

czwartek, 17 lipca 2014 | aktualizacja raportu

Tarczyński: kupuj (podwyższona)

TAR PW; TARP.WA | Przemysł spożywczy, Polska

Ceny zbóż w dół – marża przetwórców w górę!

W ciągu ostatnich dwóch tygodni cena mięsa wieprzowego spadła o ponad 6% – głównie w efekcie spadku cen zbóż na rynkach światowych (pszenicy i kukurydzy). Historycznie ceny mięsa wieprzowego sezonowo wzrastały w okresie wakacyjnym, osiągając maksimum w VIII, a później spadały do końca roku. Obserwowane w okresie 2Q'14 wzrosty cen mięsa w przypadku Grupy Tarczyński Spółka rekompensuje konsumpcją zamrożonego surowca, jaki został zakupiony w okresie 1Q'14 (po średnio 7% niższych cenach). Zgromadzone zapasy starczą prawdopodobnie do końca VIII/IX, a później rentowności sprzyjać powinien oczekiwany spadek cen surowca. Obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Tarczyński z 12,50 PLN do 12,20 PLN (efekt niższej wyceny porównawczej) oraz podwyższamy naszą rekomendację z **trzymaj** do **kupuj**.

Wysoka korelacja cen mięsa z rynkiem zbóż

Historycznie ceny mięsa wieprzowego były bardzo silnie skorelowane z cenami zbóż. Obserwowany w ostatnim czasie spadek cen pszenicy i kukurydzy wpływać powinien na niższe ceny pasz w sezonie 2014/2015 oraz wzrost rentowności chowu trzody. To z kolei przełożyć się powinno na spadek cen mięsa wieprzowego na terenie Unii Europejskiej.

Wyższe wydatki na inwestycje

13 lipca Zarząd Tarczyński poinformował o odstąpieniu od umowy z Przedsiębiorstwem Techniczno-Budowlanym Nickel na rozbudowę zakładu produkcyjnego zlokalizowanego w Ujeźdźcu Małym. W ocenie Zarządu Spółki kontynuacja współpracy z dotychczasowym podwykonawcą stwarzała istotne ryzyko niedotrzymania daty ukończenia (25 października), co w konsekwencji mogłoby spowodować utratę dotacji (14,4 mln PLN; 1,26 PLN/akcja). Dokończenie budowy nastąpi w oparciu o użycie dóbr oraz dokumentacji wykonawcy, zaś koordynacja prac podwykonawców zostanie powierzona firmie Fach-Invest (dotychczas managera projektu).

Do dokończenia budowy pozostało wykonanie posadzek (czas prac około miesiąc), ustawienie maszyn (1-2 miesiące), wylanie drogi przed halą (około 2 miesiące), dokończenie wnętrza (2-3 miesiące). Generalnie budynek hali na dzień 9 lipca jest zamknięty.

Zarząd Tarczyński podtrzymuje termin oddania do użytku Zakładu przed terminem 25 października. Naszym zdaniem ryzyko utraty dotacji jest niskie, a w prognozach zakładamy, że cała jej kwota wpłynie w 2015 roku.

Duży potencjał wyników nowej części zakładu

Po ukończeniu nowa część zakładu w Ujeźdźcu kupi się na wytwarzaniu produktów o najwyższej wartości dodanej i marży. Przy cenach surowca z 1Q'14 nowa część, przy pełnym obłożeniu ma potencjał do generowania 2-2,5 mln EBITDA miesięcznie. Jeżeli nie nastąpi wyraźny wzrost cen surowca w kolejnym roku, a moce produkcyjne uda się w szybko obłożyć, to obecne nasze prognozy wyników na 2015 rok wydają się bardzo konserwatywne.

(mln PLN)	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody	386,7	448,3	513,1	568,9	624,8
EBITDA	33,3	32,9	36,2	39,7	40,9
marża EBITDA	8,6%	7,3%	7,1%	7,0%	6,6%
EBIT	21,2	17,3	15,8	16,8	18,7
Zysk netto	10,8	9,3	7,8	9,4	10,5
Dywidenda	7,1%	1,1%	0,0%	0,0%	4,1%
P/E	5,9	12,2	14,5	12,1	10,8
P/CE	2,8	4,6	4,0	3,5	3,5
P/BV	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,6	6,4	6,7	5,4	5,0

Cena bieżąca	10,00 PLN
Cena docelowa	12,20 PLN
Kapitalizacja	113 mln PLN
Free float	70 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,21 mln PLN

Struktura akcjonariatu

EJT Investment S.à r.l.	38,31%
ING OFE	11,90%
Aviva OFE	8,81%
Pozostali	40,98%

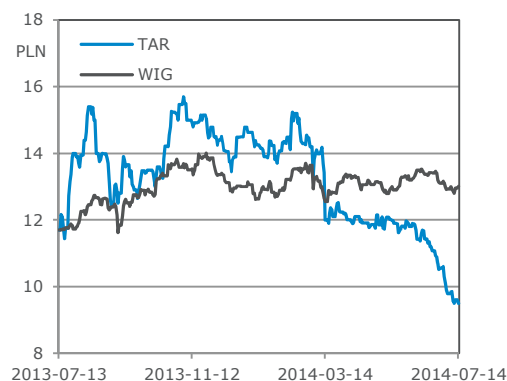
Strategia dotycząca sektora

Drugi kwartał 2014 roku przyniósł odreagowanie cen na rynku mięsa wieprzowego w Europie. Podobnie jak we wcześniejszych latach, po okresie wakacyjnym ceny mięsa powinny zacząć spadać, czemu dodatkowo sprzyjać powinny niskie ceny zbóż. Niższe ceny mięsa w drugiej połowie roku pozytywnie wpływać powinny na marże przetwórców.

Profil spółki

Spółka produkuje wędliny, wędzonki, pieczenie, kiełbasy i przetwory z mięsa. Grupa koncentruje się na produktach o wysokiej wartości dodanej i wysokim stopniu przetworzenia. Najbardziej znanym produktem Grupy Tarczyński jest *kabanos extra*. Spółka zwiększa sprzedaż do kanału nowoczesnego, którego udział wkrótce sięgnie 50% sprzedaży. W 2015 roku Tarczyński planuje zwiększyć sprzedaż eksportową, która docelowo sięgnie 30% obrotu wobec 5% obecnie.

Kurs akcji TAR na tle WIG



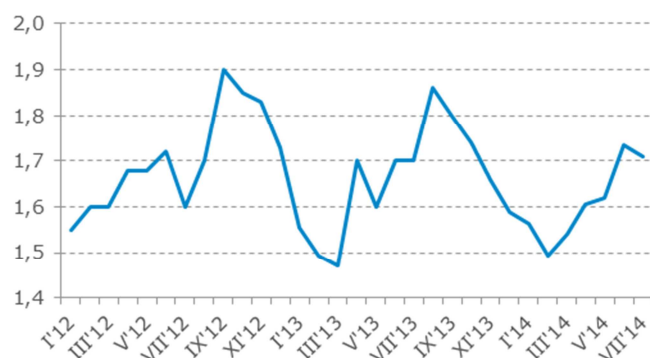
Analityk:

Jakub Szkopek
+48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl

Rynek mięsa wieprzowego

Po wyraźnym spadku cen mięsa wieprzowego w Europie na przełomie 2013/2014 roku indeks ZMP odbił w 2Q'14 w efekcie częściowego odblokowania eksportu europejskiej wieprzowiny na rynki azjatyckie. W kulminacyjnym momencie (koniec VI'14) indeks cenowy mięsa wieprzowego sięgnął 1,78 EUR/kg i był o 23% wyższy od najniższego poziomu zanotowanego w lutym. W ciągu ostatnich dwóch tygodni cena mięsa wieprzowego spadła o ponad 6%, głównie w efekcie spadku cen zbóż na rynkach światowych (pszenicy i kukurydzy).

Indeks cen mięsa wieprzowego na terenie Niemiec w latach 2012-2014 (EUR/kg)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Tarczyński S.A.; <http://www.pig333.com/>

Historycznie ceny mięsa wieprzowego były bardzo silnie skorelowane z cenami zbóż, które są bezpośrednim kosztem pasz zwierzęcych. Jedyny wyjątek od reguły w ostatnich 15 latach miał miejsce w 2007 roku, kiedy duże pogłowie trzody chlewnej i mięsa wieprzowego w Europie przyczyniło się do wysokiej podaży mięsa i wyraźnego spadku cen mięsa na Starym Kontynencie. Obserwowany w ostatnim czasie spadek cen zbóż wpływać powinien na niższe ceny pasz w sezonie 2014/2015 oraz wzrost rentowności chowu trzody. To z kolei przełożyć się powinno na spadek cen mięsa wieprzowego na terenie Niemiec i Unii Europejskiej.

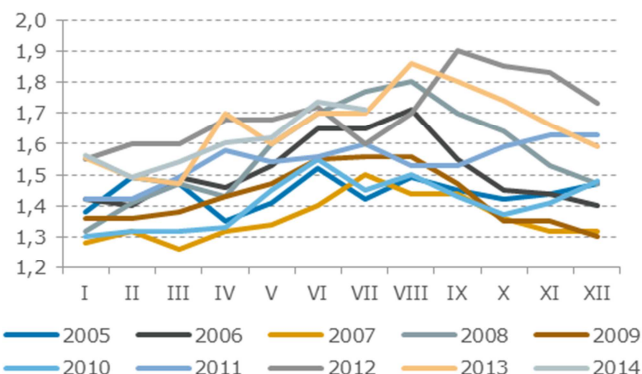
Indeks cen mięsa wieprzowego na terenie Niemiec (EUR/kg) (P) na tle cen kukurydzy i pszenicy oraz indeksu FAO odwzorowującego ceny zbóż na świecie (L) w latach 2005-2014 (EUR/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Bloomberg, <http://www.pig333.com/>

Historycznie również ceny mięsa wieprzowego sezonowo wzrastały w okresie wakacyjnym, osiągając maksimum w sierpniu, a później spadały do końca roku.

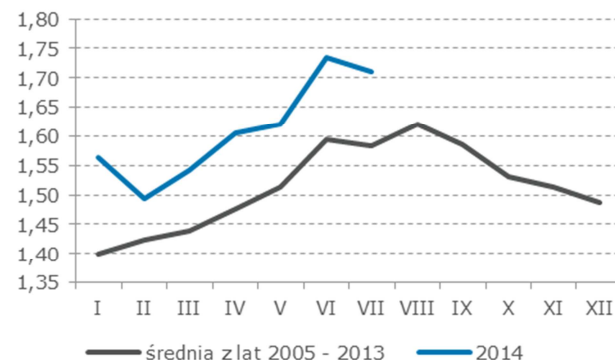
Roczne notowania indeksu cen mięsa wieprzowego na terenie Niemiec w latach 2005-2014 (EUR/kg)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; <http://www.pig333.com/>

W bieżącym roku ceny mięsa wieprzowego sezonowo wyraźnie wzrosły w okresie wakacyjnym. Ze względu na spadające ceny zbóż bardzo prawdopodobne, że maksymalny poziom z czerwca bieżącego roku (1,78 EUR/kg) nie zostanie już do końca roku pobity. Spadek cen mięsa przy mocnej PLN do EUR wpływać powinien na wzrost rentowności przetwórców, którzy z opóźnieniem obniżają cenniki produktowe.

Średnioroczne notowania indeksu cen mięsa wieprzowego na terenie Niemiec w latach 2005-2013 oraz w roku 2014 (EUR/kg)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, <http://www.pig333.com/>

Obserwowane w okresie 2Q'14 wzrosty cen mięsa w przypadku Grupy Tarczyński rekompensuje konsumpcja zamrożonego surowca, jaki został zakupiony w okresie 1Q'14 (po znacznie niższych cenach). Zgromadzone zapasy starczą prawdopodobnie do końca sierpnia / połowy września bieżącego roku.

Niezagrożona dotacja

13 lipca Zarząd Tarczyński poinformował w komunikacie bieżącym o odstąpieniu od umowy z Przedsiębiorstwem Techniczno Budowlanym Nickel na rozbudowę zakładu produkcyjnego zlokalizowanego w Ujeźdźcu Małym. Zdaniem Zarządu podstawą do odstąpienia od umowy jest uchylenie się wykonawcy od prowadzenia robót zgodnie z postanowieniami umowy. Zdaniem Spółki naruszenie umowy miało miejsce pomimo wielokrotnych pism i wezwań o przyspieszenie i poprawę jakości prac, a także mimo zaproponowanych wykonawcy zmian do umowy stwarzających możliwość naprawy powstałych naruszeń.

Terminowa realizacja inwestycji ma dla Spółki Tarczyński znaczenie kluczowe, w związku z umową na

dofinansowanie projektu rozbudowy zakładu w kwocie 14,4 mln PLN. W ocenie Zarządu Spółki kontynuacja współpracy z PTB Nickel stwarzała istotne ryzyko niedotrzymania daty ukończenia, co w konsekwencji mogłoby spowodować utratę dotacji. Intencją Zarządu Tarczyński jest dokończenie procesu inwestycyjnego w przewidzianym terminie do 25 października 2014 roku umożliwiającym otrzymanie dofinansowania. W tym celu Tarczyński SA zobowiązał wykonawcę do przekazania w drodze cesji wszystkich umów z podwykonawcami zatrudnionymi aktualnie na placu budowy. Dokończenie procesu inwestycyjnego nastąpi w oparciu o użycie dóbr oraz dokumentacji wykonawcy, zaś koordynacja prac podwykonawców zostanie powierzona firmie Fach-Invest, dotychczas pełniącej rolę managera projektu.

Do dokończenia budowy pozostało wykonanie posadzek (czas prac około miesiąc), ustawienie maszyn (1-2 miesiące), wylanie drogę przed hala (około 2 miesiące), dokończyć wnętrza (2-3 miesiące). Generalnie budynek hali na dzień 9 lipca jest zamknięty, a roboty trwają na

około ¼ obłożenia. Prace w pełnym zakresie zostaną przywrócone po podpisaniu cesji, co nastąpi w ciągu następnych dwóch tygodni.

Głównym powodem odstąpienia od umowy z wykonawcą zdaniem Zarządu Tarczyński było wyraźne zejście z jakości w końcowym etapie prac. Zarząd Tarczyński nie mógł pozwolić na odbiór wadliwych posadzek, gdyż żle wykonane podłoże w ciągu produkcyjnym generowałoby ryzyko konieczności wymiany w okresie kolejnych trzech lat (wnikanie krwi, osocza i tłuszczu w posadzkę osłabiałoby jej strukturę).

Zarząd Tarczyński podtrzymuje termin oddania do użytku Zakładu przed terminem 25 października.

Bieżąca umowa z Agencją przewiduje, że gdyby budowa zakładu nie została ukończona do końca października 2014, to generuje to ryzyko braku rozliczenia dotacji 14,4 mln PLN (1,26 PLN/akcja). W naszych prognozach zakładamy, że dotacja wpłynie do Spółki w 2015 roku.

Rachunek zysków i strat Grupy Tarczyński w okresie 1Q'12-4Q'14P (mln PLN)

(mln PLN)	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Przychody ze sprzedaży	96,7	91,5	96,6	101,9	99,5	109,7	120,8	118,4	108,9	131,5	146,7	126,2
Zysk brutto ze sprzedaży	18,1	19,4	17,8	21,8	23,0	20,7	19,4	22,8	22,3	24,5	27,2	24,3
marża	18,7%	21,2%	18,4%	21,4%	23,1%	18,9%	16,0%	19,2%	20,5%	18,6%	18,5%	19,3%
Koszty sprzedaży	10,5	11,7	11,4	11,7	14,1	13,8	12,7	15,8	13,5	19,0	18,8	14,9
Koszty zarządu	3,0	3,1	2,9	2,5	3,5	3,6	3,4	3,8	4,2	4,2	4,3	4,3
Pozostała działalność operacyjna	0,3	0,2	0,6	-0,2	0,3	0,5	0,2	1,1	0,3	0,3	0,2	0,1
EBIT	4,9	4,8	4,1	7,4	5,7	3,9	3,5	4,3	4,8	1,5	4,2	5,2
marża	5,1%	5,3%	4,2%	7,2%	5,7%	3,5%	2,9%	3,6%	4,4%	1,2%	2,9%	4,1%
EBITDA	8,1	7,6	7,1	10,5	8,9	7,3	7,1	9,6	9,9	6,5	9,3	10,4
marża	8,4%	8,3%	7,4%	10,3%	8,9%	6,6%	5,9%	8,2%	9,1%	5,0%	6,4%	8,3%
Zysk brutto	3,1	3,2	2,2	5,6	4,2	2,4	2,3	3,0	3,4	0,1	2,8	3,7
Zysk netto	2,5	2,3	1,8	4,2	3,2	2,1	1,8	2,1	2,4	0,1	2,3	3,0
marża	2,5%	2,5%	1,9%	4,1%	3,2%	1,9%	1,5%	1,8%	2,2%	0,1%	1,5%	2,4%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; Tarczyński S.A.

Prognoza wyników na 2Q'14

W 2Q'14 spodziewamy się, że wolumen sprzedaży produktów przetworzonych w Grupie Tarczyński wzrośnie o 7% r/r, czemu sprzyjać będzie wyższa sprzedaż w kanale nowoczesnym oraz obecność Świąt Wielkanocnych w 2Q'14 (w 2013 r. święta miały miejsce w 1Q). Oczekujemy, że wraz ze wzrostem proporcji sprzedaży produktów bardziej przetworzonych przychód na tonę sprzedanego wyrobu wzrośnie o 15,9% r/r. Spodziewamy się, że wzrost cen mięsa wieprzowego w 2Q'14 będzie amortyzowany przez

konsumpcję zapasów mięsa zakupionego w 1Q'14. W efekcie mimo wyraźnego wzrostu cen mięsa wieprzowego rentowność brutto ze sprzedaży spadnie tylko o 0,3p.p. do 18,6%. W 2Q'14 oczekujemy, że obciążeniem dla osiąganych rezultatów stanowią będą koszty kampanii reklamowej (3 mln PLN). W ubiegłym roku główne koszty kampanii zostały poniesione w 1Q'13. Oczekujemy, że wynik EBITDA 2Q'14 wyniesie 6,5 mln PLN, -9,8% r/r, a zysk netto wyniesie 0,1 mln PLN vs. 2,1 mln PLN w 2Q'13.

Wycena

Wartość spółki Tarczyński szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 12,20 PLN.

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych Tarczyńskiego porównujemy do grupy spółek działających w branży przetwórczej. Wyselekcjonowane przez nas spółki porównawcze to Atria, Campofrio Food Group, Colian, Cranswick, HKScan, JBS, Marfrig Alimentos, Mieszko, Otmuchów, PKM Duda, Tyson Foods, Wawel oraz Zakłady Mięsne Kania.

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację.

Atria to fiński przetwórcza mięsa. Spółka przetwarza i dystrybuuje mięso, przetworzone produkty mięsne z wołowiny, wieprzowiny, kurczaka, indyka. Grupa działa na terenie Finlandii i Szwecji. Campofrio to międzynarodowy koncern spożywczy, który produkuje, przetwarza i dystrybuuje produkty mięsne z drobiu, wieprzowiny i wołowiny na całym świecie. Colian to krajowy producent słodczy, pralin, przypraw i napojów niealkoholowych. Cranswick przetwarza i dostarcza produkty mięsne do sieci detalicznych na terenie Wielkiej Brytanii. Spółka produkuje

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	10,0
Wycena DCF	50%	12,7
cena wynikowa		11,3
cena docelowa za 9 m-cy		12,2

świeżą wieprzowinę, kielbasy, wędliny, mięso gotowane czy wędzony bekon. HKScan przetwarza i sprzedaje mięso wieprzowe, drobiowe, wołowe i z indyka. W asortymencie znaleźć można świeże mięso, kielbasy, frankfurterki, salami, sałatki i gotowe posiłki. Spółka działa na terenie Szwecji, Finlandii, Polski i w krajach nadbałtyckich. JBS jest przetwórcą wołowiny i wieprzowiny. Spółka sprzedaje pieczenie, wędzonki i inne przetwory na terenie całego świata. Marfrig Alimentos przetwarza wołowinę, wieprzowinę, baraninę i drób. Dodatkowo Spółka produkuje warzywa mrożone, mięso puszkowane, produkty gotowe i makarony. Mieszko to krajowy producent słodczy. Otmuchów to krajowy producent słodczy, płatków kukurydzianych i innych produktów śniadaniowych. PKM Duda to krajowy producent półtuszy wieprzowych. Spółka zajmuje się głównie rozbiorem mięsa. Tyson Foods produkuje i dystrybuje drób, wołowinę, wieprzowinę. Spółka swoje wyroby sprzedaje pod nazwą własną i markami hipermarketów. Spółka sprzedaje zarówno do dystrybutorów, jak i lokalnych sieci handlowych. Wawel to krajowy producent słodczy. Zakłady Mięsne Kania to przedsiębiorstwo o najbardziej zbliżonej do Tarczyńskiego skali produkcji. Spółka działa na terenie kraju, zajmując się produkcją wędlin i produktów przetworzonych z mięsa.

Wycena porównawcza

	P/E				EV/EBITDA			
	2013	2014P	2015P	2016P	2013	2014P	2015P	2016P
ATRIA PLC	14,6	20,5	9,0	7,7	6,5	7,0	5,6	5,3
CAMPOFRIO FOOD GROUP SA	34,7	20,2	14,9	13,8	7,6	6,8	6,0	5,4
COLIAN SA	-	12,9	9,5	8,7	-	7,0	6,0	5,8
CRANSWICK PLC	16,3	15,3	13,9	13,0	11,2	9,4	8,2	7,5
HKSCAN OYJ-A SHS	16,7	19,1	11,0	8,9	6,3	4,3	4,3	3,7
JBS SA	14,9	11,5	9,6	9,0	8,2	6,4	5,8	5,5
MARFRIG ALIMENTOS SA	-	808,8	18,3	13,8	5,8	6,0	5,6	5,9
MIESZKO SA	10,5	7,9	6,9	6,1	7,1	6,4	5,8	5,3
OTMUCHOW SA	13,7	11,5	9,8	8,9	6,7	6,1	5,4	4,9
PKM DUDA SA	8,3	9,9	-	-	5,4	5,9	-	-
TYSON FOODS INC-CL A	17,5	13,4	12,4	12,0	7,8	6,5	6,0	6,0
WAWEL SA	12,7	16,5	14,2	12,4	12,5	11,3	9,8	8,5
ZAKLADY MIESNE HENRYK KANIA	20,5	12,0	-	-	14,8	9,1	-	-
Maksimum	34,7	808,8	18,3	13,8	14,8	11,3	9,8	8,5
Minimum	8,3	7,9	6,9	6,1	5,4	4,3	4,3	3,7
Mediana	14,9	13,4	11,0	9,0	7,3	6,5	5,8	5,5
Tarczyński	12,2	14,5	12,1	10,8	6,4	6,7	5,4	5,0
Premia (dyskonto)	-18,1%	8,9%	9,7%	19,3%	-12,2%	4,3%	-7,1%	-9,0%
Implikowana wycena								
Mediana		13,4	11,0	9,0		6,5	5,8	5,5
Dyskonto		0%	0%	0%		0%	0%	0%
Waga wskaźnika			50%				50%	
Waga roku		20%	40%	40%		20%	40%	40%
Wartość firmy	10,0							

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka 4,25% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2023 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,2. Wyższy parametr beta jest związany z faktem, że Spółka prowadzi program inwestycyjny, którego pierwsze efekty będzie widać dopiero w 2015 roku. Do tego momentu warunki rynkowe mogą się dynamicznie zmieniać, dlatego decydujemy się na zwiększenie stopnia ryzyka zaaplikowanego do modelu.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2013.
- W pozostałych przychodach operacyjnych zakładamy, że Spółka przez najbliższe 24 lata księgować będzie dotację związaną z budową zakładu w

Ujeźdźcu (20 mln PLN) oraz przez najbliższe 8 lat na zakup maszyn (0,7 mln PLN). Zakładamy również, że od roku 2015 Spółka księgować będzie dotację na rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu w wysokości 14,5 mln PLN (przez 20 lat). Dotacje są niepieniężne i nie wpływają na wycenę Spółki.

- Zakładamy, że Spółka corocznie ponosić będzie koszty sponsoringu klubu futbolu amerykańskiego KS Devils Wrocław. Szacujemy, że od 2014 roku koszty te spadną do 150 tys. PLN rocznie.

- W naszych prognozach zakładamy, że w 2015 roku Spółka uzyska należną dotację 14,5 mln PLN na rozbudowę zakładu w Ujeźdźcu.

- Oczekujemy, że w bieżącym roku Tarczyński przeznaczy 4,4 mln PLN środków na marketing i reklamę wobec 4,8 mln PLN w 2013 roku.

- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec czerwca 2014 roku.

Założenia dodatkowe

Wolumeny (tys. ton)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż wyrobów przetworzonych	25,2	27,1	31,4	33,9	35,6	36,7	37,5	38,2	39,0	39,8	39,8
Sprzedaż mięsa	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Suma	26,3	28,4	31,8	34,3	36,1	37,1	37,9	38,6	39,4	40,2	40,2
Zakupy mięsa wieprzowego	23,3	26,4	29,7	32,3	34,0	35,2	36,1	36,9	37,8	38,7	38,9
Zakupy mięsa drobiowego	5,3	6,2	7,0	7,6	8,0	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1	9,1
Suma	28,6	32,6	36,7	39,8	42,0	43,4	44,5	45,6	46,7	47,8	48,0
Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Grupa	75%	80%	75%	81%	85%	88%	89%	91%	93%	95%	95%
Zawartość mięsa w produkcie (%)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Grupa	109%	115%	116%	116%	117%	117%	118%	118%	119%	119%	120%
Ceny (PLN/kg)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Średnie ceny produktów	16,75	17,78	17,63	17,94	18,15	18,33	18,57	18,81	19,07	19,34	19,62
Ceny mięsa wieprzowego (Indeks ZMP)	7,14	6,89	6,77	6,93	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95	6,95
Ceny mięsa drobiowego (kurczaki typu broiler)	3,88	3,60	3,54	3,62	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63	3,63
Zatrudnienie	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ilość zatrudnionych (osoby)	1 016	1 097	1 163	1 210	1 240	1 258	1 271	1 284	1 297	1 310	1 310
Średnie miesięczne zarobki (tys. PLN)	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,3	5,4	5,6	5,8	5,9

Model DCF

(mln PLN)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	+
Przychody ze sprzedaży	513,1	568,9	624,8	663,3	689,8	712,7	736,3	761,0	787,3	798,8	809,2
zmiana	14,5%	10,9%	9,8%	6,2%	4,0%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	1,5%	1,3%
EBITDA	36,2	39,7	40,9	42,3	42,1	43,1	44,0	45,3	47,3	47,5	47,9
marża EBITDA	7,1%	7,0%	6,6%	6,4%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%
Amortyzacja	20,4	22,8	22,2	20,4	19,8	19,1	18,8	18,0	17,8	18,6	18,7
EBIT	15,8	16,8	18,7	21,9	22,3	24,0	25,2	27,3	29,5	28,9	29,2
marża EBIT	3,1%	3,0%	3,0%	3,3%	3,2%	3,4%	3,4%	3,6%	3,7%	3,6%	3,6%
Opodatkowane EBIT	2,2	2,2	2,5	2,9	3,2	3,7	4,0	4,4	4,9	4,8	5,0
NOPLAT	13,5	14,6	16,3	19,0	19,1	20,3	21,3	22,9	24,6	24,1	24,3
CAPEX	-56,0	1,5	-10,5	-11,6	-12,7	-14,0	-15,2	-16,5	-17,6	-18,7	-18,7
Kapitał obrotowy	-3,4	-3,4	-3,7	-2,8	-2,0	-1,8	-1,9	-2,1	-2,2	-1,0	-0,9
FCF	-25,4	35,6	24,2	25,0	24,2	23,6	22,9	22,4	22,6	23,0	23,4
WACC	7,6%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,6%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,1%
współczynnik dyskonta	0,96	0,89	0,82	0,76	0,69	0,63	0,58	0,52	0,47	0,42	0,36
PV FCF	-24,5	31,7	20,0	19,0	16,8	15,0	13,2	11,7	10,6	9,6	8,5
WACC	7,6%	8,0%	8,1%	8,3%	8,4%	8,6%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,1%
Koszt długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Stopa wolna od ryzyka	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Premia za ryzyko	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Efektywna stopa podatkowa	21,6%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	54,3%	48,1%	44,9%	41,4%	37,5%	33,1%	28,4%	23,3%	16,8%	9,9%	0,0%
Koszt kapitału własnego	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0% **Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)

288,4

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

120,1

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

122,9

Wartość firmy (EV)

243,0

Dług netto

98,5

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

Wartość firmy

144,6

Liczba akcji (mln)

11,3

Wartość firmy na akcję (PLN)
12,7

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

7,5%

Cena docelowa
13,7

EV/EBITDA ('14) dla ceny docelowej

7,0

P/E ('14) dla ceny docelowej

19,9

Udział TV w EV

49,4%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody ze sprzedaży	313,8	378,8	386,7	448,3	513,1	568,9	624,8	663,3	689,8
zmiana	13,9%	20,7%	2,1%	15,9%	14,5%	10,9%	9,8%	6,2%	4,0%
Przychody ze sprzedaży produktów	298,0	370,1	377,8	440,1	504,8	560,4	616,2	654,5	680,9
Przychody ze sprzedaży towarów	15,8	8,7	8,9	8,1	8,3	8,5	8,6	8,8	9,0
Koszty wytworzenia	251,2	311,6	309,5	362,4	414,9	462,3	508,5	537,7	559,2
Koszty sprzedaży produktów	238,0	303,6	301,2	354,8	407,2	454,4	500,4	529,5	550,9
Koszty sprzedaży towarów	13,2	8,0	8,3	7,6	7,7	7,9	8,0	8,2	8,4
Zysk brutto ze sprzedaży	62,6	67,2	77,2	85,9	98,2	106,6	116,3	125,6	130,6
marża	19,9%	17,7%	20,0%	19,2%	19,1%	18,7%	18,6%	18,9%	18,9%
Koszty zarządu	11,0	11,2	11,5	14,3	17,1	18,1	18,7	19,1	19,4
Koszty sprzedaży	35,1	48,1	45,3	56,4	66,2	73,1	80,4	86,1	90,4
Pozostała działalność operacyjna netto	2,5	1,8	0,9	2,1	0,9	1,5	1,5	1,5	1,5
w tym: dotacje:	1,4	1,1	0,0	1,1	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6
EBIT	19,0	9,6	21,2	17,3	15,8	16,8	18,7	21,9	22,3
zmiana	23,3%	-49,3%	120,7%	-18,5%	-9,0%	6,9%	11,2%	16,9%	2,0%
marża EBIT	6,1%	2,5%	5,5%	3,9%	3,1%	3,0%	3,0%	3,3%	3,2%
Wynik na działalności finansowej	-4,0	-4,9	-7,1	-5,4	-5,8	-5,2	-5,8	-6,5	-5,5
Zysk brutto	15,0	4,7	14,1	11,9	10,0	11,6	13,0	15,4	16,8
Podatek dochodowy	-3,6	0,8	3,3	2,6	2,1	2,2	2,5	2,9	3,2
Zysk netto	18,7	3,9	10,8	9,3	7,8	9,4	10,5	12,5	13,6
zmiana	111,7%	-79,3%	179,4%	-13,8%	-16,2%	20,7%	11,7%	18,9%	9,0%
marża	5,9%	1,0%	2,8%	2,1%	1,5%	1,7%	1,7%	1,9%	2,0%
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	15,6	20,4	22,8	22,2	20,4	19,8
EBITDA	29,0	20,8	33,3	32,9	36,2	39,7	40,9	42,3	42,1
zmiana	15,9%	-28,4%	60,2%	-1,1%	9,9%	9,7%	3,2%	3,3%	-0,4%
marża EBITDA	9,2%	5,5%	8,6%	7,3%	7,1%	7,0%	6,6%	6,4%	6,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
EPS	2,8	0,5	1,7	0,8	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2
CEPS	4,4	2,0	3,6	2,2	2,5	2,8	2,9	2,9	2,9
ROAE	23,0%	4,2%	16,6%	8,1%	6,3%	7,1%	7,6%	8,6%	8,8%
ROAA	8,9%	1,5%	4,6%	2,8%	2,2%	2,6%	3,0%	3,4%	3,6%

Bilans

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
AKTYWA	210,2	257,1	236,4	329,9	358,2	356,4	355,9	369,3	381,6
Majątek trwały	147,7	156,4	155,0	210,5	247,0	224,3	214,2	207,0	201,6
Wartość niematerialne i prawne	2,0	4,8	4,8	4,9	4,5	2,8	1,9	1,9	2,2
Rzeczowe aktywa trwałe	137,4	142,6	142,1	198,9	229,9	207,4	196,7	188,1	180,9
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Inwestycje długoterminowe	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Długoterminowe RM	8,1	8,7	8,0	6,5	12,4	13,9	15,4	16,9	18,3
Majątek obrotowy	62,5	100,7	81,4	119,4	111,2	132,1	141,7	162,3	180,1
Zapasy	16,4	25,2	22,7	35,0	40,1	44,5	48,8	51,9	53,9
Należności krótkoterminowe	39,5	67,4	51,6	46,4	55,1	62,9	70,9	76,6	80,6
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	2,8	2,4	1,0	23,3	1,2	10,0	7,1	18,9	30,7
Krótkoterminowe RM	0,0	1,0	0,0	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P
PASYWA	210,2	257,1	236,4	329,9	358,2	356,4	355,9	369,3	381,6
Kapitał własny	81,1	91,3	65,1	115,4	123,2	132,6	138,4	145,9	154,2
Kapitał akcyjny	7,0	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Kapitał zapasowy	9,3	18,7	0,0	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5
Kapitał rezerwowy	45,7	57,1	43,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8	56,8
Zysk z lat ubiegłych	19,0	7,5	14,9	10,1	17,9	27,3	33,1	40,5	48,8
Udziały mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	53,4	57,1	55,1	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
Dług	53,4	57,1	55,1	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
Zobowiązania krótkoterminowe	54,2	86,6	92,7	121,9	139,1	125,1	115,9	119,9	122,6
Zobowiązania handlowe	37,5	56,1	48,2	55,1	61,7	67,3	72,8	76,5	79,1
Dług	8,6	16,5	36,4	52,2	62,2	42,2	27,2	27,2	27,2
Rezerwy na zobowiązania	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Pozostałe	21,2	21,8	23,2	22,7	26,0	28,8	31,6	33,6	34,9
Dług	62,0	73,5	91,5	121,8	131,8	111,8	96,8	96,8	96,8
Dług netto	59,3	71,1	90,6	98,5	130,5	101,8	89,7	77,8	66,1
(Dług netto / Kapitał własny)	73,1%	77,9%	139,1%	85,3%	105,9%	76,8%	64,8%	53,4%	42,9%
(Dług netto / EBITDA)	2,0	3,4	2,7	3,0	3,6	2,6	2,2	1,8	1,6
BVPS	12,3	12,1	10,3	10,2	10,9	11,7	12,2	12,9	13,6

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przepływy operacyjne	18,3	8,6	34,4	28,3	29,4	32,5	33,1	34,9
Zysk netto	18,7	3,9	10,8	9,3	7,8	9,4	10,5	12,5
Amortyzacja	10,0	11,1	12,0	15,6	20,4	22,8	22,2	20,4
Kapitał obrotowy	-8,3	-9,7	2,6	-2,8	-3,4	-3,4	-3,7	-2,8
Pozostałe	-2,1	3,3	8,9	6,2	4,6	3,6	4,1	4,8
Przepływy inwestycyjne	-28,7	-13,1	-9,1	-48,2	-56,0	1,5	-10,5	-11,6
CAPEX	-28,8	-13,1	-9,1	-48,2	-56,0	1,5	-10,5	-11,6
Inwestycje kapitałowe	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	10,4	4,1	-26,7	42,2	4,5	-25,2	-25,5	-11,6
Dług	6,9	2,0	18,0	0,6	10,0	-20,0	-15,0	0,0
Odsetki od długu	-2,9	-3,8	-6,5	-4,8	-5,9	-5,4	-6,0	-6,9
Dywidendy	-4,3	-4,0	-4,5	-1,3	0,0	0,0	-4,7	-5,1
Buy-back (wykup akcjonariuszy)	0,0	0,0	-32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Emisja akcji	10,0	9,8	0,0	43,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,7	0,0	-1,7	4,2	0,4	0,2	0,3	0,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	0,0	-0,4	-1,4	22,3	-22,1	8,7	-2,9	11,8
Środki pieniężne na koniec okresu	2,8	2,4	1,0	23,3	1,2	10,0	7,1	18,9
DPS (PLN)	0,65	0,53	0,71	0,11	0,00	0,00	0,41	0,45
FCF	-4,2	-3,1	23,3	-20,7	-25,4	35,6	24,2	25,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-9,2%	-3,5%	-2,4%	-10,7%	-10,9%	0,3%	-1,7%	-1,7%

Wskaźniki rynkowe

	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
P/E	3,5	19,5	5,9	12,2	14,5	12,1	10,8	9,1
P/CE	2,3	5,0	2,8	4,6	4,0	3,5	3,5	3,4
P/BV	0,8	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
P/S	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-3,3%	-2,1%	15,1%	-9,8%	-10,4%	16,5%	11,9%	13,1%
EV/EBITDA	4,3	7,1	4,6	6,4	6,7	5,4	5,0	4,5
EV/EBIT	6,6	15,2	7,2	12,2	15,5	12,8	10,8	8,7
EV/S	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
CFO/EBITDA	63,0%	41,4%	103,3%	86,0%	81,3%	81,8%	80,9%	82,6%
Dyid	6,46%	5,29%	7,10%	1,12%	0,00%	0,00%	4,15%	4,49%
Cena (PLN)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	6,6	7,6	6,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
MC (mln PLN)	65,8	75,6	63,5	113,5	113,5	113,5	113,5	113,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	125,1	146,7	154,0	211,9	244,0	215,3	203,1	191,3

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)
EBIT - Zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE - wartość księgowa
WNDB - wynik na działalności bankowej
P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją
MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%
TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%
REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%
SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta oraz animatora rynku dla emitenta.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Tarczyński

rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2013-11-14	2014-01-15	2014-06-04
kurs z dnia rekomendacji	14,80	14,15	11,89
WIG w dniu rekomendacji	52681,33	50605,74	52326,40

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 697 47 38
micchal.marczak@mdm.pl
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszcz
wicedyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.kliszcz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 697 47 37
michal.konarski@mdm.pl
banki

Jakub Szkopek
tel. +48 22 697 47 40
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 697 49 64
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
tel. +48 22 697 47 01
piotr.zybała@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Piotr Dudziński
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 22
piotr.dudzinski@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 95
marzena.lempicka@mdm.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz
tel. +48 22 697 48 47
matthias.falkiewicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl