0,1 p.p. r/r).

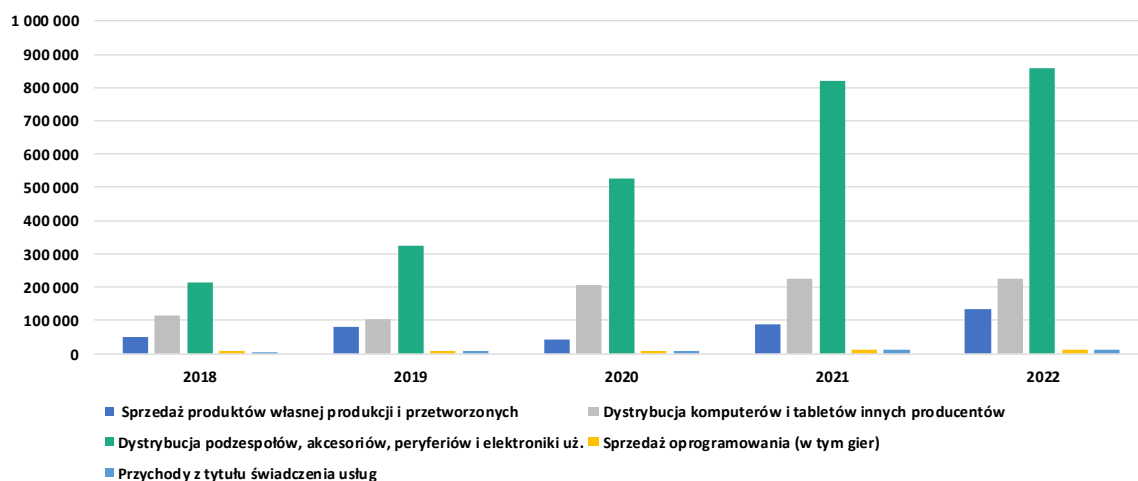
Struktura przychodów (2022)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Dynamika wzrostu segmentu dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej wyniosła 5% i była wyraźnie niższa niż rok wcześniej (56,1%). Największą dynamikę zmian odnotowano w segmencie produktów własnych i przetworzonych – wyniosła ona 51,3%. Segment ten konsekwentnie ma coraz większy udział w łącznych przychodach (10,7% wobec 7,7% w 2021 r.). Pozytywnie oceniamy fakt, że, mimo zmniejszenia wzrostu sprzedaży, w żadnym z raportowanych segmentów Spółka nie odniosła ujemnej dynamiki przychodów.

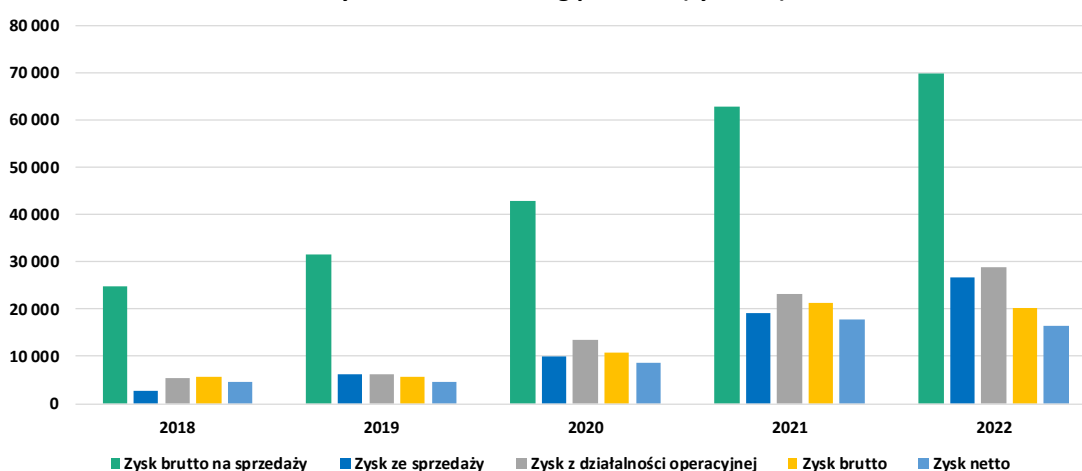
Przychody wg segmentów (tys. PLN)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

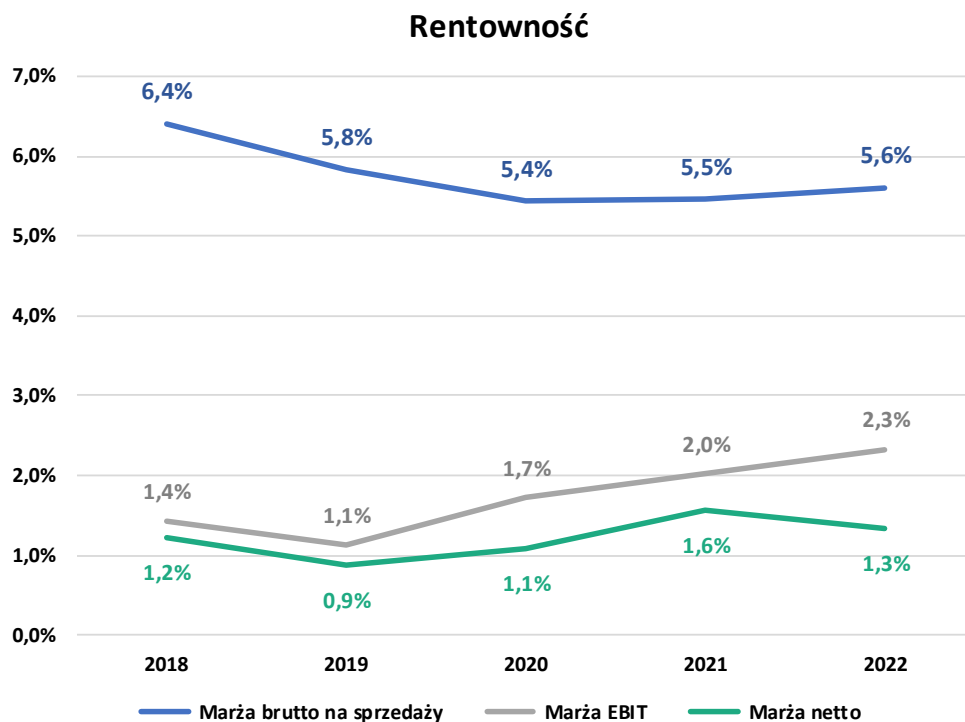
Rekordowe przychody pozwoliły także na wypracowanie rekordowych zysków na podstawowej działalności. Zysk brutto na sprzedaży wyniósł 69,8 mln zł i był wyższy niż rok wcześniej o 10,9%, zysk ze sprzedaży ukształtował się na poziomie o 39,6% wyższym niż rok wcześniej i wyniósł 26,7 mln zł. Zysk operacyjny zwiększył się z kolei o 24,4% r/r do 28,9 mln zł. Natomiast na poziomie zysku netto nastąpiło pogorszenie sytuacji z uwagi na prawie 4-krotny wzrost kosztów finansowych w porównaniu do roku 2021. Przyczyną silnego wzrostu kosztów finansowych były wyższe stopy procentowe skutkujące wyższymi odsetkami z tytułu faktoringu. Finalnie zysk netto był niższy niż rok temu o 7,8% i wyniósł 16,5 mln zł.

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 trudnym 2022 r. naznaczonym m. in. wysoką presją inflacyjną Spółka poprawiła marżę podstawowej działalności, co jest pozytywnym sygnałem. Marża brutto na sprzedaży wzrosła o 0,1 p.p. do 5,6%, a marża EBIT zwiększyła się o 0,3 p. p. do 2,3%. Przyczyną zauważalnej poprawy marży operacyjnej były mniejsze niż rok temu koszty sprzedaży (spadek o 4,1% r/r).



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Wzrost rentowności wynika m. in. z działań Spółki mających na celu koncentrację na produktach własnej produkcji, generujących wyższe marże niż dystrybucja sprzętu innych producentów, o czym Spółka informowała i zapowiadała w poprzednich raportach. W tym kontekście zmianę strategicznego podejścia należy ocenić pozytywnie, a zapowiedzi Zarządu jako wiarygodne.

Szacunki DM Banku BPS za 2022 r. a wyniki Spółki

tys. PLN	W porównaniu do					
	2022	szacunki DM BPS	szacunków DM BPS	2021	2020	Zmiana r/r
Przychody	1 245 707	1 276 970	-2,4%	1 152 274	790 985	45,7%
Zysk brutto na sprzedaży	69 833	72 339	-3,5%	62 962	43 016	46,4%
<i>Marża brutto</i>	5,6%	5,7%	-0,1 p.p.	5,5%	5,4%	+0,1 p.p.
EBITDA	29 826	24 903	19,8%	24 079	14 131	70,4%
<i>marża EBITDA</i>	2,4%	2,0%	+0,4 p.p.	2,1%	1,8%	+0,3 p.p.
EBIT	28 980	24 057	20,5%	23 301	13 588	71,5%
<i>Marża EBIT</i>	2,3%	1,9%	+0,4 p.p.	2,0%	1,7%	+0,3 p.p.
Zysk brutto	20 368	17 823	14,3%	21 269	10 665	99,4%
<i>Marża zysku brutto</i>	1,6%	1,4%	+0,2 p.p.	1,8%	1,3%	+0,5 p.p.
Zysk netto	16 503	14 610	13,0%	17 908	8 547	109,5%
<i>Marża zysku netto</i>	1,3%	1,1%	+0,2 p.p.	1,6%	1,1%	+0,05 p.p.

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

Na poziomie przychodów Spółka pokazała nieznacznie gorsze wyniki niż się spodziewaliśmy. Prognozowane przez nas przychody (1,276 mld zł) okazały się niższe o 2,4% niż wartości realnie wypracowane przez Spółkę (1,245 mld zł). Z kolei, na poziomie zysków Spółka pozytywnie nas zaskoczyła, ponieważ zarówno zysk EBITDA, EBIT oraz zysk netto były wyższe od naszych oczekiwań. To przełożyło się także na wyższe od spodziewanych poziomy rentowności.

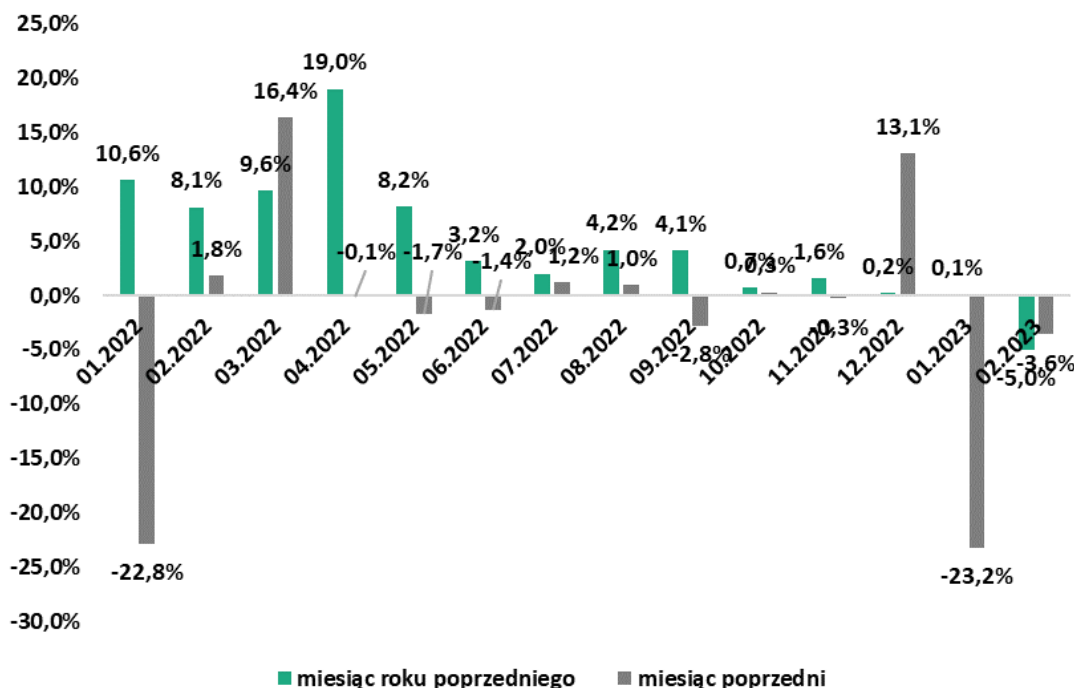
Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie rynkowe

Z uwagi na fakt, że ok. 95% sprzedaży NTT System koncentruje się na rynku polskim, kluczowym czynnikiem kształtującym przyszłe przychody jest popyt krajowy. Popyt na sprzęt IT zależy od wielu czynników makroekonomicznych, w tym od dynamiki PKB, konsumpcji prywatnej, wydatków rządowych, stopy bezrobocia, inflacji i wynagrodzeń. Narastające obawy dot. konsumpcji w Polsce związane z wysoką inflacją oraz ograniczonym dostępem do finansowania wynikające z procesów zacieśniania polityki monetarnej zaczynają się powoli materializować. Jako największe zagrożenie o charakterze makroekonomicznym dla Spółki postrzegamy wysoką inflację, której dynamika nie słabnie. Inflacja w lutym wyniosła 18,4% i niewykluczone, że jej poziom w następnych miesiącach będzie rósł. 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 IV kwartale 2023 zauważamy, że PKB zmniejszył się realnie o 2,4% w porównaniu z poprzednim kwartałem. Przy założeniu ujemnej dynamiki wzrostu gospodarczego w I kwartale 2023 będzie to oznaczać wystąpienie tzw. technicznej recesji (ujemna dynamika PKB dwa kwartały z rzędu).

Wyhamowanie dynamiki wzrostu ma miejsce także w odniesieniu do realnej sprzedaży detalicznej, która wraz z początkiem 2023 r. notuje spadki w ujęciu miesięcznym (odpowiednio minus 23,2% w styczniu, co wynika z sezonowości oraz minus 3,6% w lutym). W połączeniu ze słabymi danymi z końcówki 2022 r. rodzi to obawy o konsumpcję w Polsce, tym sprzętu komputerowego i telekomunikacyjnego.

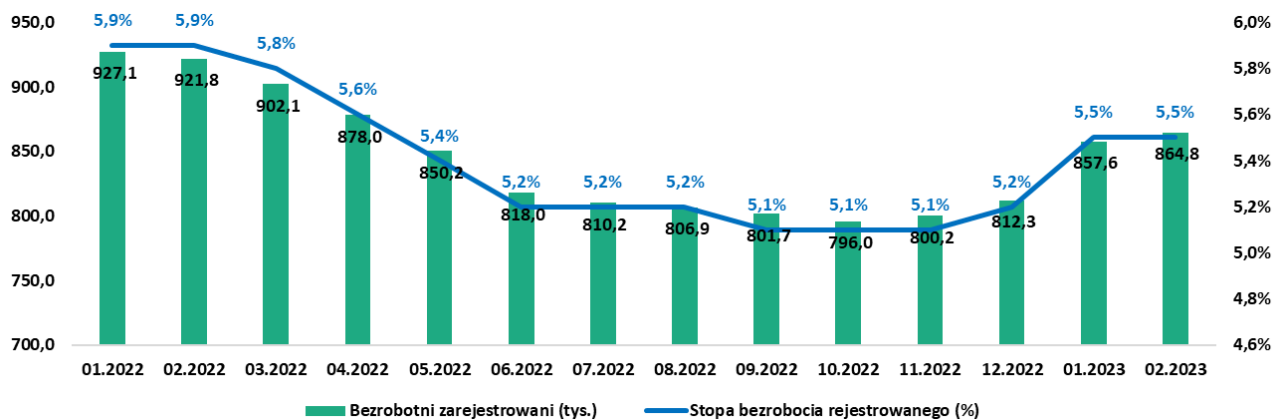
Dynamika sprzedaży detalicznej towarów (ceny stałe)



Źródło: GUS

Wydatki konsumentów na sprzętu IT zależą także w dużej mierze od poziomów bezrobocia. Mimo obserwowanego spowolnienia gospodarczego rynek pracy wciąż wykazuje mocne fundamenty, aczkolwiek wraz z początkiem 2023 r. bezrobocie zaczęło rosnąć. Na koniec lutego stopa bezrobocia wyniosła 5,5% - jest to wciąż o 0,4 p. p. mniej niż w lutym zeszłego roku. Biorąc pod uwagę recesyjne nastroje w gospodarce światowej należy mieć na uwadze w perspektywie całego 2023 r. ryzyko ewentualnych dalszych wzrostów liczby osób pozostających bez pracy.

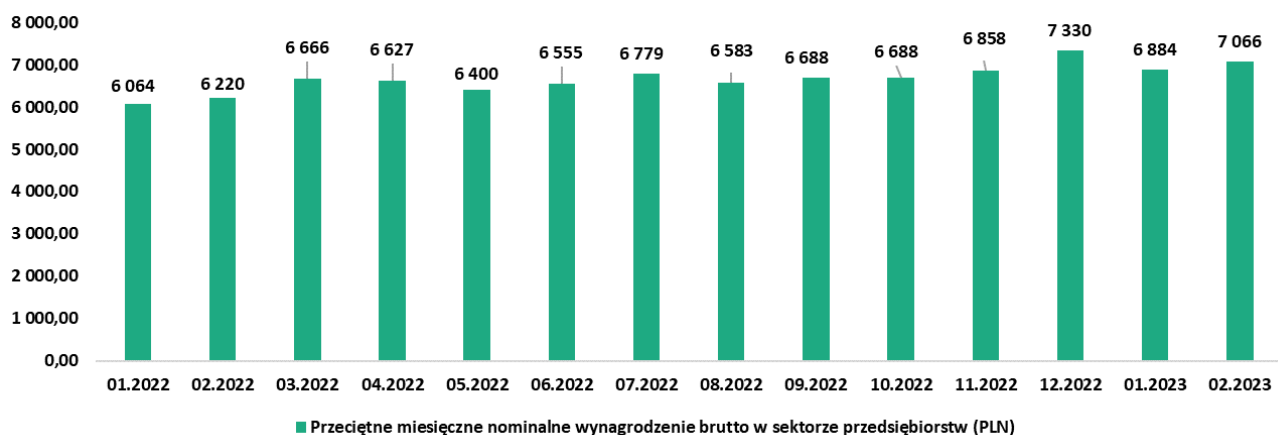
Bezrobocie



Źródło: GUS

Poziom bezrobocia jest ujemnie skorelowany z poziomem zatrudnienia, aczkolwiek na obecną chwilę wzrosty bezrobocia w niewielkim stopniu przekładają się na spadki zatrudnienia. Na koniec lutego 2023 zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 4 tys. osób w porównaniu ze styczniem 2023 i wyniosło ponad 6,526 mln osób. Niemniej jednak uważamy, że rynek pracy w Polsce pozostaje wciąż silny, co widać także w danych dotyczących kształtowania się wynagrodzeń.

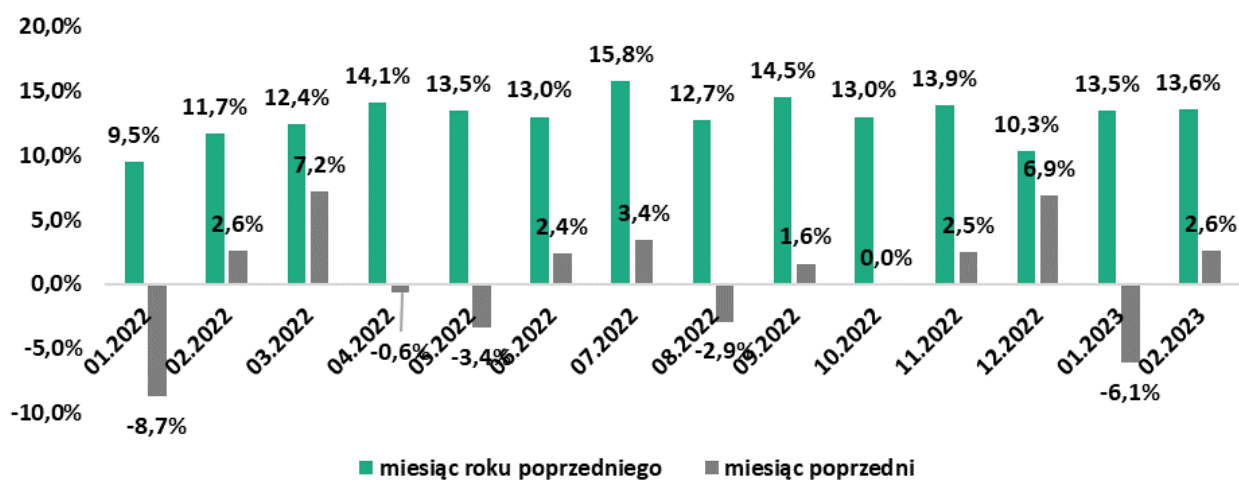
Wynagrodzenia



Źródło: GUS

Miesięczne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw na koniec lutego 2023 było wyższe niż w analogicznym okresie 2022 i wyniosło 7 065,56 zł brutto. W lutym wynagrodzenia średnio wzrosły jednak o 2,6% m/m, z kolei w ujęciu rocznym miał miejsce imponujący wzrost na poziomie 13,6%. Należy jednak wziąć pod uwagę, że o ile nominalne wzrosty wynagrodzeń w ujęciu rocznym są imponujące, o tyle ich realna wysokość, skorygowana o inflację (18,4% w lutym) pozostaje ujemna. To oznacza, że prognozowany spadek realnej siły nabywczej konsumentów zaczyna się powoli materializować, a jego skutki widoczne są we wcześniej prezentowanych danych dotyczących sprzedaży detalicznej.

Dynamika przeciętnego miesięcznego nominalnego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw



Źródło: GUS

Obserwowane spowolnienie w gospodarce polskiej nie przekłada się jeszcze na istotne osłabienie rynku pracy, który wciąż pozostaje fundamentalnie silny. Bezrobocie znajduje się na niskim poziomie, choć z tendencją rosnącą. Wysoka inflacja, której szczyt prawdopodobnie jeszcze nie nastąpił, powoduje widoczny spadek realnej sprzedaży detalicznej, co postrzegamy obecnie jako jeden z największych czynników ryzyka generowania przychodów przez NTT System. Stąd wyraźnie gorsze perspektywy otoczenia makroekonomicznego na przyszłość wymagają ostrożnościowego podejścia do projekcji przychodów Spółki.

Prognozy finansowe dla Spółki

Boom na sprzęt IT napędzany pandemią i skutkujący rosnącymi przychodami dystrybutorów dobiegł końca. W ujęciu globalnym sprzedaż komputerów wyraźnie spadła przede wszystkim w IV kwartale 2022. Według Gartnera dostawy komputerów spadły o 28,5% r/r. W całym 2022 r. sprzedaż komputerów wyniosła 286,2 mln sztuk i była niższa niż rok temu o 16,2%.

Prognozy na 2023 r. wg IDC sugerują, że globalna sprzedaż komputerów wraz tabletami ma wynieść 403,1 mln sztuk, co oznacza spadek o 11,2% w porównaniu z 2022 r. Prognozowane odbicie ma nastąpić w 2024 r. (417,7 mln sztuk).

Co ciekawe, wolumenowe spadki sprzedaży komputerów w 2022 r. nie znalazły odzwierciedlenia w przychodach tego segmentu NTT System, choć w IV kwartale widać spowolnienie sprzedaży. Spodziewamy się jednak, że rosnąca inflacja, spadek realnego dochodu gospodarstw domowych, zmniejszenie zamówień przez sektor przedsiębiorstw oraz relatywnie długi cykl życia komputerów spowodują dalsze spowolnienie sprzedaży tego segmentu w 2023. Mimo spadku ilościowego, nie zakładamy spadków wartościowych, ponieważ spodziewamy się, że spadki ilościowe będą rekompensowane wzrostami cen.

Nasze wcześniejsze prognozy dotyczące przychodów korygujemy nieznacznie w dół z uwagi głównie na segment komputerów i tabletów. W przypadku NTT System są to tak naprawdę dwa segmenty. Jeden dotyczy dystrybucji komputerów własnych a drugi sprzętu innych producentów. Spodziewamy się, że zarówno w jednym jak i drugim sprzedaż ulegnie spowolnieniu.

Wciąż uważamy, że najważniejszym segmentem operacyjnym Spółki pozostanie segment dystrybucji podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki użytkowej. Mimo osłabienia dochodu rozporządzalnego zakładamy wciąż silne zainteresowanie zakupami telefonów komórkowych, które w odróżnieniu do komputerów odznaczają się krótszym cyklem życia (średnio 2 lata).

Jednocześnie w porównaniu do naszych wcześniejszych prognoz, rewidujemy w górę nasze projekcje dotyczące zysków. Spółka pozytywnie zaskoczyła nas wynikami za 2022 r., stąd pozytywnie postrzegamy kształtowanie się rentowności Spółki na poziomie podstawowym i postrzegamy ją jako jeden z głównych czynników wzrostu wartości. W 2022 r., mimo wzrostu przychodów, Spółce udało się obniżyć koszty sprzedaży. Zakładamy utrzymanie marży brutto na sprzedaży na poziomie z roku 2022 (5,6%). Wciąż jednak spodziewamy się, że na wyniku netto ciążyć będą wysokie koszty finansowe, które utrzymywać się będą do momentu obniżki stóp procentowych. Spodziewamy się, że nastąpi to nie wcześniej niż w 2024 r.

Biorąc pod uwagę niepewne otoczenie makroekonomiczne, konserwatywnie podchodzimy do wypłaty dywidendy. Zakładamy, że w 2023 r. wypłacona zostanie procentowo mniejsza dywidenda niż w 2022 r. (15% wobec 22,7%). Po 2024 r. zakładamy powrót do wypłaty dywidendy w wysokości 22,7% zysku netto.

Zmiany prognoz finansowych

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 02.12.2022 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 445 201	1 319 514	-8,7%	1 554 058	1 403 106	-9,7%	1 639 982	1 511 716	-7,8%
Koszt własny sprzedaży	-1 364 696	-1 246 010	-8,7%	-1 467 489	-1 324 945	-9,7%	-1 548 626	-1 427 505	-7,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	80 505	73 504	-8,7%	86 570	78 161	-9,7%	91 356	84 211	-7,8%
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	-59 253	-44 863	-24,3%	-63 719	-46 302	-27,3%	-67 239	-49 887	-25,8%
Zysk (strata) na sprzedaży	21 252	28 641	34,8%	22 850	31 858	39,4%	24 117	34 324	42,3%
EBITDA	26 434	30 388	15,0%	28 418	33 704	18,6%	30 003	36 287	20,9%
EBIT	25 808	29 499	14,3%	27 752	32 771	18,1%	29 286	35 308	20,6%
Zysk (strata) brutto	19 606	20 784	6,0%	22 371	23 983	7,2%	24 644	26 472	7,4%
Zysk (strata) netto	16 071	17 036	6,0%	18 337	19 659	7,2%	20 200	21 699	7,4%
Marża brutto ze sprzedaży	5,6%	5,6%		5,6%	5,6%		5,6%	5,6%	
Marża EBITDA	1,8%	2,3%		1,8%	2,4%		1,8%	2,4%	
Marża EBIT	1,8%	2,2%		1,8%	2,3%		1,8%	2,3%	
Marża netto	1,1%	1,3%		1,2%	1,4%		1,2%	1,4%	

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

Ryzyko związane ze wybuchem wojny między Chinami a Tajwanem

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

Ryzyko makroekonomiczne

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

Ryzyko kursowe

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

Ryzyko uzależnienia się od głównego dostawcy

Spółka większość dostaw realizuje od kilkadziesiątu dostawców. W przypadku utraty jednego z głównych dostawców istnieje ryzyko zachwiania dostaw w krótkim czasie, co przełożyłoby się negatywnie na wyniki finansowe. Jednocześnie kluczowi dostawcy mogą wykorzystywać swoją

dominującą pozycję w kontaktach handlowych ze Spółką. W celu ograniczenia ryzyka w każdej grupie towarowej Spółka posiada co najmniej dwóch dostawców konkurujących ze sobą.

Ryzyko uzależnienia się od głównych odbiorców

Okolo 41% przychodów Spółki generowanych jest przez dwa duże podmioty, co stwarza ryzyko silnego uzależnienia przychodów ze sprzedaży i wyników finansowych. Spółka prowadzi działania mające na celu dywersyfikację portfela odbiorców. Ponadto, Spółka z uwagi na fakt, iż jest jednocześnie producentem komputerów oraz dystrybutorem sprzętu IT, może spełniać oczekiwania klientów w większym zakresie niż firmy konkurencyjne, a zatem ryzyko utraty klientów kluczowych jest do pewnego stopnia niwelowane.

Ryzyko utraty kluczowych pracowników

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

Ryzyko związane z zapasami i należnościami

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

Aktualizacja prognoz finansowych

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606
Sprzedaż produktów własnej produkcji i przetworzonych	133 821	138 648	149 217	158 158	167 970	178 692
Dystrybucja komputerów i tabletów innych producentów	226 528	230 395	236 346	244 807	253 747	263 240
Dystrybucja podzespołów, akcesoriów, peryferiów i elektroniki uż.	859 671	922 427	989 764	1 078 989	1 160 769	1 250 421
Sprzedaż oprogramowania (w tym gier)	13 588	13 359	13 557	14 356	15 169	16 012
Przychody z tytułu świadczenia usług	12 099	14 685	14 221	15 406	16 723	18 240
Koszt własny sprzedaży	1 175 874	1 246 010	1 324 945	1 427 505	1 524 448	1 630 424
Zysk brutto na sprzedaży	69 833	73 504	78 161	84 211	89 930	96 181
Koszty sprzedaży	35 590	36 946	37 884	40 816	43 588	46 618
Koszty ogólnego zarządu	7 566	7 917	8 419	9 070	9 686	10 360
Zysk ze sprzedaży	26 677	28 641	31 858	34 324	36 655	39 203
Pozostałe przychody operacyjne	5 604	5 936	6 312	6 801	7 263	7 767
Pozostałe koszty operacyjne	3 301	5 077	5 399	5 817	6 534	6 988
Zysk z działalności operacyjnej	28 980	29 499	32 771	35 308	37 384	39 983
Przychody finansowe	1 148	1 142	971	825	701	596
Koszty finansowe	9 760	9 858	9 759	9 661	7 729	4 637
Zysk brutto	20 368	20 784	23 983	26 472	30 357	35 942
Podatek dochodowy	3 865	3 748	4 325	4 773	5 474	6 481
Podatek dochodowy (%)	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Zysk netto	16 503	17 036	19 659	21 699	24 883	29 461
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	16 503	17 036	19 659	21 699	24 883	29 461

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

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	365 397	379 474	411 231	438 318	469 934	503 065	539 389
Aktywa trwałe	57 391	56 702	59 157	60 923	62 365	63 697	65 189
Rzeczowe aktywa trwałe	18 637	18 470	21 648	22 915	24 281	25 739	27 298
Wartości niematerialne i prawne	31 782	31 579	31 579	31 579	31 579	31 579	31 579
Nieruchomości inwestycyjne	2 543	2 580	2 580	2 580	2 580	2 580	2 580
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	4 429	4 073	3 351	3 849	3 925	3 800	3 731
Aktywa obrotowe	308 006	322 772	352 074	377 395	407 569	439 368	474 200
Zapasy	133 765	154 358	153 180	162 884	175 492	197 116	210 819
Należności handlowe	143 384	125 858	164 939	175 388	188 964	201 797	220 142
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20 238	30 333	19 037	23 260	26 022	22 204	23 720
Pozostałe aktywa	9 493	12 223	14 917	15 862	17 090	18 251	19 520
PASYWA	365 397	379 474	411 231	438 318	469 934	503 065	539 389
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	159 949	173 557	198 447	216 267	235 081	257 502	284 855
Kapitał podstawowy	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100	83 100
Kapitał zapasowy	45 863	58 302	72 783	87 980	104 755	123 991	146 766
Pozostałe kapitały	27 193	25 788	26 321	28 944	30 984	34 168	38 746
Zobowiązania długoterminowe	356	275	275	275	275	275	275
Długoterminowe kredyty i pożyczki	0	0	0	0	0	0	0
Długoterminowe rezerwy	356	275	275	275	275	275	275
Zobowiązania krótkoterminowe	208 670	212 324	213 568	222 835	235 637	246 348	255 318
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	6 979	44 496	35 572	33 714	32 060	29 107	24 868
Zobowiązania handlowe	162 334	125 472	133 271	141 714	152 683	163 052	172 661
Pozostałe zobowiązania	39 357	42 356	44 725	47 408	50 893	54 188	57 790

Źródło: DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	-15 574	1 616	19 117	18 219	12 456	18 932
Wynik finansowy	20 368	20 784	23 983	26 472	30 357	35 942
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	846	888	933	979	1 028	1 080
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	632	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	8 505	8 505	8 505	8 505	8 505	8 505
Wynik na działalności inwestycyjnej	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Podatek dochodowy zapłacony	-1 615	-3 748	-4 325	-4 773	-5 474	-6 481
Zmiany w kapitale obrotowym						
Zmiana stanu rezerw	5 408	7 516	2 639	3 428	3 240	3 542
Zmiana stanu zapasów	-20 593	1 178	-9 704	-12 608	-21 624	-13 703
Zmiana stanu należności	14 796	-39 081	-10 449	-13 576	-12 833	-18 345
Zmiana stanu zobowiązań	-43 411	7 799	8 443	10 970	10 369	9 608
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-366	476	44	58	54	59
Zmiana stanu pozostałych aktywów i pasywów	-137	-2 694	-945	-1 228	-1 161	-1 269
Przepływy inwestycyjne	-269	-1 219	-1 297	-1 398	-1 493	-1 597
Przepływy finansowe	25 938	-11 692	-13 598	-14 061	-14 784	-15 823
Przepływy pieniężne netto	10 095	-11 296	4 222	2 760	-3 821	1 512
Środki pieniężne na koniec okresu	30 333	19 037	23 260	26 022	22 204	23 720

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody (zmiana, r/r)	8,1%	5,9%	6,3%	7,7%	6,8%	7,0%
EBITDA (zmiana, r/r)	23,9%	1,9%	10,9%	7,7%	5,9%	6,9%
EBIT (zmiana, r/r)	24,4%	1,8%	11,1%	7,7%	5,9%	7,0%
Zysk netto (zmiana, r/r)	-7,8%	3,2%	15,4%	10,4%	14,7%	18,4%
Marża brutto na sprzedaży	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Marża EBIT	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Marża brutto	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%
Marża netto	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,7%
COGS / Przychody	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%	-94,4%
SG&A / Przychody	-3,5%	-3,4%	-3,3%	-3,3%	-3,3%	-3,3%
SG&A / COGS	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
ROE	9,5%	8,6%	9,1%	9,2%	9,7%	10,3%
ROA	4,3%	4,1%	4,5%	4,6%	4,9%	5,5%
Dług (tys. PLN)	44 496	35 572	33 714	32 060	29 107	24 868
D/(D+E)	0,20	0,15	0,13	0,12	0,10	0,08
D/E	0,26	0,18	0,16	0,14	0,11	0,09
EV (tys. PLN)	23 404	32 328	34 186	35 840	38 793	43 032
Dług / EV	1,90	1,10	0,99	0,89	0,75	0,58
CAPEX / Przychody	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%	0,09%
CAPEX / Amortyzacja	136,8%	138,0%	139,8%	143,4%	145,9%	148,6%
Amortyzacja / Przychody	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	2,4%	0,8%	0,9%	1,5%	1,3%

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/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 6,7 zł, co stanowi wzrost w odniesieniu do naszej wyceny z grudnia (6,6 zł). Jednocześnie, na podstawie wyceny porównawczej ustaliliśmy cenę na 9,6 zł, co stanowi wzrost w porównaniu do grudniowej wyceny tą metodą (8,4 zł), co wynika z polepszenia mnożników dla spółek porównawczych oraz rewizji w górę zysków. **Finalnie wycena na dzień 12.04 oszacowana została na 7,4 zł za akcję, a na koniec 2023 na 7,9 zł za akcję.** Cena docelowa stanowi premię w stosunku do ceny rynkowej (5,0 zł) na poziomie 58,2%.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,75	6,7
Wycena porównawcza	0,25	9,6
Cena wynikowa na dzień 12.04		7,4
Cena docelowa na koniec 2023		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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
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
Średnia	7,6	7,3	6,7	1,0	0,9	0,7	5,8	5,7	4,9
Mediana	6,2	5,5	5,9	1,0	0,9	0,6	5,1	5,0	4,7
NTT System	4,1	4,0	3,5	0,4	0,3	0,3	2,7	1,8	1,5
Implikowana wycena (tys. PLN)	128 820	142 929	144 549	204 136	201 392	171 983	159 813	174 669	162 000
Wycena 1 akcji (PLN)	9,6								

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: 6,15%, następnie w 2024 r. spadek o 0,5 pp., w latach późniejszych proporcjonalny spadek (poprzednio 6,4%, odwrotne zmiany w latach następnych)
- Koszt długu szacowany na podstawie WIBOR6M: 6,95% (poprzednio 7,46%)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,42, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie lipiec 2007- marzec 2023 (poprzednio: bez zmian)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,40% (poprzednio 7,19%)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 1% (bez zmian)
- Wypłata dywidendy liczona na podstawie historycznych podziałów zysku netto, procentowo mniejsza niż w roku poprzednim
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	1 245 707	1 319 514	1 403 106	1 511 716	1 614 378	1 726 606	1 743 872
EBITDA	29 826	30 388	33 704	36 287	38 413	41 063	40 787
EBIT	28 980	29 499	32 771	35 308	37 384	39 983	40 383
CIT	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
NOPLAT	23 754	24 180	26 862	28 941	30 643	32 773	33 101
Amortyzacja	846	888	933	979	1 028	1 080	1 080
CAPEX	-276	-1 226	-1 304	-1 405	-1 500	-1 604	-1 604
Inwestycje w kapitał obrotowy	2 517	31 036	10 886	13 383	23 745	23 077	23 077
FCFF	21 807	-7 194	15 605	15 133	6 426	9 171	9 499
WACC		9,6%	9,1%	8,6%	8,0%	7,9%	8,0%
DCFF		-5 986	12 019	10 893	4 369	5 802	
Suma DCF	27 097						
Wartość rezydualna (TV)	135 234						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	78 783						
Udział zdyskontowanej TV w EV	74,4%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	105 880						
Środki pieniężne na 6.04.2023	22 194						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 6.04.2023	38 066						
Dług netto na 12.04.2023	15 872						
Inne aktywa nieoperacyjne	2 580						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	92 588						
Liczba akcji (tys.)	13 850						
Cena 1 akcji (PLN)	6,7						
Przychody zmiana r/r	8,1%	5,9%	6,3%	7,7%	6,8%	7,0%	
EBIT zmiana r/r	24,4%	1,8%	11,1%	7,7%	5,9%	7,0%	
FCF zmiana r/r		-133,0%	316,9%	-3,0%	-57,5%	42,7%	
Marża EBITDA	2,4%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Marża EBIT	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Marża NOPLAT	1,9%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
CAPEX/Przychody	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
CAPEX/Amortyzacja	32,6%	138,0%	139,8%	143,4%	145,9%	148,6%	

Źródło: DM Banku BPS, P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

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

Źródło: DM Banku BPS

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR6M	7,46%	6,95%	6,45%	5,95%	5,45%	4,95%	4,95%
Premia kredytowa	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Koszt kapitału obcego	10,46%	9,95%	9,45%	8,95%	8,45%	7,95%	7,95%
1-CIT (realny)	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%	82,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	8,6%	8,2%	7,7%	7,3%	6,9%	6,5%	6,5%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,40%	6,15%	5,65%	5,15%	4,65%	4,65%	4,65%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42
Zalewarowana beta	0,54	0,51	0,49	0,48	0,47	0,46	0,46
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,19%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	10,3%	9,9%	9,3%	8,7%	8,1%	8,1%	8,1%
Kapitał własny (tys. PLN)	173 557	198 447	216 267	235 081	257 502	284 855	284 855
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	44 496	35 572	33 714	32 060	29 107	24 868	24 868
Razem	218 053	234 020	249 981	267 142	286 609	309 723	309 723
D/E	0,26	0,18	0,16	0,14	0,11	0,09	0,09
Udział Ke	0,80	0,85	0,87	0,88	0,90	0,92	0,92
Udział Kd	0,20	0,15	0,13	0,12	0,10	0,08	0,08
Ważony koszt kapitału własnego	8,2%	8,4%	8,0%	7,7%	7,3%	7,4%	7,4%
Ważony koszt kapitału obcego	1,7%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,5%	0,5%
WACC	10,0%	9,6%	9,1%	8,6%	8,0%	7,9%	7,9%

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 2022 r. i bazował na danych za 2021 r. Na potrzeby bieżącego raportu, przeprowadzamy analizę dla danych za rok 2022.

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 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

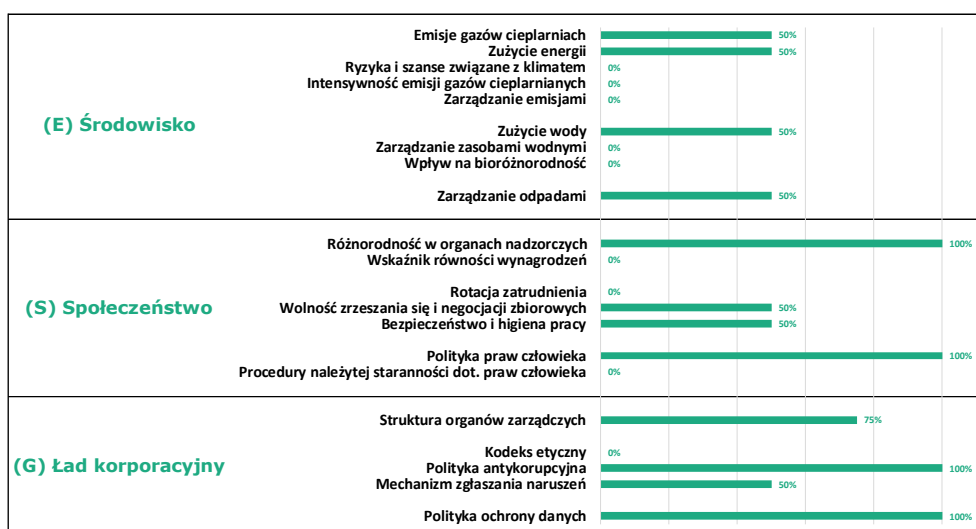
przyjętymi zasadami z uwzględnieniem wymagań wdrożonego systemu bezpieczeństwa informacji oraz konsekwencji ich nie przestrzegania, wg normy PN-EN ISO/IEC 27001:2017-0.

Podobnie jak w zeszłym roku, 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, podobnie jak w zeszłym roku, jako dostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 8,80 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza ocenę C.**

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

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

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



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

Źródło: opracowanie DM BPS SA

ŹRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z Działalności
Raport roczny
strony internetowe Spółki

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

Spółce wciąż nie udało się poprawić komunikacji z rynkiem 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). W porównaniu z zeszłym roku doceniamy, że jeden z produktów Spółki (komputer stacjonarny NTT Business W900A) został certyfikowany zgodnie z TCO Certified (globalnym certyfikatem zrównoważonego rozwoju dla produktów IT). Zauważamy także, że Spółce udało się zmniejszyć liczbę niestosowanych Dobrych Praktyk Spółek z 16 do 15. Finalnie działania te nie miały jednak wpływu na ostateczny scoring w obszarze ESG.

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 12 kwietnia 2023 roku, 8:40

Pierwsze udostępnienie opracowania: 12 kwietnia 2023 roku, 8:45

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
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	21.04.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czamecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl

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