

# Toya

## Klucz do sukcesu



3/2019/GPW (82) 21 lipca, 2019

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

**Analityk:** Maciej Wewiórski,  
Marcin Sielicki

**Sektor:** Dobra konsumenckie  
**Rekomendacja fundamentalna:** Kupuj (-)  
**Rekomendacja relatywna:** Neutralnie (-)  
**Kurs:** 4,98 zł  
**Wycena akcji w horyzoncie 12M:** 8,70 zł (-)

**Kapitalizacja:** 99 mln US\$  
**Bloomberg:** TOA PW  
**Średni obrót dzienny:** 0,005 mln US\$  
**12M przedział kursowy:** 4,92-14,60 zł  
**Free float:** 17%

# Toya

## Opinia inwestycyjna

Toya jest importerem i dystrybutorem artykułów przemysłowych w tym w szczególności elektronarzędzi i narzędzi ręcznych dla profesjonalistów i do domowego użytku. Właściwie prowadzona ekspansja geograficzna, wzorowe relacje z dostawcami, wysoka jakość i ciągły rozwój produktów wydają się być kluczem do sukcesu Toyi. W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 8,7 zł na akcję, ok. 75% powyżej aktualnego kursu akcji Spółki. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki od fundamentalnej Kupuj i krótkoterminowej relatywnej Neutralnie.

Strategia Toyi jest podporządkowana dwóm celom – ekspansji geograficznej i rozwojowi nowych produktów. Spółka od wielu lat corocznie wprowadza do oferty kilkaset nowych produktów, poszerza linie produktowe, aktualizuje i unowocześnia portfolio swojej oferty.

Spółka nie uchwaliła polityki dywidendowej, jednak jak dotąd dość hojnie dzieliła się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami. Przez okres ostatnich kilku lat jedynie w 2015 roku Toya nie wypłaciła dywidendy z uwagi na zakup akcji Yato Tools w 2014 roku. W 2017 roku Spółka przeprowadziła skup 3 288 615 akcji przeznaczając 29,6 mln zł na tę operację. Spółka planuje kolejny skup akcji własnych za kwotę 15,7 mln zł.

Toya mogłaby przenieść swój magazyn na teren mniej atrakcyjny inwestycyjnie i sprzedać grunty pod inwestycje mieszkaniowe. Oceniamy, iż taki ruch pozwoliłby Spółce uwolnić kwotę między 15 mln zł a 20 mln zł i przeznaczyć te środki na dywidendę bądź skup akcji.

Przez ostatnie 10 lat sprzedaż Spółki rosła bardzo dynamicznie (CAGR 7,3%). Choć doceniamy wysoką jakość produktów Spółki i dotychczasowe osiągnięcia pod względem rozwoju nowych produktów jak i ekspansji geograficznej to zakładamy lekkie wyhamowanie tempa wzrostu sprzedaży do CAGR 4,1% w latach 2019 – 2029 głównie ze względu na spadek tempa wzrostu gospodarczego na kluczowych dla Spółki rynkach.

### Skorygowane zyski

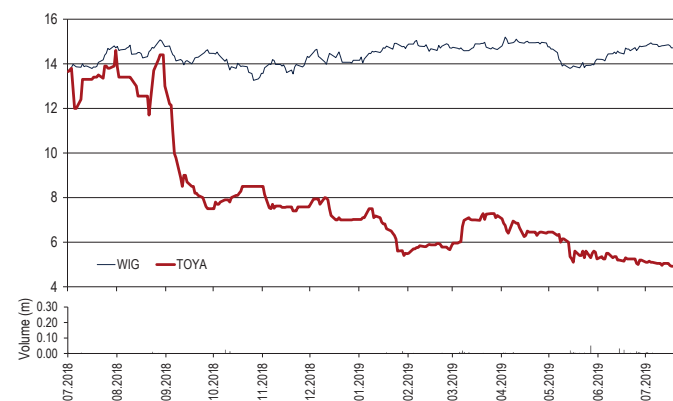
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

### Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	380,7	423,3	448,5	470,9
EBITDA	mln zł	59,9	62,1	66,2	69,8
EBIT	mln zł	55,4	57,9	62,0	65,6
Zysk netto	mln zł	43,8	45,6	50,0	52,9
EPS	zł	0,58	0,61	0,67	0,70
Zmiana EPS r/r	%	13,3	4,1	9,6	5,8
Dług netto	mln zł	70,1	-7,5	-6,7	-6,4
P/E	x	8,5	8,2	7,5	7,1
P/CE	x	7,8	7,5	6,9	6,5
EV/EBITDA	x	7,4	5,9	5,5	5,3
EV/EBIT	x	8,0	6,3	5,9	5,6
EV/Sprzedaż	x	1,2	0,9	0,8	0,8
Stopa dywidendy brutto	%	9,4	0,0	10,4	11,4
Dywidenda na akcję	zł	0,47	0,00	0,52	0,57
Liczba akcji	m	75,0	75,0	75,0	75,0

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

### Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja raportu za I poł. 2019: 28.08.2019 r.
2. Publikacja raportu za III kw. 2019: 07.11.2019 r.

Nasza wycena Toyi została wykonana metodą dochodową i porównawczą. Wycena porównawcza bazuje na zagranicznych odpowiednikach. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2019-2021 obliczonymi na podstawie konsensusu rynkowego dostarczonego przez Bloomberg. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Toya wynosi 8,86 zł.

**Czynniki ryzyka**

1. Spowolnienie gospodarcze na rynkach na których obecna jest Spółka (wyhamowanie tempa wzrostu gospodarczego na kluczowych rynkach Spółki przekładające się na spadek popytu, a w konsekwencji wpływające negatywnie na wynik finansowy)
2. Wprowadzanie marek własnych przez sieci DIY (ok. 15% sprzedaży Spółki odbywa się za pośrednictwem sieci wielkopowierzchniowych, wprowadzenie marek własnych przez sieci ogranicza popyt na produkty Spółki)
3. Niekorzystne dla Spółki kursy walutowe (mocny Juan, słaby Złoty)
4. Wysokie/wahające się ceny surowców (głównie miedzi i stali)

**Katalizatory**

1. Wprowadzanie nowych produktów
2. Rozwój kanału eksportowego
3. Dalsza ekspansja geograficzna
4. Zwiększenie wysokomarżowej sprzedaży internetowej (obecnie tylko 4% sprzedaży odbywa się przez internet, a tam marża jest najwyższa)
5. Sprzedaż aktywów nieoperacyjnych (spółka jest właścicielem nieoptymalnie wykorzystanych nieruchomości we Wrocławiu)
6. Umacnianie i repozycjonowanie marek własnych
7. Optymalizacja powierzchni magazynowych
8. Inwestycje na terenie chińskiej strefy ekonomicznej
9. Relokacja siedziby Toya Romania
10. Korzystne/stabilne dla Spółki kursy walutowe
11. Korzystne/stabilne ceny surowców

**Przewagi konkurencyjne**

1. Silna i rozpoznawalna marka Yato (prawie 70% sprzedaży)
2. Dywersyfikacja geograficzna
3. Mocna pozycja Spółki na kluczowych rynkach
4. Bardzo dobre relacje z azjatyckimi producentami towarów Toyi
5. Sprawne zarządzanie łańcuchem dostaw

## 1. Wycena

- ▲ Nasza wycena Toyi została wykonana metodą dochodową i porównawczą.
- ▲ Wartość Spółki zgodnie z naszymi szacunkami zawiera się w przedziale od 8,86 zł na akcję w wycenie metodą porównawczą do 8,7 zł na akcję w wycenie metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy.

Wyceny Toyi dokonaliśmy dwiema metodami: metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Porównujemy Toyę do spółek zagranicznych.

Do konstrukcji modelu DCF przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost rezydualny na poziomie 1,5% (w scenariuszu bazowym);
- betę niezadłużona na poziomie 1,0;
- premię za ryzyko rynku akcji na poziomie 5%.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF w horyzoncie 12 miesięcy uzyskaliśmy wartość Spółki na poziomie 8,7 zł na akcję. Wycena porównawcza bazuje na zagranicznych spółkach. W naszej analizie posługujemy się wskaźnikami: P/E, EV/EBITDA oraz EV/EBIT na lata 2019-2021 obliczonymi na podstawie konsensusu rynkowego dostarczonego przez Bloomberg. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Toyi wynosi 8,86 zł.

Tabela 1. Toya; Wycena porównawcza – spółki zagraniczne

	2019P			2020P			2021P		
	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E
BASSO INDUSTRY CORP	11,3	9,8	12,5	9,5	10,0	11,6	4,8	8,7	5,4
MOMENTUM GROUP AB-CLASS B	10,2	14,2	11,7	7,5	12,6	9,9	6,7	11,7	8,8
Y G-1 CO LTD	7,6	10,9	12,3	6,5	8,4	10,0	5,6	6,6	8,6
HANG ZHOU GREAT STAR INDUS-A	7,9	12,8	9,6	6,3	10,9	7,7	5,4	9,8	6,1
TECHTRONIC INDUSTRIES CO LTD	14,7	21,4	19,3	12,8	18,4	16,3	10,9	15,3	13,4
STANLEY BLACK & DECKER INC	11,0	17,2	13,9	9,8	15,7	12,3	9,0	14,7	10,9
SNAP-ON INC	8,8	12,6	13,0	8,2	12,1	12,3	n,a,	11,9	n,a,
FISKARS OYJ ABP	8,2	14,6	11,9	8,0	13,8	11,6	8,2	12,9	10,7
MAKITA CORP	9,2	17,9	10,5	9,8	19,3	11,3	9,3	18,6	10,8
TECHTRONIC INDUSTRIES CO LTD	14,7	21,4	19,3	12,8	18,4	16,3	10,9	15,3	13,4
HANG ZHOU GREAT STAR INDUS-A	7,9	12,8	9,6	6,3	10,9	7,7	5,4	9,8	6,1
<b>Średnia</b>	<b>10,1</b>	<b>15,1</b>	<b>13,1</b>	<b>8,9</b>	<b>13,7</b>	<b>11,6</b>	<b>7,6</b>	<b>12,3</b>	<b>9,4</b>
EBITDA; EBIT; NI Toyi (mln zł)	62,1	57,9	45,6	66,2	62,0	50,0	69,8	65,6	52,9
Imlikowane EV Toyi (mln zł)	629,3	871,5	-	586,7	848,1	-	531,8	807,0	-
Dług netto Toyi (mln zł)	-7,5	-7,5	-	-6,7	-6,7	-	-6,4	-6,4	-
Implikowana wartość kapitału własnego Toyi (mln zł)	636,8	879,0	595,4	593,4	854,8	577,2	538,2	813,4	498,5
Liczba akcji Toyi (mln)	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Wartość kapitału własnego na jedną akcję Toyi (zł)	8,49	11,71	7,93	7,91	11,39	7,69	7,17	10,84	6,64
<b>Średnia wartość kapitału własnego na jedną akcję Toyi (zł)</b>	<b>8,86</b>								

Źródło: Bloomberg, DM BOS SA

Tabela 2. Toya; Wycena DCF FCFF

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	>2027P
Przychody ze sprzedaży (mln zł)	423,3	448,5	470,9	489,5	507,5	526,2	545,7	565,9	586,9	
zmiana r/r	11%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Marża zysku operacyjnego	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,2%	
Zysk operacyjny (mln zł)	57,9	62,0	65,6	68,5	71,2	74,1	77,0	80,0	83,2	
zmiana r/r	4%	7%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	
Stopa podatkowa (T)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19%
Zysk operacyjny * (1-T), (mln zł)	46,9	50,2	53,1	55,5	57,7	60,0	62,4	64,8	67,4	
zmiana r/r	4%	7%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	
EBITDA (mln zł)	62,1	66,2	69,8	72,8	75,5	78,4	81,3	84,4	87,6	
zmiana r/r	4%	7%	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Amortyzacja (mln zł)	4,2	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	
EBIT * (1-T) + D, (mln zł)	51,1	54,4	57,3	59,8	62,0	64,3	66,7	69,2	71,8	
zmiana r/r	3%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Wydatki inwestycyjne (mln zł)	-4,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6	-4,6	-4,6	
Zmiana kapitału pracującego netto (mln zł)	32,1	-11,8	-10,5	-8,7	-8,5	-8,8	-9,2	-9,6	-9,9	
Wpływy z tytułu emisji akcji (mln zł)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne (mln zł)</b>	<b>78,9</b>	<b>38,2</b>	<b>42,4</b>	<b>46,6</b>	<b>49,0</b>	<b>50,9</b>	<b>53,0</b>	<b>55,1</b>	<b>57,2</b>	
zmiana r/r	bz.	-51,6%	11,1%	9,8%	5,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	1,5%
<b>Koszt kapitału własnego</b>										
Stopa wolna od ryzyka w kategoriach nominalnych	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta oddłużona	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta skorygowana o poziom zadłużenia	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Szacowany koszt kapitału własnego</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
<b>Koszt długu</b>										
Koszt długu przed opodatkowaniem	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Efektywna stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>Koszt długu po opodatkowaniu</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>										
Udział długu	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udział kapitału własnego	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,04	1,14	1,25	1,36	1,49	1,64	1,79	1,96	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,96	0,88	0,80	0,73	0,67	0,61	0,56	0,51	
<b>Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych (mln zł)</b>		<b>36,7</b>	<b>37,3</b>	<b>37,4</b>	<b>35,9</b>	<b>34,1</b>	<b>32,4</b>	<b>30,7</b>	<b>29,2</b>	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych (mln zł)										273,6
Waga długu w okresie rezydualnym (%)										0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym (%)										100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz (%)										9,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz (%)										9,5%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym (%)										9,5%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych (%)</b>										<b>1,5%</b>
Wartość rezydualna (mln zł)										726,3
Wartość bieżąca wartości rezydualnej (mln zł)										370,1
Wartość działalności Toyi (mln zł)										643,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty (mln zł)										57,5
Dług odsetkowy (mln zł)										50,0
Wartość kapitałów własnych Toyi (mln zł)										651,2
Liczba akcji										75 042 226
<b>Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Toyi (zł)</b>										<b>8,7</b>

Źródło: DM BOŚ SA

## 2. Historia spółki i akcjonariat

- ▲ Toya to prawie 30 lat historii.
- ▲ Założyciele Spółki, trzy osoby fizyczne, posiadają ponad 66% udział w kapitale i głosach.
- ▲ Dwaj inwestorzy finansowi posiadają pakiety akcji powyżej 5% każdy.

### 2.1. Historia

Tabela 3. Toya; Historia

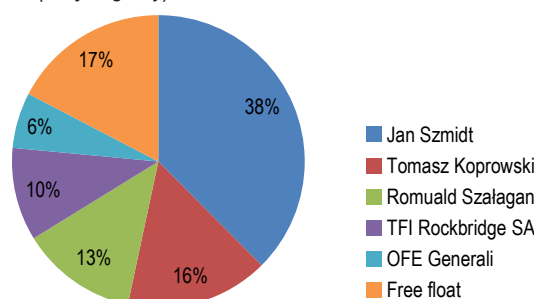
1990 – założenie firmy TOYA IMPORT-EKSPORT S.C.
2001 – utworzenie TOYA S.A., która nabyła majątek TOYA IMPORT-EKSPORT S.C.
2001 – powstanie oddziału TOYA S.A. w Pruszkowie oraz budowa nowoczesnego centrum dystrybucyjno-logistycznego we Wrocławiu
2002 – powstanie oddziału TOYA S.A. Kryniczno – Toya Golf & Country Club oraz budowa ekskluzywnego osiedla TOYA GOLF
2003 – powstanie spółki TOYA Romania w Bukareszcie oraz dywersyfikacja marki – rozwój nowych marek: YATO, FALA, FLO, POWER UP, STHOR, VOREL
2006 – otwarcie TOYA GOLF – Pole Golfowe Klasy Mistrzowskiej
2007 – likwidacja oddziału w Pruszkowie i powołanie Oddziału w Nadarzynie, w ramach którego uruchomiono nowoczesne centrum dystrybucyjno-logistyczne (Młochów pod Warszawą)
2008 – powstanie YATO China w Szanghaju (nowoczesne centrum biurowe i logistyczne o łącznej powierzchni ponad 3 000 m <sup>2</sup> )
2011 – debiut spółki TOYA S.A. na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz wydzielenie działalności dewelopersko-golfowej TG&CC (Oddział w Krynicznie) do odrębnej spółki
2013 – objęcie kontroli nad Yato China trading Co., Ltd. wraz ze zmianą nazwy na Yato Tools (Shanghai) Co., Ltd.
2014 – wykup 100% udziałów w Yato Tools (Shanghai) Co., Ltd.
2017 – WZA zgodziło się na skup i umorzenie do 3 288 615 akcji

Źródło: DM BOŚ SA

### 2.2. Akcjonariat

Toya kontrolowana jest przez trzy osoby fizyczne, które posiadają ponad 66% udział w kapitale i głosach. Istnieją dwaj znaczący inwestorzy finansowi kontrolujący łącznie ponad 16% akcji Spółki tj. TFI Rockbridge oraz OFE Generali. Ponad 17% akcji należy do pozostałych inwestorów (free float). Członkowie zarządu tj. Grzegorz Pinkosz oraz Maciej Lubnauer posiadają łącznie blisko 0,30% udział w akcjach.

Wykres 1. Toya; Akcjonariat (akcje i głosy)



Źródło: Spółka

### 3. Model Biznesowy

- ▶ Toya jest importerem i dystrybutorem artykułów przemysłowych, w tym w szczególności elektronarzędzi i narzędzi ręcznych dla profesjonalistów i do domowego użytku.
- ▶ Spółka posiada w sprzedaży około 10 000 towarów dostępnych pod siedmioma własnymi markami.
- ▶ Głównymi producentami i dostawcami towarów są przedsiębiorstwa położone na terenie Chin.
- ▶ Toya od wielu lat działa na rynku międzynarodowym, głównie koncentrując się na rynkach Europy Środkowej, Południowej i Wschodniej – rumuńskim, węgierskim, czeskim, niemieckim, bałkańskim oraz rosyjskim, ukraińskim, białoruskim i litewskim.
- ▶ Pozytywnie oceniamy dotychczasową strategię Spółki. Strategia Toyi jest podporządkowana dwóm celom – ekspansji geograficznej i rozwojowi nowych produktów.
- ▶ Spółka chętnie dzieli się wypracowanymi zyskami z akcjonariuszami.
- ▶ Sprzedaż atrakcyjnie zlokalizowanych gruntów we Wrocławiu może pozwolić uwolnić sporo gotówki.

#### 3.1. Ogólny zarys działalności

Spółka co roku wprowadza do oferty ok. 1 000 nowych towarów

Toya jest importerem i dystrybutorem artykułów przemysłowych w tym w szczególności elektronarzędzi i narzędzi ręcznych dla profesjonalistów i do domowego użytku. Spółka posiada w sprzedaży około 10 000 towarów dostępnych pod 7 własnymi markami. Spółka co roku wprowadza do oferty ok. 1 000 nowych towarów. Towary dostarczane są do ponad 100 krajów na całym świecie przy współpracy z największymi sieciami handlowymi i lokalnymi dystrybutorami. Głównymi producentami i dostawcami towarów są przedsiębiorstwa położone na terenie Chin. Firma posiada prawie trzydziestoletnią tradycję i działa w skali międzynarodowej.

Spółka dzieli prowadzoną działalność na cztery segmenty: sprzedaż hurtową, sieci handlowe, sklep internetowy oraz eksport

Działalność Spółki obejmuje projektowanie produktów, zlecenie i nadzór jakościowy nad ich produkcją oraz dystrybucję pod własnymi markami poprzez rozwiniętą sieć sprzedaży na rynku krajowym i zagranicznym: w Europie, Azji, Afryce, Australii i w Ameryce Środkowej i Południowej. Spółka dzieli prowadzoną działalność na cztery segmenty: sprzedaż hurtową, sieci handlowe, sklep internetowy oraz eksport.

Sprzedaż hurtowa (około 47% przychodów ze sprzedaży Grupy w 2018 roku) realizowana jest w ramach tradycyjnych kanałów dystrybucji takich jak hurtownie, sklepy i autoryzowani dystrybutorzy. Spółka współpracuje z hurtowniami we wszystkich województwach w Polsce oraz zatrudnia kilkudziesięciu przedstawicieli handlowych.



Drugim segmentem przynoszącym największe przychody ze sprzedaży jest eksport (około 33% przychodów ze sprzedaży). Toya od wielu lat działa na rynku międzynarodowym, głównie koncentrując się na rynkach Europy Środkowej, Południowej i Wschodniej – rumuńskim, węgierskim, czeskim, niemieckim, bałkańskim oraz rosyjskim, ukraińskim, białoruskim i litewskim.

**16% sprzedaży realizowane jest przez sieć handlowe sklepów DIY**

Realizowanie sprzedaży poprzez sieci handlowe polega na sprzedaży towarów w oparciu o zlecenia otrzymywane od klientów o konkretnej ilości w określonym terminie dostawy (około 16% przychodów ze sprzedaży).

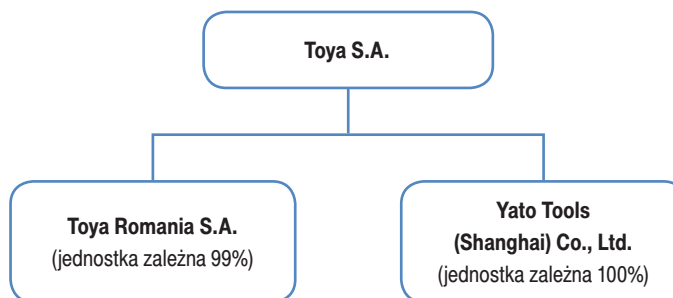
**Spółka współpracuje przede wszystkim z producentami z Chin**

Najmniejszy odsetek przychodów generowany jest poprzez segment „pozostałe”, do którego zalicza się sklep stacjonarny i sklep internetowy (około 4% przychodów ze sprzedaży).

Spółka współpracuje przede wszystkim z producentami z Chin, wśród których, dzięki wieloletniej obecności na tym rynku, posiada silną pozycję konkurencyjną i postrzegana jest jako ważny i wiarygodny partner handlowy. W 2008 roku Spółka rozpoczęła działalność produkcyjno-handlową bezpośrednio na rynku chińskim poprzez spółkę Yato China Trading, którą kontroluje. Jednocześnie Spółka na bieżąco monitoruje rynek produkcji artykułów, które sprzedaje, elastycznie reaguje na zmiany i zleca produkcję fabrykom, które zapewniają określone parametry techniczne towarów przy zachowaniu ich odpowiedniej jakości i poziomu ceny. Spółka kieruje swoją ofertę do różnych grup konsumenckich, a produkty sprzedawane pod poszczególnymi markami są odpowiednio pozycjonowane w zakresie jakości i ceny.

### 3.2. Struktura Grupy Kapitałowej

Wykres 2. Toya; Grupa kapitałowa



Źródło: Spółka

**Grupa kapitałowa nie jest rozbudowana**

W skład grupy kapitałowej TOYA wchodzi:

**Toya S.A.** – spółka dominująca z siedzibą w Polsce i centralą we Wrocławiu. Zarządza ona strategią oraz budową wartości portfela spółek zależnych. Dysponuje trzema centrami logistycznymi: we Wrocławiu, Młochowie pod Warszawą oraz Pruszczu Gdańskim. Posiada oddział w Nadarzynie (od 2007 r.).

**Toya Romania** – powstała w 2003 roku jako spółka zależna. Siedziba i centrum logistyczne znajdują się w Bukareszcie.

**Yato Chiny (Shanghai)** – powstała w 2008 roku jako spółka współkontrolowana, z siedzibą oraz centrum logistycznym w Szanghaju. W 2013 r. kontrolę nad spółką objęła w pełni spółka matka.



Toya posiada ponadto oddział zlokalizowany w Nadarzynie. Toya Młochów posiada 25 000 m<sup>2</sup> powierzchni magazynowej, zlokalizowanej w Młochowie pod Warszawą. Prowadzi dystrybucję produktów na rynkach lokalnych oraz eksport do ponad 100 krajów na wszystkich kontynentach.

### 3.3. Towary spółki oraz marki

Spółka oferuje szeroką gamę asortymentową sprzedawaną pod siedmioma własnymi markami (Yato, Power Up, Vorel, Sthor, Flo, Fala i Lund).

- **YATO** – marka kierowana do profesjonalistów. Jest ona dobrze postrzegana na rynku zarówno pod względem jakości, jak i ceny oferowanych produktów. Cechuje się estetycznym, nowoczesnym wzornictwem, a oferta jest stale rozbudowywana o nowe linie produktowe. Pod marką YATO sprzedawane są przede wszystkim narzędzia warsztatowe, budowlane i ogrodowe takie jak: klucze, klucze nasadowe, udarowe klucze nasadowe, klucze dynamometryczne i wzmacniacze momentu, wkrętaki i końcówki wkrętakowe, szczypce i klucze do rur, narzędzia dla elektryków, młotki, dłuta, przecinaki i siekiery, ściski, imadła i wsporniki, narzędzia tnące i skrawające, narzędzia hydrauliczne, narzędzia do łączenia, narzędzia budowlane, narzędzia miernicze, narzędzia pneumatyczne, narzędzia i wyposażenie warsztatu samochodowego. W 2015 marka YATO została rozszerzona o linię elektronarzędzi, która łączy doskonale parametry techniczne z wysoką jakością wykonania. Przy doborze produktów wzięto pod uwagę ich zastosowanie w nowoczesnym przemyśle budowlanym i samochodowym oraz trendy rynkowe w obsługiwanych kanałach sprzedaży. Szeroki asortyment produktów obejmuje urządzenia dedykowane instalatorom z branży elektrycznej, hydraulicznej i HVAC, jak też tradycyjnie powiązanych z marką YATO profesjonalnym warsztatom samochodowym. W 2017 r. oferta została rozszerzona o produkty dla gastronomii – garnki, patelnie, dzbanki, pojemniki i przybory, ale także sprzęt do obróbki mechanicznej (krajalnice, miksery, maszynki do mielenia) i termicznej (grille, kuchenki, palniki) oraz urządzenia wielkogabarytowe jak witryny chłodnicze i stoły, dedykowane głównie do zastosowań profesjonalnych. Toya stale polepsza jakość produktów i poszerza asortyment wprowadzając rocznie ok. kilkuset nowych produktów.

Badania przeprowadzone przez Karella Research Instytut Badań i Rozwiązań B2B w swoim raporcie „Raport Managerski, Narzędzia i Elektronarzędzia 2019” z marca 2019 podaje, że marka Yato jest znana wśród profesjonalistów. Choć spontaniczna znajomość marki jest stosunkowo niewielka, gdyż tylko 2% respondentów wskazało Yato jako pierwszą markę, podczas gdy Bosch i Makita zanotowały wynik na poziomie 82% i 73%, to już wspomagana znajomość<sup>1</sup> marki Yato kształtowała się na poziomie 56%.

- **POWER UP** – elektronarzędzia przeznaczone do prac warsztatowych o mniejszej intensywności oraz dla wymagających majsterkowiczów. Marka cechuje się dobrą jakością i przystępną ceną, a jej zakres obejmuje m.in. wiertarki, szlifierki, młoty udarowe, pompy wodne, myjki elektryczne, opalarki, strugi, pistolety do kleju, lutownice.
- **VOREL** – produkty przeznaczone dla użytkowników ceniących funkcjonalność i przystępną cenę; dedykowane głównie do użytku przez majsterkowiczów „DIY” oraz w gospodarstwach domowych. Cechują się zbilansowaną równowagą ceny

<sup>1</sup> Znajomość wspomagana informuje o tym, jaki odsetek badanych potwierdza, że rozpoznaje daną markę podczas odczytania listy marek.

i jakości. Wśród oferowanych produktów znajduje się szeroki zakres narzędzi budowlanych i warsztatowych, artykuły pomiarowe i elektrotechniczne, akcesoria do elektronarzędzi oraz akcesoria samochodowe.

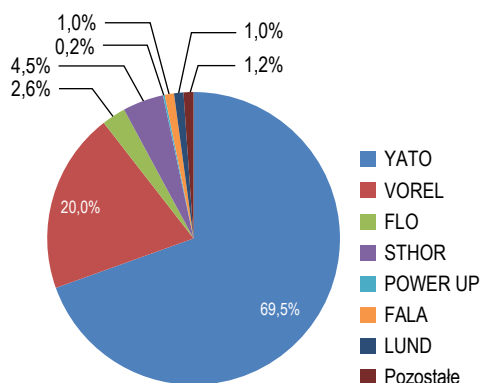
- **STHOR** – marka obejmuje funkcjonalne rozwiązania w dziedzinie nowoczesnych elektronarzędzi powszechnego użytku. Narzędzia STHOR plasują się w średniej klasie jakości. Cechują się przystępnymi cenami, nowoczesnym wzornictwem oraz dobrą ergonomią pracy. Oferta skierowana jest do majsterkowiczów i gospodarstw domowych, którzy nie wykorzystują narzędzi profesjonalnie, ale cenią sobie jakość w przystępnej cenie. Pod marką STHOR oferowane są między innymi: pilarki, wiertarki ręczne i szlifierki kątowe.
- **FLO** – kompletny program narzędzi oraz elektronarzędzi ogrodniczych. Szeroki zakres produktów oferowanych pod tą marką gromadzi niemal wszystkie narzędzia potrzebne do pracy w ogrodzie. Produkty FLO plasowane są w średnim przedziale cenowym. Oferowane są pod tą marką m.in.: sekatory i nożyce do trawy, piły, siekiery, program wodny, elektronarzędzia ogrodowe, narzędzia spalinowe, szpadle, grabie itp.
- **FALA** – marka obejmująca m.in.: baterie łazienkowe, deski sedesowe, słuchawki prysznicowe, wagi łazienkowe oraz wszelkie akcesoria łazienkowe cechujące się nowoczesnym wzornictwem.
- **LUND** – szeroki zakres elektronarzędzi pomocnych przy podstawowych pracach remontowych, wykończeniowych i dekoracyjnych. Marka dedykowana jest majsterkowiczom do użytku w domu i przydomowym warsztacie. Grupy asortymentowe marki Lund to m.in.: wiertarki udarowe, szlifierki kątowe, szlifierki wielofunkcyjne, polerki, wyrzynarki, pilarki tarczowe, opalarki, pompy zanurzeniowe i inne.

Tabela 4. Toya; Struktura przychodów ze względu na marki

	2018		2017		Zmiana r/r
	tys.	%	tys.	%	
YATO	264 664	69,5%	221 142	63,6%	19,7%
VOREL	76 041	20,0%	87 383	25,1%	-13,0%
FLO	10 038	2,6%	11 521	3,3%	-12,9%
STHOR	17 224	4,5%	13 465	3,9%	27,9%
POWER UP	751	0,2%	3 311	1,0%	-77,3%
FALA	3 873	1,0%	3 141	0,9%	23,3%
LUND	3 948	1,0%	2 865	0,8%	37,8%
Pozostałe	4 200	1,2%	4 713	1,4%	-10,9%
<b>SUMA</b>	<b>380 739</b>	<b>100%</b>	<b>347 541</b>	<b>100%</b>	<b>9,6%</b>

Źródło: Spółka

Wykres 3. Toya; Struktura przychodów w podziale na marki 2018



Źródło: Spółka

**Marka Yato jest lokomotywą wzrostu sprzedaży**

Porównując dynamiki wartości sprzedaży odpowiednich marek należących do Spółki w latach 2017 i 2018 widać, że lokomotywą wzrostu przychodów jest marka Yato, której sprzedaż wzrosła aż o 43,5 mln zł w 2018 roku w stosunku do roku 2017. Przy spadku sprzedaży marek Vorel, Flo i Power up, udział Yato w skonsolidowanej sprzedaży wzrósł do 69,5% z 63,6% w 2017 roku.

### **3.4. Strategia**

**Strategia = ekspansja geograficzna i rozwój nowych produktów**

Patrząc na wyniki Spółki pozytywnie oceniamy dotychczasową strategię Spółki. Strategia Toyi jest podporządkowana dwóm celom – ekspansji geograficznej i rozwojowi nowych produktów.

Spółka realizuje strategię podejmując następujące działania.

#### **■ Rozwój kanału eksportowego**

Toya systematycznie zwiększa liczbę klientów i wzmacnia pozycję na wielu lokalnych rynkach europejskich. Spółka planuje nadal umacniać swoją pozycję na kluczowych rynkach Europy Wschodniej oraz Węgrzech, Czechach i Niemczech.

Poza Europą, na rynkach afrykańskich, azjatyckich i w Ameryce Południowej, Yato Tools koncentrować się będzie na rozwijaniu sprzedaży.

#### **■ Rozwój i zarządzanie produktem**

**Co roku do oferty trafia kilkaset nowych produktów**

Spółka od wielu lat corocznie wprowadza do oferty kilkaset nowych produktów, poszerza linie produktowe, aktualizuje i unowocześnia portfolio swojej oferty. Proces ten wymaga szerokiej wiedzy o produkcie, zwyczajach i oczekiwaniach klientów oraz o kształtujących się trendach sprzedażowych. Realizowany on jest przez zespół Product Managerów, którzy uczestniczą w branżowych targach na całym świecie i odbywają wiele spotkań z dostawcami. Działania te prowadzone są w celu dobrego dopasowania oferty do coraz bardziej wymagającego klienta operującego na różnych rynkach, oferowania produktów wykonanych wg najnowszych technologii i atrakcyjnego wzornictwa.

#### **■ Rozwój grupy kapitałowej**

**Nieustanna optymalizacja powierzchni magazynowych**

Spółka utrzymuje przewagę konkurencyjną między innymi dzięki właściwemu zarządzaniu łańcuchem dostaw. Ze względu na stale rosnącą ofertę towarów w ofercie Spółki oraz konieczność utrzymania dostępności towarów na wysokim poziomie wszystkie spółki zależne uczestniczą w procesie przeglądu możliwości optymalizacji powierzchni magazynowych.

Toya Romania podjęła decyzję o powiększeniu powierzchni magazynowych i relokacji siedziby spółki do innej dzielnicy Bukaresztu. Proces ten zostanie zakończony w IV kwartale 2019 roku. Zmiana ta umożliwi poszerzenie oferty asortymentowej Spółki na rynku rumuńskim.

Spółka jest w trakcie negocjacji z władzami chińskiej strefy ekonomicznej, które dotyczą wybudowania magazynu na terenie strefy w celu powiększenia powierzchni magazynowych. Rozważana jest przy tym możliwość realizacji tego projektu poprzez nowoutworzoną spółkę.

### 3.5. Sprzedaż i dystrybucja

#### Kanały dystrybucji

Główne kanały dystrybucji to:

- rynki lokalne (czyli tam gdzie Spółka posiada swoje spółki zależne; Polska, Rumunia i Chiny):
  - rynek hurtowy, tj. dystrybutorzy, hurtownie i sklepy. Największą część sprzedaży Spółka realizuje poprzez hurtowy kanał dystrybucji w Polsce, Rumunii i Chinach (47% udział segmentu „rynek hurtowy” w przychodach ze sprzedaży w 2018 r., rentowność w 2018 r. wyniosła 38%).
  - sieci handlowe. Dystrybucję przez sieci handlowe na rynkach lokalnych (Polska i Rumunia) cechuje najniższy udział w przychodach ze sprzedaży, który w 2018 r. wyniósł 16% przy rentowności 31%.
  - pozostałe – sklep internetowy i stacjonarny. W 2018 r. wzrósł udział sprzedaży sklepu internetowego i stacjonarnego, w całkowitych przychodach o 4%, przy rentowności 52%.
- eksport. Drugim kanałem dystrybucji Toya, pod względem udziału w sprzedaży, jest segment „eksport” – w 2018 r. udział w sprzedaży wyniósł 33% przy rentowności 36%.

Tabela 5. Toya; Struktura przychodów ze względu na segmenty sprzedaży

	2018		2017		Zmiana r/r	
	tys.	%	tys.	%		%
Rynek hurtowy*	179 514	47,1%	162 562	46,8%	10,4%	
Eksport	125 926	33,1%	112 402	32,3%	12,0%	
Sieci handlowe*	60 524	15,9%	63 296	18,2%	-4,4%	
Pozostałe*	14 775	3,9%	9 281	2,7%	59,2%	
<b>SUMA</b>	<b>380 739</b>	<b>100,0%</b>	<b>347 541</b>	<b>100,0%</b>	<b>9,6%</b>	

\* sprzedaż na rynkach lokalnych w Polsce, Rumunii i Chinach  
Źródło: Spółka

**Sprzedaż w Polsce realizowana jest głównie tradycyjnymi kanałami dystrybucji**

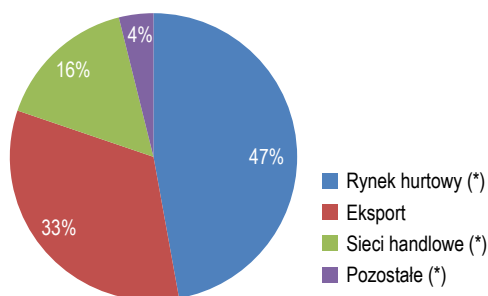
Największa sprzedaż w Polsce realizowana jest tradycyjnymi kanałami dystrybucji, tj. poprzez dystrybutorów, hurtownie i sklepy. Spółka współpracuje również z kilkudziesięcioma odbiorcami hurtowymi we wszystkich województwach. Toya zatrudnia kilkudziesięciu przedstawicieli handlowych – opiekunów partnerów na rynku hurtowym i planuje dalszy rozwój tego kanału dystrybucji.

**Spółka współpracuje z kilkoma dużymi sieciami handlowymi (DIY)**

Spółka współpracuje z kilkoma dużymi sieciami handlowymi (DIY) w kraju z tym, że 85% obrotów w ramach tego kanału dystrybucji stanowią dwie kluczowe sieci na terenie Polski. W 2018 r. sprzedaż do sieci handlowych w Polsce stanowiła ok. 14% przychodów skonsolidowanych. Spółka sprzedaje swoje towary w oparciu o zlecenia otrzymywane od swoich klientów na konkretne co do ilości i terminu dostawy towarów, które po potwierdzeniu przyjęcia ich do realizacji rodzą typowe zobowiązania kontraktowe.

Za granicą Polski towary są wprowadzane na rynek z wykorzystaniem spółek zależnych Toya Romania i YATO Tools oraz dystrybutorów i przedstawicieli. Tak zróżnicowana sieć sprzedaży zapewnia możliwość dotarcia do szerokiego rynku, profesjonalną obsługę oraz optymalizację dostępności całej gamy towarów sprzedawanych.

**Wykres 4. Struktura przychodów ze względu na segmenty sprzedaży 2018**



\* sprzedaż na rynkach lokalnych w Polsce, Rumunii i Chinach  
 Źródło: Spółka

### 3.6. Dostawcy

**Ponad 100 dostawców zagranicznych oraz ponad 70 krajowych**

Sieć dostawców, z którymi Spółka prowadzi współpracę jest znacznie zdywersyfikowana. Toya od wielu lat współpracuje z ponad 100 dostawcami zagranicznymi oraz ponad 70 krajowymi, dzięki czemu nawiązała trwałe kontakty biznesowe. Tak szeroka gama dostawców zapewnia wysoki stopień niezależności, a nawet pozwala umocnić pozycję negocjacyjną. Pozycja ta jest dodatkowo wzmocniona przez obecność spółki zależnej Yato Tools, zarówno dzięki większemu zaufaniu azjatyckich producentów do lokalnego partnera, jak również ze względu na większe wolumeny zamówień. Spółka z reguły zamawia produkty na bazie pojedynczych zleceń, co zapewnia elastyczność w negocjacjach oraz umożliwia lepsze dopasowanie oferty produktowej do zmieniających się oczekiwań klientów.

### 3.7. Hedging

**Tylko hedging naturalny**

Spółka nie widzi potrzeby zawierania transakcji hedgingowych ograniczających ryzyko kursowe z uwagi na wysoką marżowość sprzedawanych produktów. Silne powiązanie Toyi z dostawcami zagranicznymi powoduje wrażliwość Spółki na zmiany kursu walut. Z drugiej strony, część przychodów ze sprzedaży jest realizowana przez działalność eksportową, według cen określonych w walutach obcych, w związku z czym w Spółce częściowo występuje hedging naturalny. Istnieje jednak ryzyko, iż w przyszłości wahania kursów walut mogą mieć przejściowy negatywny wpływ na wyniki finansowe Spółki.

### 3.8. Aktywa nieoperacyjne

**Atrakcyjnie zlokalizowane grunty**

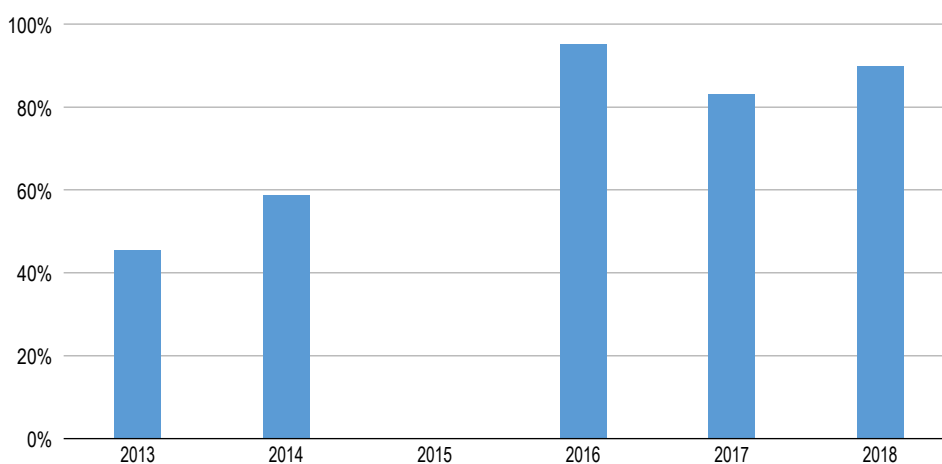
Spółka jest właścicielem atrakcyjnie położonych gruntów (ponad 3 hektary) zlokalizowanych nieopodal swojego magazynu we Wrocławiu, który obsługuje sprzedaż internetową. Mając na uwadze obecne trendy rynkowe, uważamy, że Toya mogłaby przenieść swój magazyn na teren mniej atrakcyjny inwestycyjnie i sprzedać grunty pod inwestycje mieszkaniowe. Oceniamy, iż taki ruch pozwoliłby Spółce uwolnić kwotę między 15 mln zł a 20 mln zł i przeznaczyć te środki na dywidendę bądź skup akcji.

### 3.9. Polityka dywidendowa

#### Wysokie dywidendy

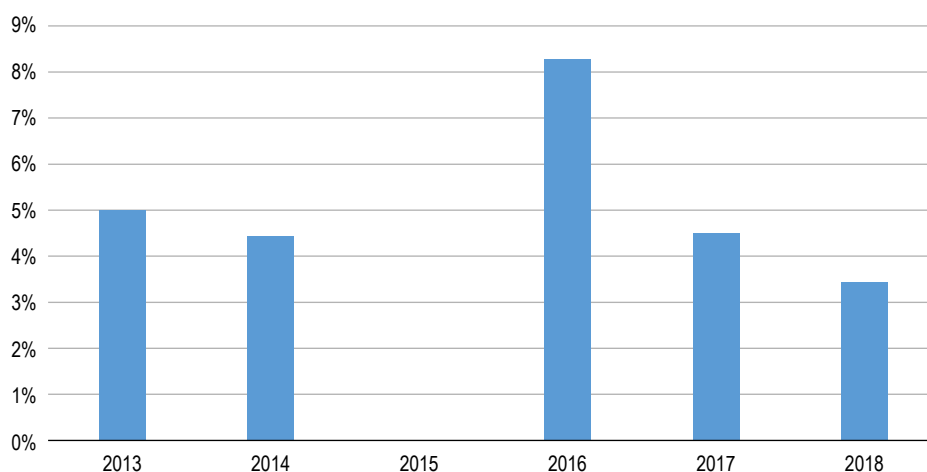
Spółka nie uchwaliła polityki dywidendowej, jednak jak dotąd dość hojnie dzieliła się wypracowanym zyskiem z akcjonariuszami. Przez okres ostatnich kilku lat jedynie w 2015 roku Toya nie wypłaciła dywidendy z uwagi na zakup akcji Yato Tools w 2014 roku. W 2017 roku spółka zdecydowała się przeprowadzić buy-back skupując 3 288 615 akcji po cenie 9,95 zł za sztukę. Spółka przeznaczyła 29,6 mln zł na tę operację. Podobnie będzie prawdopodobnie w tym roku. Wale zgromadzenie akcjonariuszy zaakceptowało skup do 3 mln akcji własnych po cenie pomiędzy 5,2 zł a 7,8 na akcję.

**Wykres 5.** Procent zysku nieskonsolidowanego wypłaconego akcjonariuszom w danym roku/ buy-back



Źródło: Spółka

**Wykres 6.** Stopa dywidendy/ buy-back



Cena akcji z dnia odjęcia dywidendy

Źródło: Spółka



## 4. Praktyki zakupowe profesjonalistów na rynku narzędzi i elektronarzędzi

- ▲ Zaufanie do jakości, jaką daje marka kluczowym czynnikiem wyboru elektronarzędzi.
- ▲ Wytrzymałość sprzętu najważniejszym kryterium wyboru narzędzi ręcznych.
- ▲ Sklepy specjalistyczne i hurtownie najpopularniejszymi miejscami zakupu narzędzi i elektronarzędzi.
- ▲ Fachowcy inwestują w nowe narzędzia ręczne i elektronarzędzia kilka razy w roku lub po zużyciu starego sprzętu.
- ▲ Dominującym trendem na lata 2019-2021 będą rozwiązania ułatwiające fachowcom pracę.
- ▲ Profesjonaliści usatysfakcjonowani obecną ofertą na rynku narzędzi ręcznych i elektronarzędzi.

### Czynniki wyboru elektronarzędzi

Jak wykazano w Raporcie „Narzędzia i elektronarzędzia 2019” opracowanym przez Keralla Research kluczowym aspektem, którym kierują się profesjonaliści przy wyborze elektronarzędzi jest zaufanie do jakości, jaką daje marka. Ponadto, spora grupa fachowców zwraca uwagę na wytrzymałość oraz niezawodność wybieranego sprzętu.

Wykres 7. Kryteria wyboru elektronarzędzi



Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

**Czynniki wyboru narzędzi ręcznych**

W przypadku zakupu narzędzi ręcznych, na podstawie raportu Keralla Research, można stwierdzić, że profesjonalści kierują się podobnymi przesłankami, jak w przypadku wyboru elektronarzędzi, jednakże na pierwszym miejscu stawiają kryterium wytrzymałości danego sprzętu, a w dalszej kolejności zaufanie do jakości, jaką daje marka oraz bezawaryjność.

**Wykres 8. Kryteria wyboru narzędzi ręcznych**

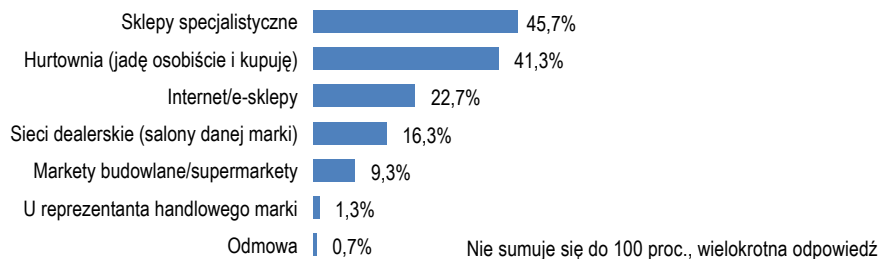


Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

**Kanał zakupu**

W raporcie Keralla Research wskazano, że sklepy specjalistyczne (dzięki fachowemu doradztwu sprzedawców) oraz hurtownie (ze względu na wysoką dostępność potrzebnego sprzętu) są najpopularniejszymi miejscami nabywania narzędzi i elektronarzędzi przez profesjonalistów. Trzecim najczęściej wybieranym kanałem zakupu jest Internet, fachowcy najczęściej korzystają z wyszukiwarki internetowej oraz porównywarki cenowej.

**Wykres 9. Miejsca zakupu narzędzi i elektronarzędzi**

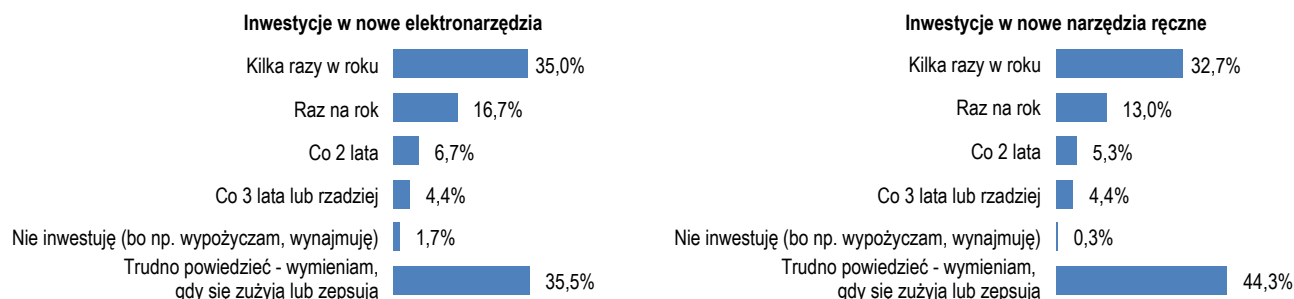


Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

**Częstotliwość zakupu i wymiany narzędzi ręcznych i elektronarzędzi**

Z raportu Keralla Research wynika, że fachowcy inwestują w nowe elektronarzędzia i narzędzia ręczne w zdecydowanej większości kilka razy w roku lub gdy obecny sprzęt się zużyje. Należy wspomnieć, że pojawił się niewielki odsetek użytkowników korzystających z wypożyczania sprzętu.

**Wykres 10. Częstotliwość zakupu i wymiany narzędzi ręcznych i elektronarzędzi**



Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

**Trendy w elektronarzędziach na lata 2019-2021**

Na gruncie raportu Keralla Research można wywnioskować, że dominującym trendem na lata 2019-2021 będą rozwiązania ułatwiające profesjonalistom pracę. Fachowcy są zdania, że akumulatory będą mieć większą pojemność, a także akumulatorowe rozwiązania będą szerzej wprowadzane. Trzecim, najczęściej wskazywanym trendem jest wprowadzanie na rynek lżejszego, bardziej kompaktowego i mobilnego sprzętu.

**Wykres 11. Trendy w elektronarzędziach profesjonalnych**

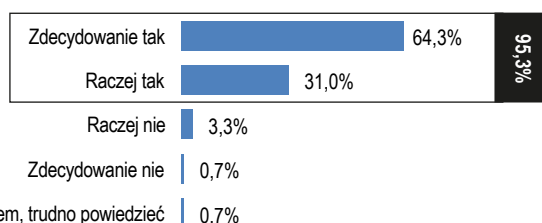


Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

**Ocena dostępnej oferty narzędzi i elektronarzędzi**

Dostępna oferta na rynku narzędzi i elektronarzędzi jest dopasowana do potrzeb profesjonalistów, co wynika z raportu Keralla Research. Nieliczni fachowcy informujący o niedopasowaniu oferty zwracają uwagę na wąski wybór sprzętu niszowego, brak tańszych alternatyw dla drogich narzędzi oraz małą dostępność wypożyczalni elektronarzędzi.

**Wykres 12. Ocena dopasowania oferty narzędzi i elektronarzędzi**



Źródło: Raport managerski Narzędzia i Elektronarzędzia, Keralla Research

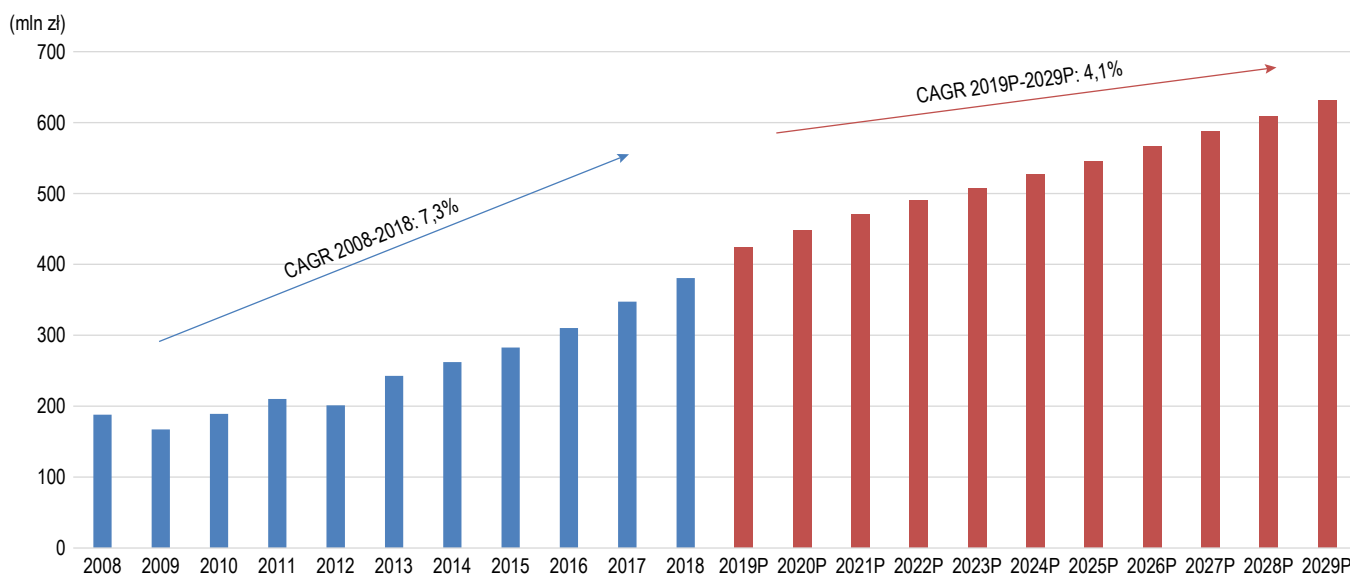
## 5. Prognozy

- ▲ Wzrostów sprzedaży powinien być generowany przez rozwój produktów i ekspansję geograficzną Spółki.
- ▲ Zakładamy lekkie wyhamowanie wzrostu sprzedaży z CAGR 7,3% w latach 2008-2018 do CAGR 4,1% w latach 2019-2029.
- ▲ Zakładamy, iż Spółce uda się utrzymać wysokie marże w kolejnych latach.

### Sprzedaż...

Prognozy sprzedaży dokonaliśmy osobno dla każdego segmentu działalności Grupy. Jeśli chodzi o rynek hurtowy oraz eksport to zakładamy podobny wzrost, który będzie wspierany przez rozwój produktu (rosnącą popularność urządzeń akumulaturowych) i ekspansję geograficzną. Jeśli chodzi o sieci handlowe to nie oczekujemy spektakularnych wzrostów sprzedaży z uwagi na wyraźną tendencję wprowadzania marek własnych przez sieci DIY. Jeśli chodzi o sprzedaż przez internet to zakładamy dalszy dynamiczny rozwój tego kanału dystrybucji. Podsumowując, zakładamy lekkie wyhamowanie wzrostu sprzedaży z CAGR 7,3% w latach 2008-2018 w stosunku do CAGR 4,1% w latach 2019P-2029P.

Wykres 13. Przychody ze sprzedaży



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

Tabela 6. Toya, Przychody w rozbiciu na segmenty

	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Rynek hurtowy	162,6	179,5	201,1	213,1	223,8	232,7	242,0	251,7	261,8	272,3	283,1	294,5	306,3
wzrost		10%	12%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Eksport	112,4	125,9	139,8	148,2	155,6	161,8	168,3	175,0	182,0	189,3	196,8	204,7	212,9
wzrost		12%	11%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Sieci handlowe	63,3	60,5	61,7	62,4	63,0	63,6	64,2	64,9	65,5	66,2	66,8	67,5	68,2
wzrost		-4%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Pozostała sprzedaż (internet i sklep stacjonarny)	9,3	14,8	20,7	24,8	28,5	31,4	33,0	34,6	36,3	38,2	40,1	42,1	44,2
wzrost		59%	40%	20%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Razem przychody ze sprzedaży	347,5	380,7	423,3	448,5	470,9	489,5	507,5	526,2	545,7	565,9	586,9	608,8	631,5
wzrost		9,6%	11,2%	6,0%	5,0%	4,0%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**... i rentowność**

Jeśli chodzi o osiągnięte marże, to zakładamy ich utrzymanie w kolejnych latach. Najwyższe marże (ok. 50%), z uwagi na niski koszt dotarcia do klienta, powinna ciągle odnotowywać sprzedaż internetowa, a najniższa marża powinna być generowana na sprzedaży do sieci handlowych (ok. 30%). Uwolnienie mocy produkcyjnych w Chinach spowodowane protekcjonistycznymi decyzjami administracji prezydenta Donalda Trumpa powinno zmniejszyć presję na marże w kolejnych kwartałach.

**Tabela 8. Toya, Marża brutto na sprzedaży w rozbiciu na segmenty**

Marża brutto na sprzedaży	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Rynek hurtowy	38%	38%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
Eksport	35%	36%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%	37%
Sieci handlowe	29%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Pozostała sprzedaż (internet i sklep stacjonarny)	49%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%

Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

## 5.1. Prognoza na II kw. 19

Prognozujemy, że Toya pokaże sporą dynamikę sprzedaży. W naszej ocenie stanie się tak dzięki utrzymującej się doskonałej koniunkturze na kluczowych rynkach, ekspansji geograficznej i rozwojowi nowych produktów. Jeśli chodzi o zyski to uważamy, iż z uwagi na wysoką bazę i eskalację kosztów sprzedaży nie uda się Spółce dostarczyć wyższego rok do roku EBIT i zysku netto.

**Tabela 7. Toya; Prognozy finansowe na II kw. 2019**

MSSF skonsolidowane (mln zł)							Realizacja całorocznej prognozy w II kw. 19:		Realizacja całorocznej prognozy w I pół. 19:	
	II kw. 19P	II kw. 18	r/r	I pół. 19P	I pół. 18	r/r	2019P	2018	2019P	2018
Sprzedaż	112,0	94,0	19%	218,7	182,4	20%	26%	25%	52%	48%
EBITDA	17,9	18,3	-2%	34,6	33,2	4%	29%	31%	56%	55%
Marża EBITDA	16,0%	19,4%	-	15,8%	18,2%	-	-	-	-	-
EBIT	16,2	17,2	-6%	31,2	31,0	0%	28%	31%	54%	56%
Marża EBIT	14,5%	18,3%	-	14,3%	17,0%	-	-	-	-	-
Zysk brutto	15,7	17,1	-8%	30,1	30,7	-2%	28%	31%	54%	56%
Marża zysku brutto	14,0%	18,2%	-	13,8%	16,9%	-	-	-	-	-
Zysk netto	12,7	13,7	-7%	24,3	24,6	-1%	28%	31%	53%	56%
Marża zysku netto	11,4%	14,6%	-	11,1%	13,5%	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

## 6. Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 9. Toya; Bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>26,7</b>	<b>27,7</b>	<b>30,5</b>	<b>30,6</b>	<b>30,8</b>	<b>31,0</b>
Wartości niematerialne	2,6	2,7	3,0	3,0	3,0	3,1
Rzeczowe aktywa trwałe	21,0	21,8	23,4	23,5	23,7	23,9
Wartość firmy	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1,9	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>209,6</b>	<b>236,3</b>	<b>315,6</b>	<b>332,1</b>	<b>347,2</b>	<b>361,1</b>
Zapasy	142,3	162,9	226,3	192,2	203,1	212,9
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	59,9	64,5	74,2	82,5	87,4	91,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	7,4	8,9	15,1	57,5	56,7	56,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>236,3</b>	<b>264,0</b>	<b>346,1</b>	<b>362,7</b>	<b>378,0</b>	<b>392,1</b>
Kapitał własny	168,1	175,3	184,7	230,2	241,4	251,8
Zobowiązania razem	68,1	88,7	161,4	132,4	136,6	140,2
Zobowiązania długoterminowe	0,6	1,4	2,8	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania nieoprocentowane	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania oprocentowane	0,3	1,1	2,4	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	67,6	87,2	158,6	132,0	136,2	139,8
Zobowiązania nieoprocentowane	36,6	58,3	75,7	82,0	86,2	89,8
Zobowiązania oprocentowane	30,9	28,9	82,9	50,0	50,0	50,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>236,3</b>	<b>264,0</b>	<b>346,1</b>	<b>362,7</b>	<b>378,0</b>	<b>392,1</b>

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 10. Toya; Sprawozdanie z wyniku finansowego i innych całkowitych dochodów

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Przychody ze sprzedaży towarów</b>	<b>310,2</b>	<b>347,5</b>	<b>380,7</b>	<b>423,3</b>	<b>448,5</b>	<b>470,9</b>
<b>Koszt sprzedanych towarów i usług</b>	<b>-202,9</b>	<b>-223,2</b>	<b>-240,2</b>	<b>-263,2</b>	<b>-278,3</b>	<b>-291,7</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>107,3</b>	<b>124,4</b>	<b>140,5</b>	<b>160,0</b>	<b>170,2</b>	<b>179,2</b>
Koszty sprzedaży	-51,0	-56,9	-67,1	-81,6	-86,4	-90,7
Koszty administracyjne	-17,4	-17,7	-20,1	-21,3	-22,6	-23,7
Pozostałe przychody operacyjne	2,8	1,9	2,7	0,7	0,8	0,8
Pozostałe koszty operacyjne	-0,5	-0,8	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>41,2</b>	<b>50,8</b>	<b>55,4</b>	<b>57,9</b>	<b>62,0</b>	<b>65,6</b>
Przychody finansowe	0,1	0,1	0,1	1,1	1,7	1,7
Koszty finansowe	-0,5	-0,5	-1,0	-2,7	-2,0	-2,0
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>40,8</b>	<b>50,4</b>	<b>54,5</b>	<b>56,3</b>	<b>61,7</b>	<b>65,3</b>
Podatek dochodowy	-7,9	-10,1	-10,7	-10,7	-11,7	-12,4
<b>Zysk netto</b>	<b>32,9</b>	<b>40,3</b>	<b>43,8</b>	<b>45,6</b>	<b>50,0</b>	<b>52,9</b>

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA



Tabela 11. Toya; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk brutto z działalności	40,8	50,4	54,5	56,3	61,7	65,3
Podatek dochodowy zapłacony	-6,3	-9,1	-12,3	-10,7	-11,7	-12,4
Amortyzacja	3,5	3,6	4,5	4,2	4,2	4,2
Zmiany w pozycjach bilansowych:	-29,4	-9,0	-55,8	32,1	-11,8	-10,5
Zmiana stanu zapasów	-30,0	-23,6	-62,5	34,1	-11,0	-9,8
Zmiana stanu należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	-5,6	-6,5	-9,3	-8,3	-4,9	-4,4
Zmiana stanu zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	6,2	21,1	16,0	6,3	4,1	3,7
Pozostałe	2,9	2,3	2,5	1,6	0,3	0,3
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej</b>	<b>11,5</b>	<b>38,2</b>	<b>-6,7</b>	<b>83,5</b>	<b>42,7</b>	<b>46,9</b>
Nabycie rzeczowych aktywów trwałych i wartości niematerialnych	-2,8	-3,6	-3,8	-4,3	-4,4	-4,4
Pozostałe	0,0	0,1	0,1	1,1	1,7	1,7
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>
Przychody z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy/splaty z tytułu zaciągnięcia kredytów	24,1	-2,5	51,8	-35,3	0,0	0,0
Dywidendy wypłacone	-28,2	-29,6	-35,3	0,0	-38,7	-42,5
Zapłacone odsetki od kredytów i leasingów	-0,4	-0,5	-0,1	-2,7	-2,0	-2,0
Pozostałe	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej</b>	<b>-4,8</b>	<b>-32,6</b>	<b>16,4</b>	<b>-38,0</b>	<b>-40,7</b>	<b>-44,5</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych netto</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>6,0</b>	<b>42,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Tabela 12. Toya; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zmiana sprzedaży (r/r)	10%	12%	10%	11%	6%	5%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (r/r)	11%	16%	13%	14%	6%	5%
Zmiana EBITDA (r/r)	26%	22%	10%	4%	7%	6%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	26%	23%	9%	4%	7%	6%
Zmiana zysku netto (r/r)	30%	23%	9%	4%	10%	6%
Rotacja należności (dni)	56	65	66	68	69	69
Rotacja zapasów (dni)	150	250	296	290	259	260
Rotacja zobowiązań (dni)	38	69	92	100	101	101
NWC/Sprzedaż	53%	49%	59%	46%	46%	46%
Rotacja gotówki (dni)	168	246	270	258	227	228
Wskaźnik płynności bieżącej	3,1	2,7	2,0	2,5	2,6	2,6
Wskaźnik płynności szybkiej	1,0	0,8	0,6	1,1	1,1	1,1
Marża brutto ze sprzedaży	34,6%	35,8%	36,9%	37,8%	37,9%	38,1%
Marża EBITDA	14,4%	15,7%	15,7%	14,7%	14,8%	14,8%
Marża operacyjna	13,3%	14,6%	14,6%	13,7%	13,8%	13,9%
Marża zysku brutto	13,2%	14,5%	14,3%	13,3%	13,8%	13,9%
Marża zysku netto	10,6%	11,6%	11,5%	10,8%	11,1%	11,2%
Rentowność kapitałów własnych	25,1%	23,5%	24,3%	22,0%	21,2%	21,4%
Rentowność majątku	14,1%	16,1%	14,3%	12,9%	13,5%	13,7%

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

# Spis treści

<b>1. Wycena</b> .....	3
<b>2. Historia spółki i akcjonariat</b> .....	5
2.1. Historia .....	5
2.2. Akcjonariat .....	5
<b>3. Model Biznesowy</b> .....	6
3.1. Ogólny zarys działalności .....	6
3.2. Struktura Grupy Kapitałowej .....	7
3.3. Towary spółki oraz marki .....	8
3.4. Strategia .....	10
3.5. Sprzedaż i dystrybucja .....	11
3.6. Dostawcy .....	12
3.7. Hedging .....	12
3.8. Aktywa nieoperacyjne .....	12
3.9. Polityka dywidendowa .....	13
<b>4. Praktyki zakupowe profesjonalistów na rynku narzędzi i elektronarzędzi</b> .....	14
<b>5. Prognozy</b> .....	17
5.1. Prognoza na II kw. 19 .....	18
<b>6. Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)</b> .....	19

## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprecontowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stoпа dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedoważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej),

w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

### Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	36	35	10	8	0
Procenty	40%	39%	11%	9%	0%

### Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	10	8	0
Procenty	38%	42%	11%	9%	0%

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

**Rekomendacje fundamentalne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wycena w horyzoncie 12M		
<b>Toya</b>											
Maciej Wewiórski	Kupuj	–	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	-	-	4,98	8,70	–

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

**Rekomendacje relatywne**

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny	
<b>Toya</b>								
Maciej Wewiórski	Neutralnie	–	21.07.2019	-	22.07.2019	21.07.2020	4,98	-

\* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 22 lipca 2019 r., godz. 8:10.  
Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 22 lipca 2019 r., godz. 8:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów 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.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/toya>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/toya>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

DM BOŚ SA świadczy usługi maklerskie na rzecz Toya S.A. i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

#### Sprzedaż Instytucjonalna

**Bartosz Janczy**  
tel.: +48 (22) 504 32 46  
b.janczy@bossa.pl

**Tomasz Grabowski**  
tel.: +48 (22) 504 32 47  
t.grabowski@bossa.pl

**Marcin Kozerski**  
tel.: +48 (22) 504 33 35  
m.kozerski@bossa.pl

**Grzegorz Kołodziejczyk**  
tel.: +48 (22) 504 33 34  
g.kolodziejczyk@bossa.pl

**Marcin Stosio**  
tel.: +48 (22) 504 33 37  
m.stosio@bossa.pl

**Michał Zawada**  
tel.: +48 (22) 504 33 36  
m.zawada@bossa.pl

#### Wydział Analiz i Rekomendacji

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
dobra podstawowe i konsumenne,  
ochrona zdrowia)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja, dobra podstawowe  
i konsumenne,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenne, gry wideo)

**Wojciech Romanowski**  
Młodszy Analityk

**Marcin Sielicki**  
Asystent Analityka

---

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
www.bossa.pl  
Informacja: (+48) 0 801 104 104