

piątek, 23 listopada 2018 | aktualizacja raportu

CD Projekt: kupuj (podwyższona)

CDR PW; CDR.WA | IT, Polska

Sukces RDR2 pokazuje potencjał sprzedażowy C2077

Od momentu wydania naszej rekomendacji cena CD Projekt spadła o 12%, natomiast średnia spadków cen akcji dla największych producentów z branży gier wyniosła 22%. Wyniki Spółki w 3Q'18 zgodnie z oczekiwaniami uległy istotnemu pogorszeniu r/r. Negatywną informacją była niższa od oczekiwań Zarządu monetyzacja Gwinta oraz sprzedaż gry Wojna Krwi: Wiedźmińskie Opowieści. Biorąc powyższe pod uwagę obniżyliśmy nasze oczekiwania dla Gwinta na lata 2018-20 o średnio 50%. Jednocześnie pod koniec X'18 premierę miała gra Red Dead Redemption 2, której sukces sprzedażowy wskazuje na wysoki potencjał Cyberpunk 2077 (C2077) i skłania nas do podwyższenia naszych szacunków sprzedaży gry z 14,6 mln sztuk do 17,9 mln sztuk w pierwszym roku oraz do podwyższenia naszego założenia udziału sprzedaży w pierwszej cenie. Wysokie zainteresowanie C2077 potwierdza otrzymanie prestiżowej nagrody Golden Joystick Award 2018 dla tej produkcji za najbardziej oczekiwany tytuł przez graczy. Uważamy, że kontynuacja kampanii marketingowej w 2019 roku może pozytywnie wpływać na notowania CDR. Korygujemy nasze szacunki EBITDA dla lat 2018/19/20 o odpowiednio -33%/-69%/+72%, ze względu na zmianę zakładanej sprzedaży gier Gwint oraz C2077. Uwzględniając powyższe, podwyższamy naszą rekomendację do kupuj z ceną docelową 170,40 PLN.

Bardzo dobre dane sprzedażowe RDR2

Red Dead Redemption 2 odnotowało sprzedaż do klientów zewnętrznych na poziomie 725 mln USD w ciągu 3 dni od premiery (około 12 mln sztuk przy założeniu 60 USD/szt.). Sprzedaż produkcji była prowadzona wyłącznie na konsole PS4 oraz XOne. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Superdata, sprzedaż w cyfrowym kanale sprzedaży wyniosła 4 mln sztuk w mniej niż tydzień od premiery, z czego 67% przypadało na PS4. Duże zainteresowanie graczami C2077 (zbliżone do RDR2), większa ilość platform w C2077 vs. RDR 2 o PC, potencjalnie wyższy udział sprzedaży cyfrowej (wyższy na PC niż na konsolach) oraz większa baza konsol w momencie premiery, powinny wspierać wolumen sprzedaży C2077.

Obniżenie szacunków dla Gwinta

Wraz z publikacją wyników za 3Q'18, Spółka poinformowała, że sprzedaż gry Wojna Krwi jest poniżej oczekiwań Zarządu. Początkowo produkcja sprzedawana była wyłącznie przez platformę GOG.com, która ma znacznie niższą bazę klientów niż Steam (gra jest dostępna na tej platformie od 9 listopada). Zarząd poinformował podczas telekonferencji o braku istotnego odbicia przychodów w grze Gwint po oficjalnej premierze oraz po wprowadzeniu zapowiadanych zmian w ramach Gwint Homecoming.

Korekta w sektorze producentów gier

Od początku X'18 cena CDR spadła o 27% vs. -29% dla największych spółek z sektora (Activision, Capcom, Take Two, Ubisoft oraz EA). Uwzględniając dobre perspektywy dla sektora oraz coraz lepsze wyniki sprzedażowe kolejnych produkcji, uważamy że korekta ma charakter krótkoterminowy. Na wskaźniku EV/EBITDA 12m Blended Forward, CDR jest wyceniany z 10,1% dyskontem vs. spółki porównywalne, a wartość wskaźnika jest w okolicach -1 odchylenia standardowego względem 5-letniej średniej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	583,9	463,2	387,7	328,6	2 317,6
EBITDA	307,9	245,8	143,5	57,6	1 595,5
marża EBITDA	52,7%	53,1%	37,0%	17,5%	68,8%
EBIT	303,6	240,9	138,7	52,3	1 589,7
Zysk netto	250,5	200,3	115,1	41,7	1 297,1
P/E	52,8	66,1	115,0	317,4	10,2
P/CE	52,0	64,5	110,4	281,7	10,2
P/BV	17,0	15,0	13,1	12,6	5,6
EV/EBITDA	41,0	51,2	87,9	220,5	7,1
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	139,00 PLN
Cena docelowa	170,40 PLN
Kapitalizacja	13 235 mln PLN
Free float	9 917 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	125,9 mln PLN

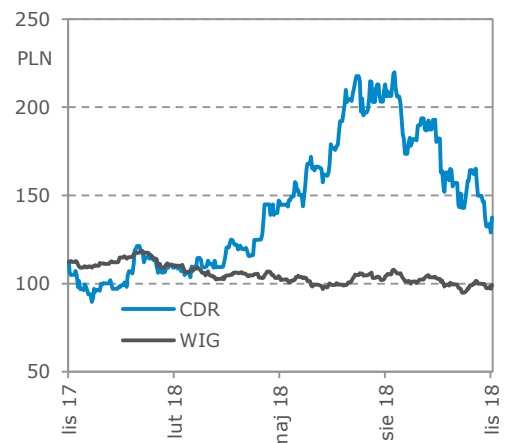
Struktura akcjonariatu

Marcin Iwiński	12,64%
Michał Kiciński	10,91%
Piotr Nielubowicz	6,38%
Nationale-Nederlanden PTE	5,20%
Pozostali	64,87%

Profil spółki

Działalność opierająca się na produkcji gier ma charakter projektowy, gdzie sukces każdej z produkcji jest determinowany przez kompetencje studia deweloperskiego, jego rozpoznawalność, jakość gry, nakłady na produkcję oraz przyjętą strategię marketingową. Podmioty, które wydają gry będące kontynuacją znanej serii obarczone są mniejszym ryzykiem inwestycyjnym.

Kurs akcji CDR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CD Projekt	170,40	136,60	kupuj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CD Projekt	139,00	170,40	+22,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-18,0%	-30,3%	+48,0%
EBITDA	-32,9%	-68,9%	+71,5%
zysk netto	-35,8%	-74,5%	+57,7%

Analityk:

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

Zmiana założeń vs. poprzedni raport

Niższa od oczekiwań Zarządu sprzedaż gry Wojna Krwi oraz brak istotnej poprawy monetyzacji gry Gwint, skłaniają nas do obniżenia szacunków przychodów dla tych produkcji o -47%/-63%/-41% odpowiednio dla lat 2018-20. **Biorąc pod uwagę bardzo dobre wyniki sprzedażowe gry Red Dead Redemption 2 (RDR2), która została wydana tylko na dwie platformy oraz utrzymujące się bardzo wysokie zainteresowanie graczy grą Cyberpunk 2077 (C2077), podnosimy nasze założenie dotyczące sprzedaży kolejnej produkcji CDR w pierwszym roku z 14,6 mln sztuk do 17,9 mln sztuk, co wraz ze zwiększeniem założenia dotyczącego sprzedaży w pierwszych cenach przekłada się na wzrost EBITDA o 72% vs. nasze poprzednie szacunki.** Biorąc pod uwagę niższą prognozę dla 2018 roku ze względu na obniżenie założeń sprzedaży produktów związanych z Gwintem, Spółka zrealizowała odpowiednio 58%/59% naszej nowej prognozy na poziomie EBITDA/zysku netto po 9M'18. Nie wprowadzaliśmy zmian szacunków dotyczących wolumenów sprzedaży kolejnych produkcji studia.

Zmiana szacunków vs. poprzedni raport

(mln PLN)	2019P			2020P		
	stara	nowa	zm.	stara	nowa	zm.
Przychody	472	329	-30%	1 566	2 318	48%
EBITDA	185	58	-69%	930	1 596	72%
marża	39%	18%	-21,7p.p.	59%	69%	9,5p.p.
EBIT	179	52	-71%	924	1 590	72%
Zysk brutto	202	53	-74%	1 015	1 663	64%
Zysk netto	164	42	-75%	822	1 297	58%

Źródło: CD Projekt, Dom Maklerski mBanku

Wyniki za 3Q'18

Coraz dłuższy okres od premiery gry Wiedźmin 3: Dzikie Gon oraz brak istotnej kontrybucji gry Gwint, przełożyło się na 21% r/r spadku sprzedaży w 3Q'18. Powyższe wraz z podwyższonymi kosztami związanymi z marketingiem C2077, Gwinta oraz gry Wojna Krwi wpłynęło na obniżenie EBIT o 57% r/r.

Wyniki kwartalne CDR

(PLN mln)	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	zmiana
Sprzedaż	84,7	123,6	75,4	93,0	67,2	-20,7%
CD RED	58,0	87,5	51,9	56,6	40,9	-29,5%
GOG.com	33,0	40,4	25,8	38,8	28,1	-14,8%
ZBNS	44,2	56,0	29,1	34,6	19,3	-56,3%
marża	52,2%	45,3%	38,6%	37,2%	28,8%	-23,4p.p.
EBIT	43,0	54,7	27,9	33,4	18,3	-57,4%
CD RED	40,9	52,6	28,4	33,4	19,1	-53,2%
GOG.com	2,1	2,1	-0,5	0,0	-0,8	-140,3%
Zysk brutto	44,4	56,7	29,2	37,4	20,1	-54,7%
Zysk netto	35,7	45,9	22,9	29,5	15,5	-56,7%

Źródło: CD Projekt, Dom Maklerski mBanku

W 3Q'18 pozycja bilansowa Spółki nakłady na prace rozwojowe wzrosła o 31,6 mln PLN względem końca 2Q'18, co było rekordowym historycznie poziomem. **W naszych prognozach uwzględniamy podwyższony poziom nakładów na prace rozwojowe.**

Oczekujemy, że premiera gry Wojna Krwi w 4Q'18 powinna pozwolić Spółce na odwrócenie negatywnej dynamiki sprzedaży r/r (zakładamy wzrost o 23% r/r do 152 mln PLN) oraz na wzrost wyniku na poziomie EBIT r/r (zakładane +8% r/r).

Szacunkowa sprzedaż oraz przychody ze sprzedaży produkcji CD Projekt w latach 2017-25P

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Szacowana sprzedaż produkcji (mln sztuk)									
Wiedźmin 3 + dodatki	4,1	2,2	1,9	1,6	1,4	1,4	1,2	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 + dodatki				17,9	6,2	4,5	3,4	2,3	2,2
Cyberpunk Online					12,0	6,0	5,0	4,0	3,0
Gra z uniwersum Wiedźmina							16,0	9,0	4,0
Kolejna gra AAA									16,0
Przychody ze sprzedaży (mln PLN)									
Wiedźmin 3 + dodatki	287,6	184,0	111,9	104,3	89,8	89,1	75,0	0,0	0,0
Gwint + dodatki	42,6	70,1	73,3	77,0	67,2	67,7	68,2	68,8	69,3
Cyberpunk 2077 + dodatki				1928,2	460,5	314,3	206,0	158,2	125,8
Cyberpunk Online					1 313,2	575,7	423,3	302,9	207,4
Gra z uniwersum Wiedźmina							1 847,6	863,5	338,7
Kolejna gra AAA									1 817,6

Źródło: CD Projekt, Dom Maklerski mBanku; *po początkowym okresie sprzedaży zakładamy, że dodatki zasilają wyniki sprzedażowe podstawowej wersji gry

CD Projekt z wyższym FCF Yield 2020/21 względem spółek porównywalnych

Szacowane przez nas wyniki CDR dla lat 2020/21 powinny przełożyć się na FCF na poziomie odpowiednio 1035/1311 mln PLN. **Są to wartości wyższe niż FCF wypracowany przez Spółkę w roku 2015 (rok premiery W3) o odpowiednio 3,1x oraz 3,5x. Uwzględniając nasze szacunki, średnia wartość FCF Yield w latach 2020/21 oraz wartość wskaźnika dla poszczególnych lat są powyżej rezultatów osiągniętych przez podmioty z grupy porównawczej.**

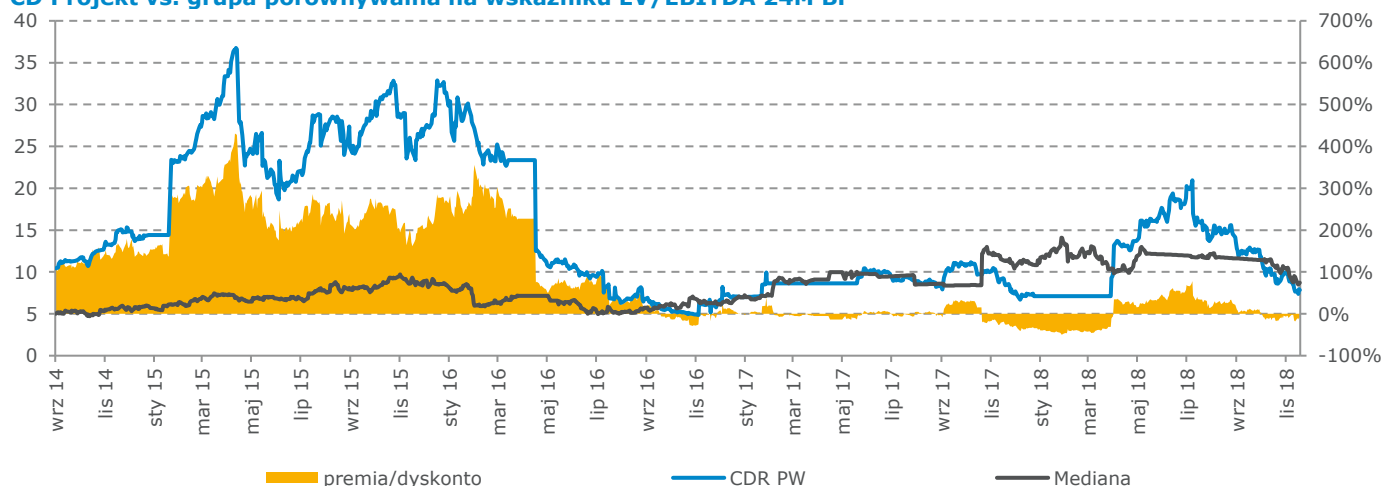
FCF Yield dla CD Projekt oraz grupy porównawczej w latach 2019-21P

	2019P	2020P	2021P
Activision Blizzard	5,80%	6,89%	9,22%
Electronic Arts	5,71%	6,33%	7,02%
Take Two	5,74%	4,32%	6,31%
Ubisoft	4,48%	4,97%	6,11%
Mediana	5,72%	5,65%	6,67%
CD Projekt*	0,28%	7,64%	7,26%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku; *szacunki DM mBank

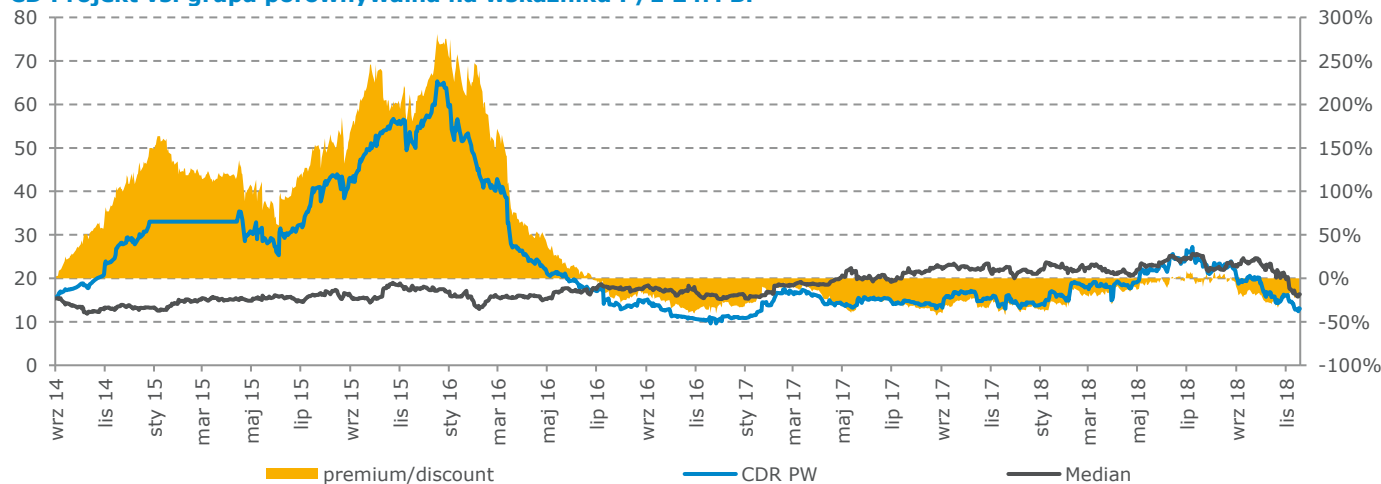
Przeprowadzona analiza CD Projekt oraz spółek porównywalnych (Activision Blizzard, Capcom, Take Two, Ubisoft, Electronic Arts) wykazała, że **Spółka jest notowana z 20% dyskontem w stosunku do mediany wskaźnika P/E 24M BF (wskaźnik uwzględniający prognozę na przyszłe 24 miesiące liczony w danym dniu) oraz z 10,1% dyskontem w stosunku do wskaźnika EV/EBITDA 24M BF.** Naszym zdaniem bardziej istotnym wskaźnikiem w przypadku CD Projekt jest EV/EBITDA 24M BF, ponieważ uwzględnia on silną kondycję finansową spółki, w której nakłady ponoszone na produkcję gier są pokrywane z własnych środków.

CD Projekt vs. grupa porównywalna na wskaźniku EV/EBITDA 24M BF



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

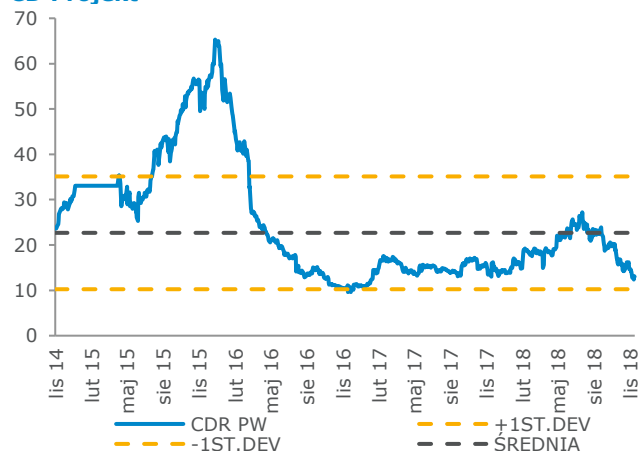
CD Projekt vs. grupa porównywalna na wskaźniku P/E 24M BF



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wskaźnik P/E 24M Blended forward

CD Projekt



Ubisoft



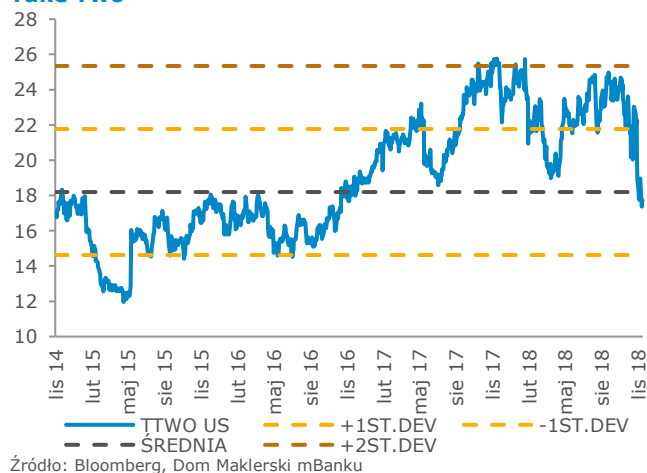
Activision Blizzard



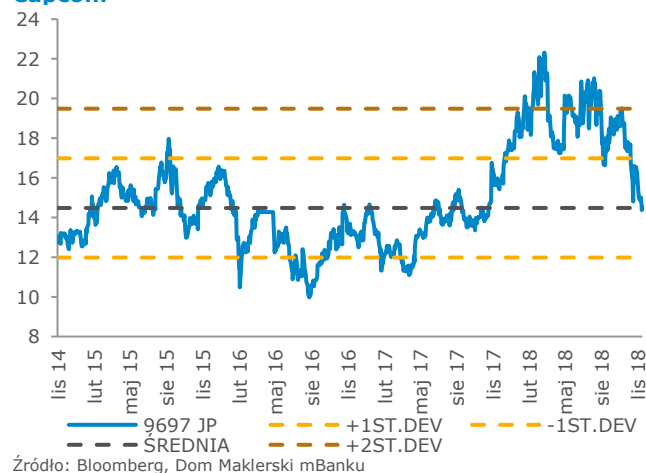
Electronic Arts



Take Two



Capcom



Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki przychodów dla lat 2018-20P różnią się istotnie od oczekiwań rynkowych. **W 2018 roku nasze szacunki są poniżej oczekiwań rynkowych ze względu na bardziej konserwatywne założenie dotyczące sprzedaży gry Wojna Krwi. Wysoka różnica względem oczekiwań rynkowych w 2019 roku wynika z braku**

założenia premiery Cyberpunk 2077 w roku 2019 oraz przeniesienia premiery na rok 2020. W roku 2020 wyższe oczekiwania wynikają z uwzględnienia w konsensusie części prognoz zakładających premierę C2077 w 2019 roku.

Oczekiwania Domu Maklerskiego mBanku w porównaniu z konsensusem

(mln PLN)	2018P			2019P			2020P		
	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica	mDM	konsensus	różnica
Przychody	387,7	442,8	-12%	328,6	1 253,0	-74%	2 317,6	1 835,1	+26%
EBIT	138,7	163,7	-15%	52,3	684,0	-92%	1 589,7	1 196,4	+33%
EBITDA	143,5	183,2	-22%	57,6	799,4	-93%	1 595,5	1 487,7	+7%
Zysk netto	115,1	146,7	-22%	41,7	561,5	-93%	1 297,1	989,3	+31%

Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

Wycena

Wartość spółki CD Projekt szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 175,60 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 144,80 PLN/akcję. W związku z powyższym naszą 9-miesięczną cenę docelową wyznaczamy na 170,40 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	144,80
Wycena DCF	50%	175,60
cena wynikowa		160,20
cena docelowa za 9 m-cy		170,40

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień 23.11.2018. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2017 roku.
- Zakładamy średnie wydatki inwestycyjne na poziomie 11 mln PLN w okresie prognozy.
- Do liczenia wartości rezydualnej przyjęliśmy średnie wolne przepływy pieniężne z lat 2018P-27P na poziomie 861 mln PLN.

- Do obliczeń podatku przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 19% w okresie prognozy.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5% (rentowność 10-letnich obligacji w Polsce).
- Po roku 2025 zakładamy wzrost FCF na poziomie 4,0%.
- Przyjmujemy wartość beta na poziomie 1,0x w okresie prognozy.

Wyniki poszczególnych segmentów

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Segment produkcji gier									
Przychody	697,0	475,8	330,3	259,3	190,7	2 172,8	1 988,6	1 078,2	2 698,7
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-148,6	-48,6	-13,7	-26,7	-25,3	-398,1	-177,0	-109,8	-244,7
Zysk brutto na sprzedaży	548,4	427,2	316,6	232,6	165,5	1 774,7	1 811,6	968,4	2 454,0
Koszty sprzedaży	-40,1	-83,0	-70,0	-64,2	-79,8	-147,2	-144,2	-119,4	-170,6
G&A	-21,4	-17,0	-26,5	-29,1	-34,5	-41,0	-48,7	-57,8	-68,6
PPO/PKO	-40,5	-3,0	2,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	446,4	324,3	222,5	139,0	51,2	1 586,4	1 618,7	791,2	2 214,8
GOG.com									
Przychody	115,8	133,5	169,6	134,9	137,9	144,8	140,0	147,0	154,3
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-76,1	-88,9	-107,3	-93,1	-94,9	-99,7	-96,4	-101,2	-106,2
Zysk brutto na sprzedaży	39,7	44,6	62,3	41,8	43,0	45,1	43,6	45,8	48,1
Koszty sprzedaży	-21,2	-34,1	-38,3	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1
G&A	-5,2	-3,8	-5,9	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7	-5,7
PPO/PKO	0,1	-0,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	13,4	6,4	18,4	-0,3	1,1	3,3	1,8	4,0	6,3
Inne/Eliminacje									
Przychody	-14,8	-25,4	-36,7	-6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	14,1	23,6	38,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto na sprzedaży	-0,7	-1,9	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty sprzedaży	-0,8	-24,7	-2,3	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
G&A	-34,2	-0,6	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PPO/PKO	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-35,6	-27,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Model DCF

(mln PLN)	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023	2024	2025	2026	2027	2027P+
Przychody ze sprzedaży	388	329	2 318	2 129	1 225	2 853	1 597	2 806	1 304	997	
zmiana	-16,3%	-15,2%	605,2%	-8,2%	-42,4%	132,9%	-44,0%	75,7%	-53,5%	-23,6%	
EBITDA	144	58	1 596	1 627	801	2 227	1 074	2 109	728	528	
marża EBITDA	37,0%	17,5%	68,8%	76,4%	65,4%	78,1%	67,2%	75,2%	55,8%	53,0%	
Amortyzacja	4,8	5,3	5,8	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	6,7	
EBIT	139	52	1 590	1 621	795	2 221	1 067	2 103	721	522	
marża EBIT	35,8%	15,9%	68,6%	76,1%	64,9%	77,8%	66,8%	74,9%	55,3%	52,3%	
Opodatkowanie EBIT	26,4	9,9	302,0	307,9	151,1	422,0	202,8	399,5	137,0	99,1	
NOPLAT	112	42	1 288	1 313	644	1 799	864	1 703	584	422	

CAPEX	-20,5	-9,1	-10,0	-11,0	-12,1	-13,3	-14,6	-6,4	-6,5	-6,7	
Kapitał obrotowy	-8,9	2,5	-83,4	7,9	37,9	-68,2	52,6	-50,7	62,9	12,9	

FCF	87,8	41,0	1 200,1	1 315,6	676,0	1 723,8	908,8	1 652,7	647,2	435,4	868,8
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	99,2%	91,4%	84,2%	77,6%	71,5%	65,9%	60,8%	56,0%	51,6%	47,6%	
PV FCF	87,0	37,5	1 010,8	1 021,3	483,7	1 136,7	552,3	925,7	334,1	207,2	

WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Efektywna stopa podatkowa	21,4%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	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%	
Beta	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	4,00%
Wartość rezydualna (TV)	19 307
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	10 815
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	5 255
Wartość firmy (EV)	16 070
Dług netto	-647
Udziałowcy mniejszościowi	0
Wartość firmy	16 717
Liczba akcji (mln)	95,2
Wartość firmy na akcje (PLN)	175,6
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	186,8
EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	10,5
P/E('20) dla ceny docelowej	13,7
Udział TV w EV	67%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF po okresie prognozy				
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
WACC -1,0 p.p.	178,8	189,7	203,1	219,7	241,2
WACC -0,5 p.p.	169,3	179,5	192,0	207,6	227,7
WACC	164,8	174,7	186,8	201,9	221,3
WACC +0,5 p.p.	160,5	170,0	181,7	196,3	215,1
WACC +1,0 p.p.	152,2	161,2	172,1	185,8	203,4

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych CD Projekt porównujemy do grupy największych zagranicznych producentów gier komputerowych. Wycenę wskaźnikową przeprowadziliśmy dla wskaźników 24m blended forward P/E oraz EV/EBITDA. Wykorzystanie wskaźnika 24 BF uwzględniającego szacunki wyników spółek na kolejne 24 miesiące pozwala na ujęcie oczekiwanych rezultatów z przyszłych produkcji wydawanych przez spółki porównywalne (każda z uwzględnionych spółek wydaje przynajmniej jedną grę w ciągu dwóch lat). Do grupy porównywalnej zakwalifikowaliśmy pięć spółek.

Activision Blizzard jest twórcą Warcraft, World of Warcraft, Hearthstone, Starcraft, Diablo, Overwatch. Capcom stworzył Resident Evil, Dino Crisis, Street Fighter. Take Two jest twórcą GTA, Bioshock, Max Payne, Civilization oraz Red Dead Redemption. Ubisoft wyprodukował Assassin's Creed, Far Cry, Prince of Persia, Tom Clancy's Ghost Recon. Electronic Arts jest twórcą Battlefield, Titanfall, Dragon Age: Inkwizycja oraz właścicielem platformy dystrybucyjnej Origin. Do wyliczenia wartości CD Projekt uwzględniliśmy średni prognozowany zysk netto oraz EBITDA za lata 2019-21P. Ustaliliśmy wagę wskaźnika EV/EBITDA oraz P/E na 50%. Na podstawie wyceny porównawczej wyznaczamy cenę na 144,80 PLN/akcję.

Analiza porównawcza

	cena		P/E 24m blended forward	EV/EBITDA 24m blended forward	Średnie wartości dla CDR w latach 2019-21P		
					Zysk netto	EBITDA	Dług netto
ACTIVISION BLIZZARD	75,3	USD	19,2	11,3	936,0	1064,7	-1205,5
CAPCOM	2621	JPY	15,0	7,3			
TAKE TWO INTERACTIVE	127,3	USD	19,0	8,4			
UBISOFT ENTERTAINMENT	86,5	EUR	18,2	4,6			
ELECTRONIC ARTS	105,6	USD	19,4	10,5			
Mediana			19,0	8,4			
Implikowana wycena CDR			180,5	109,0			
Waga wskaźnika			50%	50%			
Wartość CDR na akcję (PLN)			144,80				

Rachunek wyników

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	798,0	583,9	463,2	387,7	328,6	2 317,6	2 128,6	1 225,2	2 853,1
zmiana	729,6%	-26,8%	-20,7%	-16,3%	-15,2%	605,2%	-8,2%	-42,4%	132,9%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	-210,6	-114,0	-82,2	-115,5	-120,2	-497,8	-273,4	-211,0	-350,9
Zysk brutto na sprzedaży	587,4	469,9	381,0	272,2	208,4	1 819,8	1 855,2	1 014,2	2 502,1
marża brutto na sprzedaży	73,6%	80,5%	82,3%	70,2%	63,4%	78,5%	87,2%	82,8%	87,7%
Koszty sprzedaży	-62,1	-141,8	-110,7	-98,4	-115,9	-183,4	-180,3	-155,5	-206,8
Koszty ogólnego zarządu	-60,8	-21,3	-32,2	-34,6	-40,2	-46,7	-54,4	-63,5	-74,3
Poz. przychody/koszty operacyjne	-40,3	-3,2	2,8	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	424,2	303,6	240,9	138,7	52,3	1 589,7	1 620,5	795,2	2 221,0
zmiana	68,0x	-28,4%	-20,6%	-42,4%	-62,3%	29,4x	1,9%	-50,9%	179,3%
marża EBIT	53,2%	52,0%	52,0%	35,8%	15,9%	68,6%	76,1%	64,9%	77,8%
Wynik na działalności finansowej	-2,6	8,3	6,5	8,4	1,1	73,3	144,5	239,1	302,1
Zysk brutto	421,6	311,9	247,4	147,1	53,3	1 663,0	1 765,0	1 034,3	2 523,1
Zysk/strata z działalności zaniechanej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy	-79,2	-61,4	-47,1	-32,0	-11,6	-365,9	-388,5	-227,4	-555,1
Udziałowcy mniejszościowi	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	342,5	250,5	200,3	115,1	41,7	1 297,1	1 376,5	806,9	1 968,1
zmiana	64,7x	-26,9%	-20,1%	-42,5%	-63,8%	30,1x	6,1%	-41,4%	143,9%
marża	42,9%	42,9%	43,2%	29,7%	12,7%	56,0%	64,7%	65,9%	69,0%
Amortyzacja	5,1	4,2	4,9	4,8	5,3	5,8	6,0	6,1	6,2
EBITDA	429,3	307,9	245,8	143,5	57,6	1 595,5	1 626,6	801,3	2 227,3
zmiana	4510%	-28,3%	-20,1%	-41,6%	-59,9%	2671%	1,9%	-50,7%	178,0%
marża EBITDA	53,8%	52,7%	53,1%	37,0%	17,5%	68,8%	76,4%	65,4%	78,1%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	95,0	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2
EPS	3,6	2,6	2,1	1,2	0,4	13,6	14,5	8,5	20,7
ROA	75,4%	32,7%	21,6%	11,3%	3,8%	72,0%	43,7%	19,7%	36,8%
ROE	100,5%	38,8%	24,1%	12,2%	4,0%	76,4%	45,9%	20,3%	37,8%

Bilans

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
AKTYWA	659,2	875,0	981,5	1 062,2	1 104,7	2 498,3	3 804,4	4 405,1	6 291,4
Majątek trwały	138,0	170,6	255,5	371,4	491,7	307,6	352,8	452,7	475,8
Rzeczowe aktywa trwałe	9,4	14,4	18,8	20,6	24,4	28,6	33,5	39,5	46,5
Wartość firmy	47,9	47,1	46,9	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
Nakłady na prace rozwojowe	33,6	62,0	142,5	240,4	357,0	168,6	208,9	302,9	318,9
Wartości niematerialne i prawne	46,4	46,4	46,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Rozliczenia międzyokresowe	0,5	0,2	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Pozostałe	0,2	0,5	0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Majątek obrotowy	521,2	704,3	726,0	690,8	613,0	2 190,7	3 451,6	3 952,4	5 815,6
Zapasy	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Należności	87,7	71,6	46,3	36,3	30,7	216,7	199,1	114,6	266,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	393,6	597,2	647,5	614,9	542,6	1 934,3	3 212,9	3 798,2	5 509,1
Pozostałe	39,2	35,2	31,9	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3	39,3

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
PASYWA	659,2	875,0	981,5	1 062,2	1 104,7	2 498,3	3 804,4	4 405,1	6 291,4
Kapitał własny	513,7	776,9	882,9	1 007,5	1 053,1	2 344,0	3 659,9	4 307,2	6 109,5
Udziały mniejszościowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Zobowiązania długoterminowe	3,6	8,3	4,1	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	3,6	8,3	4,1	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8

Zobowiązania krótkoterminowe	141,9	89,7	94,5	43,8	40,8	143,4	133,7	87,0	171,0
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	22,6	28,0	37,4	20,0	17,0	119,6	109,8	63,2	147,2
Pozostałe	119,3	61,8	57,1	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8

Dług	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-393,6	-597,2	-647,5	-614,9	-542,6	-1 934,3	-3 212,9	-3 798,2	-5 509,1
(Dług netto / kapitał własny)	-76,6%	-76,9%	-73,3%	-61,0%	-51,5%	-82,5%	-87,8%	-88,2%	-90,2%
(Dług netto / EBITDA)	-0,9	-1,9	-2,6	-4,3	-9,4	-1,2	-2,0	-4,7	-2,5

BVPS	5,4	8,2	9,3	10,6	11,1	24,6	38,4	45,2	64,2
------	-----	-----	-----	------	------	------	------	------	------

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	371,7	259,5	231,7	102,2	68,4	1 484,2	1 367,9	691,8	1 774,0
Zysk przed opodatkowaniem	342,5	250,5	200,3	115,1	41,7	1 297,1	1 376,5	806,9	1 968,1
Amortyzacja	5,1	4,2	4,9	4,8	5,3	5,8	6,0	6,1	6,2
Kapitał obrotowy	20,1	-21,8	32,8	-38,5	2,5	-83,4	7,9	37,9	-68,2
Pozostałe	3,9	26,5	-6,3	20,8	18,9	264,7	-22,5	-159,1	-132,1
Przepływy inwestycyjne	-12,4	-60,4	1 001,4	971,6	-145,7	-159,6	-173,2	-186,0	-199,4
CAPEX	-15,1	-12,0	-13,4	-20,5	-9,1	-10,0	-11,0	-12,1	-13,3
Nakłady na prace rozwojowe	0,0	-55,6	-76,6	-111,5	-136,6	-149,6	-162,3	-174,0	-186,1
Pozostałe	2,7	7,2	1 091,4	1 103,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-0,4	4,5	-101,8	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty i pożyczki	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	-101,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	4,5	-0,6	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków na koniec okresu	358,9	203,6	1 131,3	1 073,2	-77,3	1 324,6	1 194,7	505,7	1 574,6
Środki pieniężne na koniec okresu	393,6	217,4	-136,6	-142,0	-214,4	1 177,4	2 456,0	3 041,2	4 752,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	369,9	227,6	221,1	87,8	41,0	1 200,1	1 315,6	676,0	1 723,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,9%	2,1%	2,9%	5,3%	2,8%	0,4%	0,5%	1,0%	0,5%

Wskaźniki rynkowe

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
P/E	38,5	52,8	66,1	115,0	317,4	10,2	9,6	16,4	6,7
P/CE	38,0	52,0	64,5	110,4	281,7	10,2	9,6	16,3	6,7
P/BV	25,7	17,0	15,0	13,1	12,6	5,6	3,6	3,1	2,2
P/S	16,5	22,7	28,6	34,1	40,3	5,7	6,2	10,8	4,6
FCF/EV	2,9%	1,8%	1,8%	0,7%	0,3%	10,6%	13,1%	7,2%	22,3%
EV/EBITDA	29,8	41,0	51,2	87,9	220,5	7,1	6,2	11,8	3,5
EV/EBIT	30,2	41,6	52,2	91,0	242,7	7,1	6,2	11,9	3,5
EV/S	16,0	21,6	27,2	32,5	38,6	4,9	4,7	7,7	2,7
DYield	0,0%	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	139,00	139,00	139,00	139,00	139,00	139,00	139,00	139,00	139,00
Liczba akcji na koniec roku (mln)	95,0	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2	95,2
MC (mln PLN)	13 198	13 235	13 235	13 235	13 235	13 235	13 235	13 235	13 235
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV (mln PLN)	12 804	12 637	12 587	12 620	12 692	11 300	10 022	9 436	7 725

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 rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 listopada 2018 o godzinie 08:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 listopada 2018 o godzinie 08:35.

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.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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 CD Projekt wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	redukuje	sprzedaż	sprzedaż
data wydania	2018-10-16	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	136,60	90,80	90,00
kurs z dnia rekomendacji	158,60	114,90	115,00

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczcz@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

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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 86
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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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