

wtorek, 20 marca 2018 | aktualizacja raportu

Dom Development: kupuj (podtrzymana)

DOM PW; DOMP.WA | Deweloperzy, Polska

Wzrost poprzez nowe rynki

Wyniki 4Q'17 nie przyniosły większych niespodzianek. Spółka zrealizowała konsensus analityków, a na powynikowej konferencji Zarząd podtrzymał optymistyczny przekaz. W obecnym otoczeniu rynkowym szczególnym wyzwaniem dla spółek z branży jest zabezpieczenie podaży mieszkań. W tym obszarze Dom Development radzi sobie znakomicie. W 2017 r. Dom Development wprowadził do realizacji o 30% więcej mieszkań r/r. Spółka posiada rekordową liczbę mieszkań w budowie: 5,2 tys. (+47% r/r), a dzięki przemyślanym akwizycjom, również rekordowy bank ziemi na 8,9 tys. mieszkań (+38% r/r). W bieżącym raporcie nieznacznie korygujemy prognozy ZN'18-19 i jednocześnie o ok. 30% podnosimy prognozę na 2020, dostrzegając pozytywny wpływ ekspansji na rynki Trójmiasta i Wrocławia. Obecny konsensus zakłada, że wyniki Spółki w 2020 r. spadną o około 20% względem lat '18-19, tymczasem widzimy coraz więcej przesłanek, że będzie on dla spółki rekordowy: (1) popyt na mieszkania utrzymuje się na rekordowym poziomie przy braku oznak spowolnienia, (2) bank ziemi Dom Development w 100% zabezpiecza nasze prognozy ZN'19-20, (3) w trakcie 2019 Spółka powinna pozyskać działki, które dodatkowo zwiększą potencjał wynikowy w 2020 r. Podtrzymujemy rekomendację kupuj dla akcji Dom Development.

Ekspansja w Trójmieście i Wrocławiu

W 2017 r. Trójmiasto i Wrocław miały łącznie 7% udziału w zysku brutto ze sprzedaży Grupy (28 mln PLN). W '20 ten udział powinien wzrosnąć do 25-30% (132 mln PLN) - prognoza w pełni pokryta bankiem ziemi dewelopera. Trójmiasto i Wrocław były w 2017 rynkami o najwyższym wzroście cen mieszkań (+7,0% i +8,4%, AMRON). W perspektywie '20 spodziewamy się wzrostu udziału w rynku trójmiejskim do ok. 10% (ok. 7% obecnie), oraz wrocławskim do ok. 5% (ok. 1-2% obecnie).

Bank ziemi +38% r/r

W 2017 r. Dom Development wydał na grunty i akwizycję spółki Euro Styl około 550 mln PLN, zwiększając nakłady inwestycyjne o niemal 100% r/r. Spółka utrzymała bank ziemi w Warszawie na 6,2 tys. mieszkań oraz powiększyła go o 2,1 tys. mieszkań w Trójmieście i 0,6 tys. we Wrocławiu.

Stabilizacja marż na podwyższonym poziomie

W 2017 r. marża w Dom wzrosła o 4 p.p. do 27,5%. W '18-20 spodziewamy się stabilizacji na poziomie ok. 26%. Uważamy, że ryzyko głębszego spadku marży w najbliższych trzech latach jest umiarkowane, gdyż rosnące koszty budowy będą równoważone wyższymi cenami mieszkań.

DYield '18-21 ~ 9-11%

Zarząd Dom Development zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2017 r. w wysokości 7,60 PLN na akcję (DYield=8,9%, Div Payout 99%). Historycznie akcje Dom Development były notowane na wyraźnie niższych wskaźnikach DYield. Obecne perspektywy dla dywidendy pozostają wzrostowe. Niskie wskaźniki zadłużenia (dług netto/kapitał własny: 6%) nie zmuszają Spółki do zmiany polityki.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	1 153,0	1 404,7	1 737,4	1 692,0	1 792,2
Zysk brutto ze sprzedaży	271,1	385,7	451,8	449,6	472,6
marża	23,5%	27,5%	26,0%	26,6%	26,4%
EBIT	156,6	235,4	296,1	289,4	307,5
Zysk netto	125,7	190,7	238,3	233,3	247,8
P/E	16,9	11,2	9,0	9,1	8,6
P/BV	2,29	2,13	2,03	2,03	2,01
EV/EBITDA	12,8	9,1	7,2	7,5	7,2
DPS	3,25	5,05	7,60	9,50	9,38
DYield	3,8%	5,9%	8,9%	11,1%	10,9%

Cena bieżąca	85,80 PLN
Cena docelowa	103,10 PLN
Kapitalizacja	2 134 mln PLN
Free float	563 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,76 mln PLN

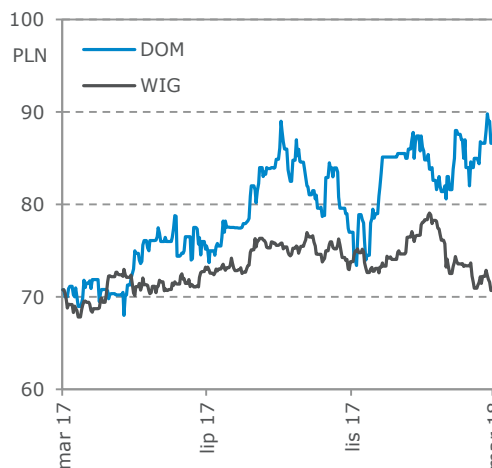
Struktura akcjonariatu

Dom Development B.V.	57,34%
Jarosław Szanajca	5,85%
Aviva PTE	5,28%
Grzegorz Kiełpisz	5,15%
Pozostali	26,38%

Profil spółki

Dom Development jest liderem warszawskiego rynku mieszkaniowego z udziałem ok. 10-12%. W roku 2011 deweloper rozpoczął budowę pierwszej inwestycji we Wrocławiu. Spółka posiada niewielki udział na tym rynku (1-2%), lecz planuje go zwiększyć w najbliższych latach. W 2017 r. Dom przejął dewelopera Euro Styl, posiadającego około 6-7% udział w trójmiejskim rynku mieszkaniowym. Ofertę dewelopera stanowią głównie mieszkania o podwyższonym standardzie oraz w segmencie popularnym.

Kurs akcji DOM na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Dom Dev.	103,10	103,00	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Dom Dev.	85,80	103,10	+20,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	+3,9%	+7,3%	+14,9%
EBIT	-1,6%	-1,5%	+27,8%
Zysk netto	-0,9%	-0,9%	+29,1%

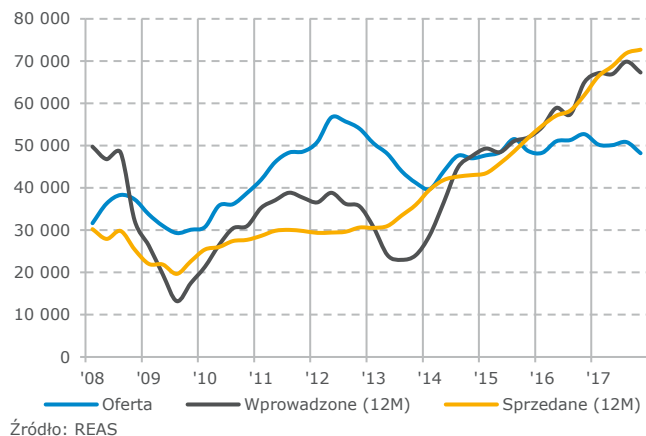
Analitik:

Piotr Zybała
+48 22 438 24 04
piotr.zybała@mbank.pl

Rynek

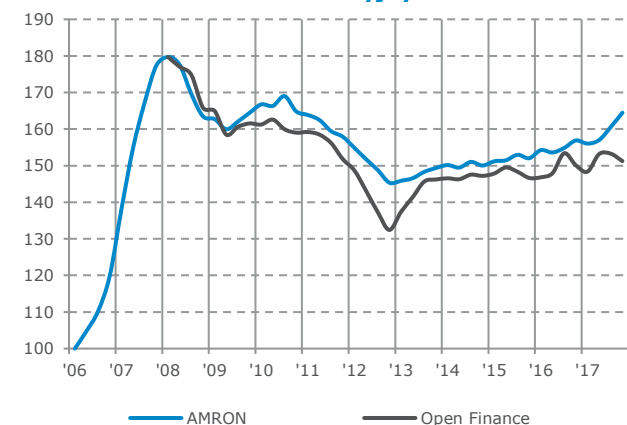
W **2017 r.** na 6 największych rynkach mieszkaniowych w Polsce **sprzedano 17% więcej mieszkań r/r**. W ostatnich 5 latach wolumeny sprzedaży nieprzerwanie rosły w tempie CAGR 19%. Co równie istotne, sprzedaż mieszkań w minionym roku rosła przy lekko spadającej ofercie. Na koniec 2017 r. okazała się ona o 9% niższa r/r, tym samym **efektywność sprzedaży** wzrosła z około 30% w 2016 r. do ponad **35% w 2017 r.** W samym 4Q'17 była najwyższa od 10 lat i wyniosła 37%. Spółki sygnalizują utrzymanie silnego popytu na mieszkania w pierwszych miesiącach '18, co może przełożyć się na kolejny rekord sprzedażowy w 1Q'18 (publikacja danych przez deweloperów za ok. 2 tygodnie). Rynki, na których działa Dom Development (**Warszawa, Trójmiasto, Wrocław**) należały w 2017 r. do **jednych z najlepszych z punktu widzenia deweloperów**. Charakteryzowały się najwyższą efektywnością sprzedaży mieszkań, co przełożyło się na wyższy wzrost cen niż w innych aglomeracjach.

Mieszkania wprowadzone, sprzedane oraz w ofercie na 6 największych rynkach w Polsce (szt.)



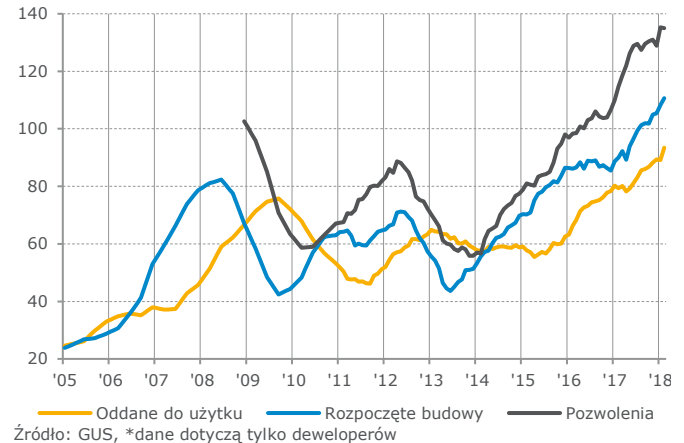
Trójmiasto osiągnęło w minionym roku zdecydowanie najwyższą efektywność sprzedaży (43% w '17, 47% w 4Q) i jednocześnie najsilniejszy wzrost cen transakcyjnych mieszkań, który w zależności od źródła wyniósł **7,6-8,4%**. W '18 Trójmiasto może utrzymać status rynku o najwyższej dynamice cen transakcyjnych. W 4Q'17 ceny ofertowe mieszkań w Trójmieście były o 14,7% wyższe r/r (REAS). **Warszawa i Wrocław** są kolejnymi po Trójmieście rynkami z najwyższą efektywnością sprzedaży (37% w '17, 39-42% w 4Q), przy czym ponadprzeciętny wzrost cen był widoczny głównie we Wrocławiu (4-7%).

Indeks średnich cen transakcyjnych mieszkań



W okresie **I-II'18** nastąpił wzrost liczby **rozpoczynanych budów** o **38% r/r**. Liczba **wydanych pozwoleń** wzrosła o **29% r/r** (dane tylko dla deweloperów). Powyższe dynamiki wydają się zaprzeczać tezie, że na rynku podaż nie nadąży za popytem. Uważamy, że problem jednak występuje, a dane GUS za ostatnie 2 miesiące nie dają nam pełnego obrazu. Łącznie w ostatnich trzech latach dynamika rozpoczynanych budów przez deweloperów była niższa o ok. 20 p.p. względem wzrostu sprzedaży (+50% vs. +70%). Ostatni wzrost podaży tylko częściowo zmniejszył ten dystans.

Mieszkania oddane do użytku, rozpoczęte budowy, wydane pozwolenia w przeciągu 12 miesięcy*



W 2018 r. na **podaż inwestycji mieszkaniowych** negatywnie będą oddziaływać ograniczona dostępność i rosnące koszty gruntów i wykonawstwa oraz długi okres pozyskiwania decyzji administracyjnych. Zaprezentowana w połowie marca **specustawa mieszkaniowa** ma teoretycznie przyspieszyć ścieżkę realizacji inwestycji mieszkaniowych. Widzimy jednak ryzyko, że stanie się ona narzędziem przyspieszającym realizację programu Mieszkanie+, a niekoniecznie dokumentem ułatwiającym życie samym deweloperom. Obecnie trwają konsultacje publiczne nad propozycją Ministerstwa Inwestycji i Rozwoju. Specustawa miałaby wejść w życie w połowie tego roku.

Spodziewamy się utrzymania wysokiego **popytu na mieszkania** w całym 2018 r., czemu będzie sprzyjać otoczenie makro (dynamika zatrudnienia: +4% r/r, przeciętne wynagrodzenie: +7% r/r, stopa bezrobocia: -1,6 p.p. r/r). Inflacja pozostaje niska, a RPP podtrzymuje gołębią retorykę. Indeks Dostępności Mieszkaniowej utrzymuje rekordowe odczyty i jedynym czynnikiem, który może spowodować jego spadek w 2018 r. wydaje się wzrost cen mieszkań.

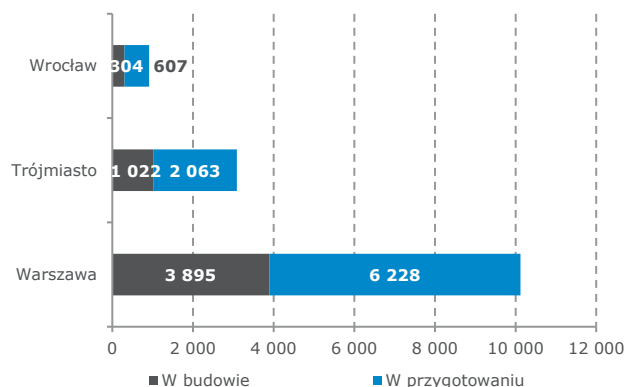
Indeks Dostępności Mieszkaniowej



Aktywa

W 2017 r. Dom Development wydał na **grunty** około **350 mln PLN, +25%** względem 2016 r. Ponadto Spółka wydała **200 mln PLN** (po skorygowaniu o gotówkę) na akwizycję dewelopera Euro Styl w Trójmieście. Mimo trudnego otoczenia na rynku gruntów, Spółka skokowo zwiększyła bank ziemi. Na koniec 2017 r. Dom Development miał w budowie o niemal 50% więcej mieszkań niż rok wcześniej oraz posiadał bank ziemi o niemal 40% większym potencjale. Co równie istotne, zakupione przez dewelopera grunty są dobrze zdywersyfikowane. W 2017 r. Dom Development pozyskał grunty na **4500 lokali** w **17 lokalizacjach** (nie licząc aktywów przejętych wraz z akwizycją Euro Stylu). Oznacza to średnio 265 lokali na lokalizację. Koszt zakupu powyższych gruntów szacujemy na około 1400 PLN/PUM. Sam **Euro Styl** został zakupiony po **0,97x NAV**, co według nas było atrakcyjną ceną (z punktu widzenia kupującego).

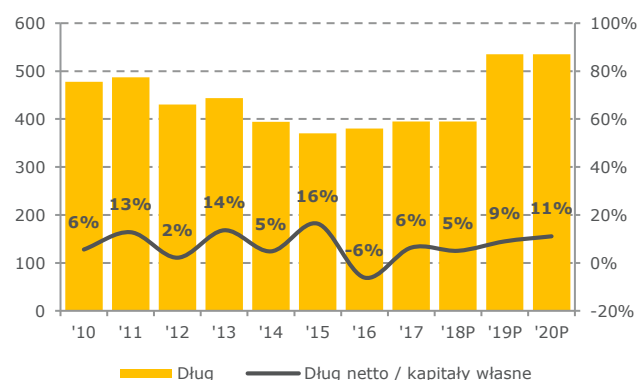
Liczba lokali w budowie i przygotowaniu na koniec 4Q'17



Źródło: Dom Development

Na uwagę zasługuje wciąż bardzo mocna pozycja gotówkowa Dom Development. Mimo dokonanych inwestycji na 550 mln PLN oraz wypłaty dywidendy o wartości 125 mln PLN, wskaźnik **dług netto / kapitały własne** wyniósł na koniec 2017 r. zaledwie **6%**, poniżej 10-letniej średniej wynoszącej 12%. Saldo obligacji i kredytów pozostało na poziomie ok. 400 mln PLN. Na koniec 2017 r. spółka wciąż posiadała ok. 330 mln PLN gotówki i krótkoterminowych aktywów finansowych.

Dług i wskaźniki zadłużenia

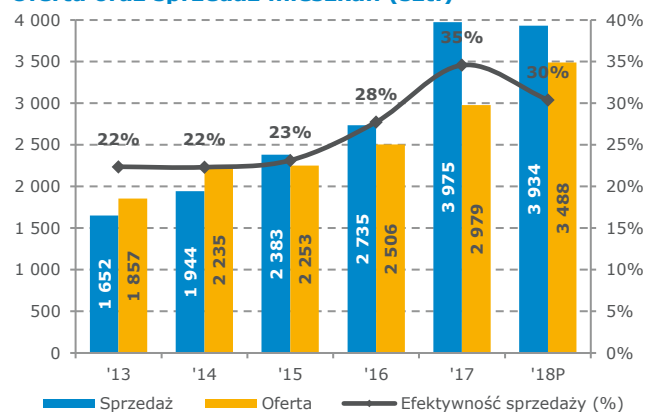


Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Prognozy

W 2017 r. Dom Development osiągnął spektakularny **wzrost sprzedaży** mieszkań o **45% r/r** do niemal 4,0 tys. lokali. W nieco ponad połowie wynika on z organicznego wzrostu (+24 p.p.), a w pozostałej części jest następstwem akwizycji trójmiejskiego dewelopera Euro Styl, którego obecny potencjał sprzedażowy szacujemy na ok. 600 mieszkań. W 2018 r. nie zakładamy wzrostu sprzedaży mimo, że deweloper zakończył 2017 r. z ofertą wyższą o niemal 20% r/r. W obecnym otoczeniu rosnących kosztów budowy oraz silnego popytu na mieszkania Spółka powinna osiągnąć więcej korzyści z podniesienia cen mieszkań niż z maksymalizacji tempa sprzedaży. Powyższa opinia wydaje się również spójna z przekazem Zarządu po wynikach za 2017 r. W **2018 r.** spodziewamy się **sprzedaży na poziomie 3900-4000 lokali**. Przy założeniu, że Dom Development zrealizuje „plan maksimum”, dotyczący liczby mieszkań wprowadzonych do budowy, oferta na koniec 2018 r. może wzrosnąć do ponad 3500 lokali.

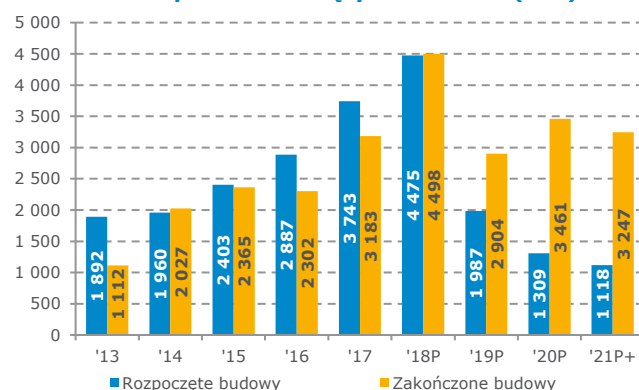
Oferta oraz sprzedaż mieszkań (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Wspomniany „plan maksimum” to około **4500 mieszkań wprowadzonych do budowy w 2018 r.** Niezbędne grunty zostały już przez Spółkę zabezpieczone. Uważamy, że największymi czynnikami ryzyka przy realizacji planu są (1) pozyskanie pozwoleń na budowę oraz (2) pozyskanie GW w zakładanym terminie. 2018 r. będzie również rekordowy pod kątem liczby mieszkań, których budowę Dom Development zakończy w 2018 r. (około 4500 szt.). Naturalnie wszystkie są w budowie, przy czym aż 2/3 mieszkań zostanie oddanych do użytku w 4Q. Ma to duże znaczenie w kontekście rozkładu wyników finansowych między kwartałami w 2018 r.

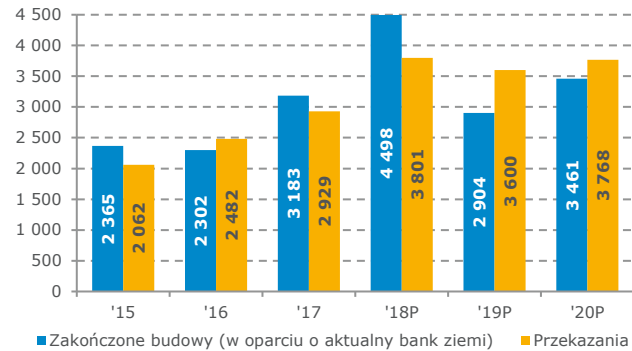
Prognozy rozpoczętych/zakończonych budów mieszkań w oparciu o bieżący bank ziemi (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Zarząd zakłada **przekazania w 2018 r.** w wysokości około **3800 lokali**. W poprzednich latach Spółka nie myliła się w ocenie swoich możliwości w zakresie przekazania. Zakładamy, że w bieżącym roku również cel zostanie zrealizowany. Oznaczałoby to, że około 1400 lokali z projektów zakończonych w bieżącym roku zostanie rozliczonych dopiero w wynikach 2019 r.

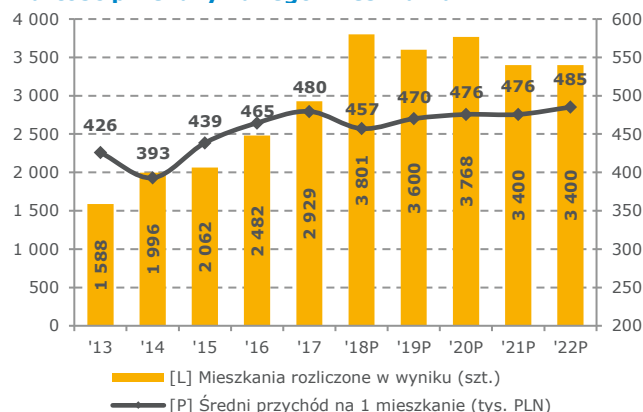
Liczba przekazania na tle obecnego banku ziemi (szt.)



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

W latach **2019-20** spodziewamy się utrzymania przekazania na poziomie **3600-3800 mieszkań**. Powyższe wartości są do osiągnięcia już w oparciu o bieżący bank ziemi dewelopera. O ile potencjał do przekroczenia naszych szacunków w 2019 r. jest ograniczony, Spółka ma jeszcze sporo czasu, by przekroczyć nasze oczekiwania na 2020 r. Jednocześnie zwracamy uwagę, że dotychczasowe prognozy analityków na 2020 r. (w tym nasze) zakładały cykliczny spadek wyników Dom Development po 2019 r. Tymczasem kolejne akwizycje mogą dźwignąć przekazania mieszkań w 2020 r. powyżej 4000 szt. Pomimo wzrostu udziału rynków trójmiejskiego i wrocławskiego w nadchodzących latach, spodziewamy się utrzymania **średniego przychodu ze sprzedawanego mieszkania powyżej 450 tys. PLN**. W 2020 r. Spółka powinna zakończyć budowę ponad 1000 mieszkań w projektach o średniej szacowanej cenie mieszkania ok. 600 tys. PLN (Marina II, Żoliborz Artystyczny II, Ogrodowa, Księcia Witolda, Włodarzewska 70/72).

Liczba mieszkań rozliczonych w wyniku i średnia wartość przekazywanego mieszkania

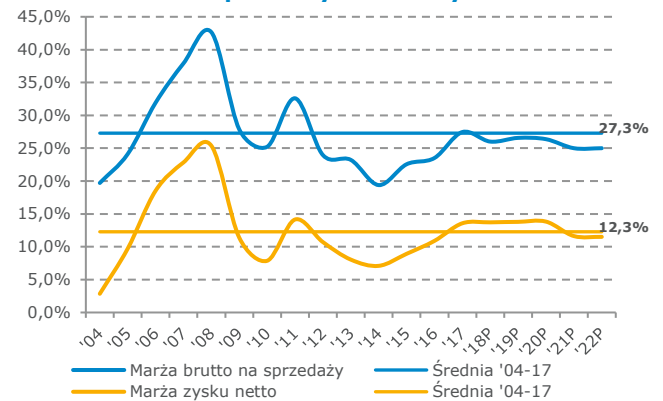


Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Perspektywa wyników 2020 r. może wydawać się odległą. Zwracamy jednak uwagę, że nasze zaktualizowane prognozy na 2020 można w całości oprzeć na bieżącym banku ziemi. Już w II połowie br. Zarząd planuje wprowadzić do realizacji i sprzedaży około 2000 mieszkań, które będą rozliczane w wynikach 2020 r. W tym kontekście dyskusja o potencjale na 2020 r. jest w naszej ocenie uzasadniona. Tym bardziej, że **nasza prognoza ZN'20 jest o 1/3 wyższa od rynkowego konsensusu**.

Po 2020 r. zakładamy stabilizację przekazania mieszkań na poziomie **3400 szt. rocznie** (bez zmian względem naszych wcześniejszych prognoz), czyli około 15% poniżej wolumenu osiągniętego w 2017 r. Uważamy, że nasza prognoza uwzględnia ryzyko cyklicznego spadku rynku mieszkaniowego w Polsce, tym bardziej, że Zarząd Dom Development planuje w najbliższych latach rozwijać działalność w Trójmieście i Wrocławiu. W 2017 r. udział Spółki w rynku **warszawskim** wyniósł **11%**, podczas gdy w **Trójmieście** ok. **7%**, a we **Wrocławiu** ok. **1,5%**. Niewątpliwym atutem Dom Development są ponadprzeciętne możliwości finansowania ekspansji (nie wykluczając akwizycji), stąd realnym scenariuszem jest według nas **wzrost udziałów do 10% w Trójmieście oraz 5% we Wrocławiu w perspektywie 2020 r.**

Marża brutto na sprzedaży i marża zysku netto



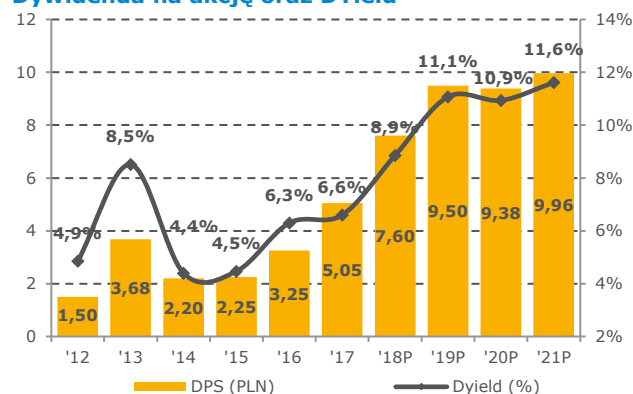
Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Marże osiągane przez Dom Development znajdują się w trendzie wzrostowym od 2015 r. W 2017 r. marża deweloperska **wzrosła o 4,0 p.p. do 27,5%**, co jest poziomem najwyższym od 2012 r. i jednocześnie zbliżonym do 14-letniej średniej. W okresie **2018-2020** spodziewamy się **stabilizacji na poziomie ok. 26%**. Uważamy, że ryzyko głębszego spadku marży w najbliższych trzech latach jest umiarkowane, gdyż rosnące koszty budowy będą równoważone wyższymi cenami mieszkań. Pamiętajmy, że w typowym projekcie mieszkaniowym koszty budowy stanowią 50-60% ceny mieszkania. Tym samym przykładowy wzrost cen mieszkań o 10% równoważy 17-20% wzrost kosztów budowy. Pewnym punktem odniesienia do oceny tempa wzrostu kosztów wykonawstwa są ostatnie umowy Erbudu w segmencie mieszkaniowym. W okresie VII'17-III'18 Erbud zawarł 4 umowy GW na kolejne etapy inwestycji, w których jest już generalnym wykonawcą. **Średni koszt GW** wzrósł w powyższych projektach z ok. 3400 PLN/PUM do ok. 3800 PLN/PUM (**+11%**). W lutym br. Dom Development zawarł z Budimeksem umowę na GW dwóch etapów inwestycji Marina Mokotów, w których koszt GW szacujemy na 4300 PLN/PUM oraz 5000 PLN/PUM. Powyższe kwoty mogą wydawać się niepokojące, niemniej odzwierciedlają dzisiejsze koszty realizacji inwestycji o podwyższonym standardzie (oczekiwana cena mieszkania netto 9500-10500 tys. PLN). Jak wskazaliśmy we wcześniejszym rozdziale, średni koszt zakupu gruntów w 2017 r. wygląda rozsądnie (ok. 1400 PLN/PUM), biorąc pod uwagę, że istotny udział w akwizycjach stanowiły działki pod projekty o podwyższonym standardzie.

W kontekście marż zwracamy ponadto uwagę na **perspektywę znacznej poprawy rentowności działalności w Trójmieście**. Ekonomiczna marża deweloperska na mieszkaniach rozliczonych przez Euro Styl w **2017 r.** wyniosła **36,6%**. Marża księgowa rozpoznana w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym była o 13 p.p. niższa, co wynika z przeszacowania zapasów Grupy Euro

Styl do wartości godziwej w momencie transakcji. W latach 2018-20 wciąż zakładamy obniżoną rentowność na rynku Trójmiejskim (22-23%), gdyż w wynikach rozliczane będą mieszkania z projektów podlegających przeszacowaniu. W długim terminie w Trójmieście oczekivalibyśmy nie niższych marż niż na rynku Warszawskim. **Po 2020 r.** zakładamy średnioważoną marż deweloperską w Grupie Dom Development na poziomie **25%, ok. 2 p.p. poniżej 14-letniej średniej.**

Dywidenda na akcję oraz DYield



Źródło: Prognozy Domu Maklerskiego mBanku, Dom Development

Zarząd Dom Development zarekomendował wypłatę dywidendy z zysku za 2017 r. w wysokości **7,60 PLN** na akcję (**DYield=8,9%, Div Payout 99%**). Historycznie akcje Dom Development były notowane na wyraźnie niższych wskaźnikach DYield. Wyjątkiem był 2013 r., w którym Dom Development dokonał niespodziewanej zmiany polityki dywidendowej (podniesiono Div payout do 100%), a inwestorzy widzieli perspektywę wyraźnego spadku poziomu dywidendy w kolejnych dwóch latach. Obecne perspektywy dla dywidendy pozostają wzrostowe. Niskie wskaźniki zadłużenia (dług netto/kapitał własny: 6%) nie zmuszają Spółki do zmiany polityki.

Wycena

Akcje Dom Development wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa jednej akcji równa 103,10 PLN jest o 20% wyższa od wartości rynkowej, w związku z czym rekomendujemy kupno akcji Dom Development.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	50%	114,9
Wycena porównawcza	50%	79,0
cena wynikowa		97,0
cena docelowa za 9 m-cy		103,1

Wycena porównawcza

Do wyceny akcji metodą porównawczą wykorzystaliśmy wskaźnik ceny do kapitałów własnych (**P/BV**), ceny do zysku netto (**P/E**) oraz stopy dywidendy (**DYield**) w horyzoncie **2017-2019**. Do grupy porównawczej wybraliśmy polskie spółki deweloperskie, których głównym obszarem działalności jest rynek mieszkaniowy.

Na wskaźniku P/BV Dom Development jest notowany z dużą ok. 160% premią względem spółek porównywanych oraz z 30% premią na P/E. Jednocześnie Dom Development oferuje w latach 2018-19 średnio o niemal 50% wyższą dywidendę niż grupa porównawcza. Wycena akcji Dom Development metodą porównawczą wynosi **79,0 PLN** i jest o **8% niższa od bieżącego kursu**.

Analiza porównawcza

	Kurs (PLN)	Kapitalizacja (mln PLN)	P/BV			P/E			DYield		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Archicom	15,70	402	0,91	0,85	0,78	7,2	7,3	5,4	6,4%	6,9%	6,8%
Atal	42,50	1 645	2,05	1,99	1,96	9,2	8,6	8,9	4,0%	10,1%	10,6%
i2 Development	18,55	180	1,00	0,94	0,87	16,6	5,1	5,3	10,2%	13,5%	9,9%
J.W. Construction	4,28	380	0,56	0,52	0,48	14,8	7,7	5,6	0,0%	0,0%	0,0%
LC Corp	2,78	1 244	0,84	0,81	0,77	11,5	6,8	5,8	2,5%	9,6%	10,7%
Lokum Deweloper	17,70	319	1,18	1,03	0,89	7,5	6,0	4,9	4,4%	4,4%	5,5%
Polnord	8,40	274	0,38	0,37	0,36	36,2	13,9	11,2	0,0%	0,0%	0,0%
Ronson	1,31	215	0,63	0,63	0,58	21,0	12,1	5,3	14,5%	6,1%	6,9%
Mediana			0,87	0,83	0,77	13,1	7,5	5,5	4,2%	6,5%	6,9%
Dom Development	85,80	2 134	2,13	2,03	2,03	11,2	9,0	9,1	5,9%	8,9%	11,1%
Premia (dyskonto)			143,4%	144,1%	163,3%	-14,8%	19,1%	65,4%	-28,6%	-26,6%	-38,1%

Implikowana wycena

Wycena 1 akcji (PLN)	35,3	35,1	32,6	100,7	72,0	51,9	120,2	116,8	138,6
Waga wskaźnika	11%	11%	11%	11%	11%	11%	0%	17%	17%

Wartość firmy na akcję (PLN) 79,0

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- **Mieszkania rozliczone w wyniku:** 3801 w 2018 r., 3600 w 2019 r., 3768 w 2020 r., 3400 po 2020 r. Średni przychód w przeliczeniu na 1 mieszkanie szacujemy na 470 tys. PLN w latach 2017-2020 r. oraz zakładamy wzrost w tempie 2% w kolejnych latach.
- **Sprzedaż i efektywność sprzedaży:** W 2017 r. prognozujemy stabilizację sprzedaży mieszkań na poziomie 3900-4000 szt. Efektywność sprzedaży (stosunek kwartalnej sprzedaży do oferty) szacujemy na 30% – spadek o 4 p.p. w stosunku do 2017 r.

- **Marża deweloperska:** 26,0% w 2018 r., 26,6% w 2019 r., 26,4% w 2020 r. Stabilizacja na poziomie 25,0% w kolejnych latach.
- **SG&A:** Wzrost kosztów zarządu i sprzedaży o 10% w 2018 r. oraz 3% w kolejnych latach.
- **Zapasy:** Docelowy poziom zapasów w 2022 r. równy 140% przychodów ze sprzedaży.
- **Dywidenda:** Wypłata dywidendy w wysokości 100% zysku za poprzedni rok przez cały okres prognozy.

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027+
Przychody ze sprzedaży	1 737	1 692	1 792	1 617	1 649	1 682	1 716	1 750	1 785	1 821	1 858
zmiana	24%	-3%	6%	-10%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	303	297	315	242	245	248	253	258	263	268	273
marża EBITDA	17,5%	17,5%	17,6%	15,0%	14,9%	14,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Amortyzacja	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
EBIT	296	289	308	235	238	241	246	251	256	261	266
marża EBIT	17,0%	17,1%	17,2%	14,5%	14,4%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Opodatkowanie EBIT	56	55	58	45	45	46	47	48	49	50	51
NOPLAT	240	234	249	190	193	195	199	203	207	211	215

CAPEX	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7	-7
Kapitał obrotowy	-39	-38	-38	-38	-38	-8	-3	-3	-3	-3	-3

FCF	201	196	211	152	155	187	196	200	204	208	212
WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
współczynnik dyskonta	94,1%	86,8%	80,2%	74,2%	68,6%	63,5%	58,8%	54,4%	50,3%	46,6%	
PV FCF	189,3	170,2	169,1	112,9	106,3	118,6	115,2	108,7	102,7	96,9	

WACC	8,4%	8,3%	8,3%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Koszt długu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Premia za ryzyko kredytowe	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	2%	4%	5%	9%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	3 502
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 630
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 290
Wartość firmy (EV)	2 920
Dług netto	64
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wypłacona dywidenda	0
Wartość firmy	2 856
liczba akcji (mln)	24,9
Wartość firmy na akcję (PLN)	114,9
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	6,3%
Cena docelowa (PLN)	122,1
P/BV('18) dla ceny docelowej	2,89
P/E('18) dla ceny docelowej	12,7
Udział TV w EV	56%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC -1,0 p.p.	113,1	117,8	123,1	129,5	137,0
WACC -0,5 p.p.	112,7	117,3	122,6	128,8	136,4
WACC	112,2	116,7	122,1	128,3	135,8
WACC +0,5 p.p.	111,7	116,2	121,5	127,7	135,2
WACC +1,0 p.p.	111,2	115,7	121,0	127,1	134,6

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	904,2	1 153,0	1 404,7	1 737,4	1 692,0	1 792,2	1 617,1
zmiana	15,3%	27,5%	21,8%	23,7%	-2,6%	5,9%	-9,8%
Koszt własny sprzedaży	-700,2	-881,9	-1 018,9	-1 285,6	-1 242,4	-1 319,6	-1 212,8
Zysk brutto na sprzedaży	203,9	271,1	385,7	451,8	449,6	472,6	404,3
marża brutto na sprzedaży	22,6%	23,5%	27,5%	26,0%	26,6%	26,4%	25,0%
Koszty sprzedaży	-45,6	-47,4	-62,8	-67,8	-69,8	-71,9	-74,1
Koszty ogólnego zarządu	-49,1	-59,4	-75,6	-83,9	-86,5	-89,0	-91,7
Pozostała działalność operacyjna netto	-6,8	-7,7	-11,9	-4,0	-3,9	-4,1	-3,7
EBIT	102,5	156,6	235,4	296,1	289,4	307,5	234,7
zmiana	48,5%	52,9%	50,3%	25,8%	-2,3%	6,3%	-23,7%
marża EBIT	11,3%	13,6%	16,8%	17,0%	17,1%	17,2%	14,5%
Wynik na działalności finansowej	-1,8	-0,7	0,8	-1,7	-1,2	-1,5	-2,4
Zysk brutto	100,6	155,9	236,2	294,4	288,2	306,1	232,3
Podatek dochodowy	-19,8	-30,1	-45,4	-55,9	-54,8	-58,2	-44,1
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zysk netto	80,7	125,7	190,7	238,3	233,3	247,8	188,1
zmiana	45,0%	55,7%	51,8%	25,0%	-2,1%	6,2%	-24,1%
marża	8,9%	10,9%	13,6%	13,7%	13,8%	13,8%	11,6%
Amortyzacja	4,4	5,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
EBITDA	106,9	162,1	242,7	303,4	296,7	314,9	242,1
zmiana	47,9%	51,7%	49,8%	25,0%	-2,2%	6,1%	-23,1%
marża EBITDA	11,8%	14,1%	17,3%	17,5%	17,5%	17,6%	15,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	24,8	24,8	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
EPS	3,3	5,1	7,7	9,6	9,4	10,0	7,6
CEPS	3,4	5,3	8,0	9,9	9,7	10,3	7,9
ROAE	9,3%	13,9%	19,7%	23,2%	22,2%	23,5%	18,2%
ROAA	4,8%	6,7%	8,7%	9,8%	9,2%	9,3%	7,0%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
AKTYWA	1 753,0	1 977,3	2 390,4	2 466,3	2 630,2	2 671,8	2 739,4
Majątek trwały	18,7	20,5	30,8	30,8	30,8	30,8	30,8
Rzeczowe aktywa trwałe	7,0	7,6	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
WNiP	3,5	3,9	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tyt. odroczonego podatku dochodowego	0,0	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Pozostałe	8,2	9,0	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Majątek obrotowy	1 734,2	1 956,8	2 359,6	2 435,5	2 599,4	2 641,0	2 708,6
Zapasy	1 478,7	1 507,6	1 989,1	2 053,1	2 117,1	2 181,2	2 245,2
Należności	27,5	9,3	35,4	36,5	37,6	38,7	39,9
Pozostałe aktywa obrotowe	2,7	2,8	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	225,4	437,1	331,2	342,0	440,8	417,1	419,6
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
PASYWA	1 753,0	1 977,3	2 390,4	2 466,3	2 630,2	2 671,8	2 739,4
Kapitał własny	883,6	929,5	1 002,3	1 051,6	1 048,7	1 063,1	1 003,4
Kapitał mniejszości	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
Zobowiązania długoterminowe	432,1	325,3	410,7	410,7	550,7	550,7	650,7
Pożyczki i kredyty, obligacje	370,0	260,0	295,0	295,0	435,0	435,0	535,0
Rezerwy i inne	62,1	65,3	115,7	115,7	115,7	115,7	115,7
Zobowiązania krótkoterminowe	437,4	722,5	977,4	1 003,9	1 030,6	1 057,6	1 084,8
Pożyczki i kredyty, obligacje	0,0	120,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Zobowiązania wobec dostawców	193,9	222,6	272,8	281,0	289,4	298,1	307,1
Przychody przyszłych okresów	235,0	349,1	568,3	586,6	604,9	623,2	641,5
Inne	8,4	30,8	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Dług	370,0	380,0	395,0	395,0	535,0	535,0	635,0
Dług netto	144,6	-57,1	63,8	53,0	94,2	117,9	215,4
(Dług netto / Kapitał własny)	16,4%	-6,1%	6,4%	5,0%	9,0%	11,1%	21,5%
(Dług netto / EBITDA)	-	-	-	-	-	-	-
BVPS	35,7	37,5	40,3	42,3	42,2	42,7	40,3

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	-40,0	265,2	198,1	208,9	203,6	218,5	160,0
Zysk brutto	100,6	155,9	236,2	294,4	288,2	306,1	232,3
Amortyzacja	4,4	5,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Kapitał obrotowy	-138,7	106,3	-9,5	-38,6	-38,4	-38,2	-38,0
Pozostałe	-6,3	-2,5	-35,9	-54,2	-53,6	-56,7	-41,7
Przepływy inwestycyjne	23,1	-6,0	-212,9	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3
CAPEX	-5,9	-6,0	-6,9	-7,3	-7,3	-7,3	-7,3
Inwestycje kapitałowe	29,0	0,0	-206,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-79,7	-66,6	-119,9	-190,7	-97,4	-234,8	-150,2
Emisja akcji	0,0	4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-24,0	10,0	6,0	0,0	140,0	0,0	100,0
Dywidenda	-55,7	-80,5	-125,6	-189,0	-236,3	-233,3	-247,8
Pozostałe	0,0	0,0	-0,3	-1,7	-1,2	-1,5	-2,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-96,7	192,7	-134,7	10,8	98,8	-23,6	2,4
Środki pieniężne na koniec okresu	221,6	414,3	279,7	290,5	389,3	365,6	368,0
DPS (PLN)	2,25	3,25	5,05	7,60	9,50	9,38	9,96
FCF	-57,2	232,7	181,6	201,2	196,0	210,9	152,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
P/E	26,3	16,9	11,2	9,0	9,1	8,6	11,3
P/CE	25,0	16,2	10,8	8,7	8,9	8,4	10,9
P/BV	2,41	2,29	2,13	2,03	2,03	2,01	2,13
P/S	2,4	1,8	1,5	1,2	1,3	1,2	1,3
FCF/EV	-2,5%	11,2%	8,3%	9,2%	8,8%	9,4%	6,5%
EV/EBITDA	21,2	12,8	9,1	7,2	7,5	7,2	9,7
EV/EBIT	22,2	13,2	9,3	7,4	7,7	7,3	10,0
EV/S	2,5	1,8	1,6	1,3	1,3	1,3	1,5
DYield	2,6%	3,8%	5,9%	8,9%	11,1%	10,9%	11,6%
Cena (PLN)	85,8						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	24,8	24,8	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
MC (mln PLN)	2 125,4	2 126,3	2 133,7	2 133,7	2 133,7	2 133,7	2 133,7
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5
EV (mln PLN)	2 269,8	2 069,2	2 197,6	2 186,9	2 228,2	2 252,0	2 349,7

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

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

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane 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 od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 marca 2018 o godzinie 8:38.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 marca 2018 o godzinie 8:38.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank 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 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Dom Development wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	82,00	82,25	76,10	70,20

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl