

piątek, 13 lipca 2018 | komentarz specjalny

Grupa TIM – Wzrost sprzedaży i rentowności logistyki

Cena bieżąca: 7,20 PLN

TIM PW; TIMP.WA | Handel, Logistyka, Polska

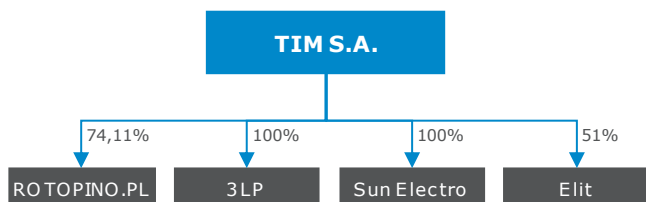
Opracowanie: Piotr Poniąkowski +48 22 438 24 09, Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Grupa TIM to dynamicznie rozwijający się lider (ok. 7% udział) dystrybucji artykułów elektrotechnicznych w Polsce o zasięgu ogólnokrajowym. Spółka w 2013 roku jako jedna z pierwszych zdecydowanie postawiła na sprzedaż za pośrednictwem kanału internetowego, a obecnie udział obrotów w tym kanale sięga 70%. W 2018 roku TIM powinien również zebrać pierwsze owoce z rozpoczętej w 2016 roku działalności outsourcingu usług logistycznych dla sektora e-commerce. Według naszych szacunków działalność ta (spółka 3LP) w 2018 roku zanotuje wzrost EBITDA do około 8,3 mln PLN z 2,6 mln PLN w 2017 roku, a do 2020 roku EBITDA segmentu wzrośnie do 12,6 mln PLN. Dodatkowo w 1Q'18 TIM zanotował wyraźny wzrost rentowności prowadzonej działalności z handlu wyrobami elektrotechnicznymi, co wynikała m.in.: ze wzrostu sprzedaży (lewar operacyjny), rezygnacji z finansowania zwrotów od klientów oraz spadku błędów popełnianych przy pakowaniu (wideorejestracja procesu). Według naszych prognoz Grupa TIM w kolejnych kwartałach utrzyma zapoczątkowany w 1Q'18 wzrostowy trend wyników finansowych. Oczekujemy, że w całym roku przychody ze sprzedaży Grupy wzrosną do 813 mln PLN (+13% r/r), EBITDA do 24,9 mln PLN (+243% r/r), a wynik netto do 11,9 mln PLN (vs. -3,8 mln PLN w 2017 roku). Grupa TIM przy zakładanej dynamice poprawy wyników notowana jest obecnie z wyraźnym dyskontem na wskaźnikach P/E i EV/EBITDA do dystrybutorów artykułów elektrotechnicznych. Naszym zdaniem szansą na wzrost wyceny jest zwiększenie wyników generowanych przez 3LP, gdyż spółki oferujące usługi logistyczne są wyraźnie bardziej premiowane przez rynek (wskaźniki P/E i EV/EBITDA implikują wycenę TIM na poziomie 11,0-11,3 PLN/akcja).

Profil spółki

Grupa TIM działa na rynku hurtowej i detalicznej sprzedaży artykułów elektrotechnicznych, e-commerce oraz usług logistycznych. W skład Grupy wchodzi:

Struktura Grupy Kapitałowej TIM



Źródło: TIM, Dom Maklerski mBanku

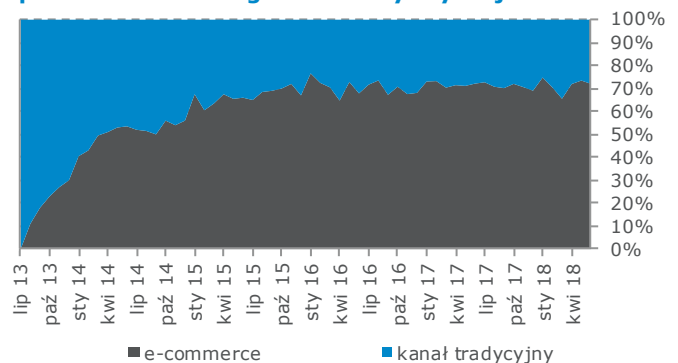
- TIM S.A. – dystrybutor artykułów elektrotechnicznych, prowadzący sprzedaż B2B internetowo oraz tradycyjnie;
- ROTOPINO.PL S.A. – internetowa sprzedaż B2C/B2B narzędzi i elektronarzędzi na terenie Polski oraz Europy Zachodniej;
- 3LP S.A. – operator centrum logistycznego, świadczy usługi logistyczne na rzecz podmiotów z Grupy oraz spoza;

- Sun Electro Sp. z o.o. – projektowanie i dystrybucja inteligentnych rozwiązań oświetleniowych LED, produkowanych w Chinach, przeznaczonych dla hal produkcyjnych, magazynów, obiektów użyteczności publicznej;
- Elit S.A. – dystrybucja w Polsce włoskich artykułów elektrycznych i oświetleniowych przeznaczonych dla obiektów przemysłowych, sportowych, komercyjnych, parków, ulic.

TIM – tradycja wyparta przez e-commerce

TIM S.A. jest dystrybutorem artykułów elektrotechnicznych. Aktualnie sprzedaż prowadzona jest dwoma kanałami: tradycyjnym (sieć rozsiągnięta, głównie po Polsce Zachodniej, 16 biur handlowych, 4 oddziałów oraz 6 agentów sprzedaży) oraz online przez platformę internetową TIM.pl. W 2013 r. spółka zmieniła model biznesowy i jako pierwsza w branży elektrotechnicznej uruchomiła sklep internetowy z ofertą skierowaną głównie dla B2B. Aktualnie ponad 70% całej sprzedaży spółki realizowane jest kanałem e-commerce.

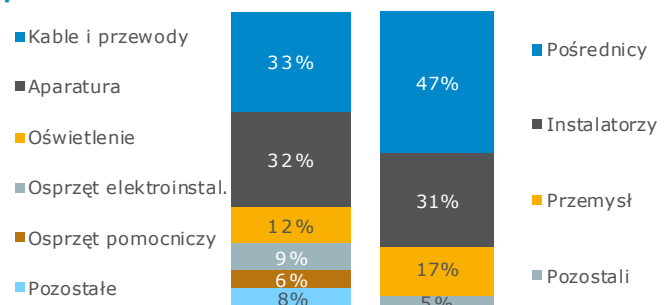
Sprzedaż TIM według kanałów dystrybucji



Źródło: TIM, Dom Maklerski mBanku

Spółka w swojej ofercie magazynowej posiada około 67 tys. unikalnych indeksów, zaś średnia kwartalna sprzedaż SKU w 2017 r. to 50 tys. Największy udział w przychodach stanowią produkty z kategorii: kable i przewody (33% sprzedaży w 2017 r.), aparatura elektrotechniczna (32%), oświetlenie (12%), osprzęt elektroinstalacyjny (9%) oraz osprzęt pomocniczy (6%).

Sprzedaż TIM S.A. w 1Q'18 w podziale na grupy produktowe i odbiorców



Źródło: TIM, Dom Maklerski mBanku

Z oferty TIM korzystają głównie klienci biznesowi: resellerzy/pośrednicy (innych hurtowni oraz sklepów; 49% sprzedaży w zeszłym roku), instalatorzy (31%) oraz przemysł (16%). Klienci detaliczni stanowią poniżej 1% całej sprzedaży. Baza klientów TIM.pl jest bardzo rozproszona – w 2017 roku ponad 27 tys. różnych podmiotów dokonało zakupów co najmniej 2 razy w ciągu roku, 3,8 tys. co najmniej 6 razy (klienci „lojalni”), a 1,4 tys. co najmniej 12 razy (klienci „regularni”).

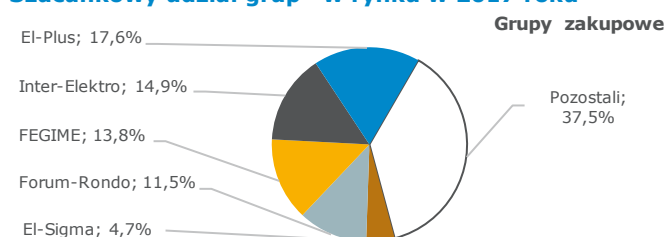
ROTOPINO.PL – odnoga detaliczna

ROTOPINO.PL prowadzi sprzedaż internetową narzędzi i elektronarzędzi głównie dla klientów detalicznych. Spółka swoją ofertę kieruje do klientów z Polski (4 sklepy www, m.in.: rotopino.pl, narzedzia.pl) oraz z Europy Zachodniej (odpowiednie wersje językowe sklepu rotopino.pl na kraje: Niemcy, Francja, Włochy, Holandia, Hiszpania, Belgia, Austria). W 2017 r. ROTOPINO.PL osiągnęło przychody na poziomie 56,6 mln PLN (7,8% przychodów Grupy; +12% r/r). Spółka balansuje na granicy rentowności netto: w roku 2017 zanotowała stratę w wysokości 0,6 mln PLN, a rok wcześniej 0,3 mln PLN zysku. Zdaniem Zarządu w 2018 r. spółka ma pozytywnie kontrybuować do wyniku Grupy. Akcje ROTOPINO.PL notowane są na New Connect (TIM posiada 74,11% akcji i konsoliduje spółkę metodą pełną).

Rynek hurtowni elektrotechnicznych w Polsce

Rynek dystrybucji artykułów elektrotechnicznych w Polsce jest bardzo rozdrobniony. Jego wartość szacowana jest na 8,5-9 mld PLN. W branży działa wiele podmiotów, co przekłada się na dużą konkurencję cenową, a to z kolei tworzy presję na marże. Ponadto, większość podmiotów działa lokalnie w tradycyjnym modelu dystrybucji, nie mając samodzielnie zasięgu ogólnopolskiego. Dla wzmocnienia swojej pozycji hurtownie decydują się na współpracę tworząc grupy zakupowe. Taka integracja pozwala na obniżenie kosztów funkcjonowania pojedynczych podmiotów, gdyż na poziomie grupy prowadzone są negocjacje cenowe z producentami i dostawcami sprzętu, negocjacje umów ramowych dotyczących usług obcych (spedycji, usług telekomunikacyjnych, ubezpieczeniowych, etc.), prowadzone są wspólne działania marketingowe. Do największych grup zakupowych zaliczamy EI-Plus, Inter-Elektro, FEGIME, Forum-Rondo oraz EI-Sigma. Miesięcznik „Elektrosystemy” szacuje, że podmioty zrzeszone w tych grupach zakupowych posiadają ponad 60% udziałów rynkowych.

Szacunkowy udział grup* w rynku w 2017 roku



Źródło: Elektrosystemy „Hurtownie elektrotechniczne” (maj 2018); *dotyczy grup zakupowych ujętych w zestawieniu miesięcznika

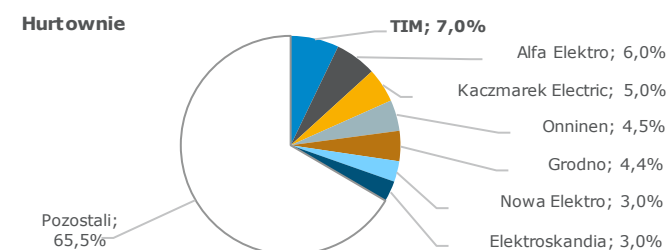
Dane porównawcze dla wybranych grup zakupowych

Grupa zakupowa	Udział w rynku	Przychody w 2017 r. (mln PLN)	Liczba punktów sprzedaży	Liczba podmiotów w grupie
EI-Plus	17,6%	1 633,3	191	32
Inter-Elektro	14,9%	1 389,9	158	49
FEGIME	13,8%	1 280,0	175	7
Forum-Rondo	11,5%	1 072,3	137	54
EI-Sigma	4,7%	435,0	104	57

Źródło: Elektrosystemy „Hurtownie elektrotechniczne” (maj 2018)

Kilka podmiotów działających na rynku samodzielnie posiada szeroką sieć punktów sprzedaży oraz platformy do zakupów internetowych (w tym przeznaczone dla klientów B2B) i są same w stanie oferować swoje produkty na terenie całej Polski. Według miesięcznika Elektrosystemy liderami rynku w 2017 r. były: TIM (7% udziału w rynku; posiadający jedynie 26 punktów sprzedażowych; ponad 70% sprzedaży realizowanej przez Internet), następnie Alfa Elektro (6%; 73 punkty; 10,5% sprzedaży przez Internet), Kaczmarek Electric (5%; 100 punktów, aktualnie podmiot mocno rozwija się na zasadzie franczyzy; brak sklepu www) i Onninen (4,5%; 36 punktów; od 2016 r. część fińskiej Grupy Kesko działającej w Skandynawii, krajach bałtyckich, Polsce, Rosji, Białorusi; tylko 45% przychodów spółki pochodzi ze sprzedaży wyrobów elektrotechnicznych; 17% sprzedaży realizowane jest przez Internet). Dwa podmioty z istotnym udziałem rynkowym wchodzi w skład grupy zakupowej FEGIME, tj.: Grodno (4,4%; 80 punktów) oraz Nowa Elektro (3,0%; 29 punktów). W zestawieniu miesięcznika nieuwzięte zostało (przez brak danych) Przedsiębiorstwo Handlowe A-T S.A., posiadające ponad 120 placówek (oraz sklep www) i prowadzące sprzedaż B2C/B2B artykułów elektrycznych, oświetleniowych, chemicznych, farmaceutycznych oraz spożywczych. Łączne przychody A-T w 2016 r. wyniosły 716 mln PLN (zaś eksport w '15 stanowił ok. 1/3), co oznacza maksymalnie niski kilkuprocentowy udział w polskim rynku.

Szacunkowy udział wybranych hurtowni w rynku w 2017 roku



Źródło: Elektrosystemy „Hurtownie elektrotechniczne” (maj 2018)

Dane porównawcze dla wybranych dużych hurtowni

Hurtownia	Udział w rynku	Przychody z elektrotechniki w 2017 r. (mln PLN)	Liczba punktów sprzedaży
TIM	7,0%	649,2	26
Alfa Elektro	6,0%	561,1	73
Kaczmarek Electric	5,0%	461,0	100
Onninen	4,5%	417,3	36
Grodno*	4,4%	406,8	80
Nowa Elektro*	3,0%	282,0	29
Elektroskandia	3,0%	281,7	44

Źródło: Elektrosystemy „Hurtownie elektrotechniczne” (maj 2018); *członek grupy FEGIME

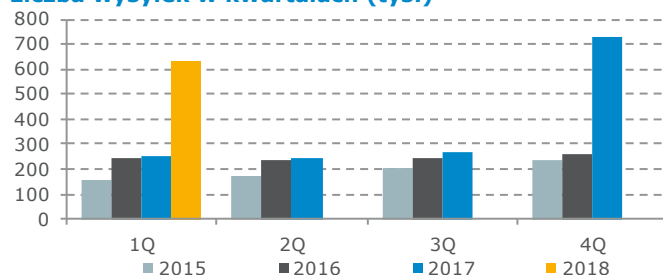
W listopadzie 2015 roku TIM, A-T oraz Kaczmarek Electric nawiązały współpracę tworząc projekt TAK – swego rodzaju grupę zakupową. Współpraca podmiotów skupia się przede wszystkim na negocjacjach kontraktów z kluczowymi dostawcami, co pozwala uzyskiwać wyższe rabaty, realizować zadania bonusowe u poszczególnych dostawców, a w efekcie obniżać koszty zakupów. Członkowie projektu mogą także realizować zakupy u dostawców, z którymi umowę podpisaną ma inny podmiot. Największy wpływ współpracy na warunki zakupowe TIM zaobserwował w pierwszym roku funkcjonowania projektu (2016 r.). Dodatkową korzyścią jest także przepływ informacji pomiędzy członkami grupy, głównie w kwestiach dostawców, oferty, aktualnego popytu klientów oraz działalności konkurentów.

Otworzenie pierwszego w Polsce sklepu www z elektrotechniką skierowanego do B2B pozytywnie przełożyło się na sytuację TIM. Spółka szybko osiągnęła pozycję lidera na rynku e-commerce, a ograniczenie działalności w tradycyjnym modelu dystrybucji, centralny magazyn oraz jedna wspólna platforma zakupowa www z ogólnopolskim zasięgiem pozwoliły spółce ograniczyć koszty funkcjonowania w branży z dużą konkurencją cenową i presją na marżę.

3LP – nowoczesne centrum logistyczne

Drugim segmentem działalności Grupy Kapitałowej TIM jest logistyka. 3LP S.A. specjalizuje się w outsourcingu usług logistycznych dla podmiotów z sektora e-commerce. Od lipca 2016 r. spółka ta jest operatorem Centrum Logistycznego w Siechnicach pod Wrocławiem. Obiekt ten aktualnie dysponuje 40 tys. mkw. powierzchni magazynowej, z czego około połowa wykorzystywana jest na potrzeby Grupy. Do klientów zewnętrznych 3LP należą m.in.: duży sprzedawca opon i akcesoriów samochodowych w Polsce i Europie, międzynarodowy dystrybutor suplementów diety (wysyłka do 12 krajów UE), duży producent artykułów higienicznych oraz internetowy sklep z odzieżą dla dzieci. W 2017 r. udział klientów spoza Grupy w przychodach 3LP wyniósł 12% (w 1Q'18 było to już 24%). Zarząd szacuje, że spółka pełną zdolność operacyjną uzyska w połowie 2018 r. W najbliższym czasie 3LP chce zwiększyć udział przychodów z usług wykonywanych dla klientów spoza Grupy do poziomu 25-30%, a długofalowym celem jest poziom 50%.

Liczba wysyłek w kwartałach (tys.)



Źródło: TIM

3LP od 4Q'17 świadczy usługi dla kilku nowych klientów zewnętrznych (w tym m.in. dla europejskiego producenta i dystrybutora suplementów diety oraz dla lidera internetowej dystrybucji opon w Polsce), co ma swoje odzwierciedlenie w dynamicznie rosnącej kwartalnej liczbie realizowanych wysyłek. W 4Q'17 spółka zrealizowała ponad 700 tys. wysyłek, a w 1Q'18 ponad 600 tys. (3-krotne wzrosty wolumenów r/r). Aktualnie centrum logistyczne nie w pełni wykorzystuje całe możliwości operacyjne.

W kwietniu br. na działce w Siechnicach rozpoczęto budowę kolejnej części obiektu magazynowego, który zwiększy powierzchnię o dodatkowe 10,5 tys. mkw. Termin realizacji przypada na listopad 2018 r. Projekt rozbudowy realizowany jest w formule sale & leaseback – prawo użytkowania wieczystego części działki zostało sprzedane przez 3LP (za 2,5 mln PLN netto) na rzecz Stilden Investments Sp. z o.o. (Grupa Hillwood, deweloper), a po zakończeniu budowy magazynu Grupa TIM będzie jego najemcą (podpisana umowa zakłada najem do 2031 r. z szacunkowym czynszem 0,4 mln EUR netto rocznie powiększonym o opłaty eksploatacyjne). Grupa TIM rozpoczynając proces rozbudowy obiektu już miała podpisane umowy na świadczenie usług logistyki na dodatkowej powierzchni magazynowej.

Dla działki w Siechnicach wydane jest także pozwolenie na budowę kolejnej hali o powierzchni 26,6 tys. mkw. Grupa rozważy budowę obiektu jeśli znajdzie wcześniej klientów na świadczone przez siebie usługi.

Wizualizacja Centrum Logistycznego w Siechnicach



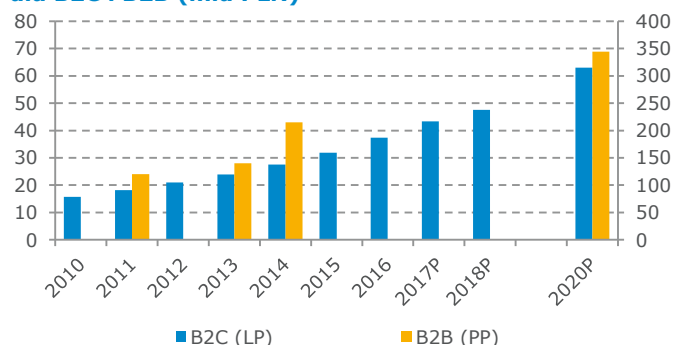
Źródło: TIM

W czerwcu zakończyło się wdrożenie elementów zaawansowanej automatyki działającej na terenie centrum logistycznego – magazynu typu shuttle system oraz automatycznego sortera. Shuttle system ([Cuby by SSI Schaefer](#)) jest to system wózków transportowych pozwalających na w pełni automatyczne składowanie pojemników i kartonów, optymalizując powierzchnię zajmowaną przez towary na regałach (wykorzystanie pełni głębokości regału) o pojemności 50 000 pojemników. W obiekcie 3LP zamontowane są 4 stacje pobierania towaru (łączna wydajność 2000 szt./h), 72 wózki shuttle (po 18 na alejkę) oraz 4 superszybkie windy. Obecnie realizowanych jest ok. 4 tys. zamówień/zmianę (ponad 10 tys. szt. towarów), zaś sam system wykorzystywany jest na poziomie 35-40% swojego potencjału operacyjnego. Automatyczny sorter ([Distrisort](#)) jest to urządzenie pozwalające na szybkie zliczanie dużej liczby produktów (wydajność sortowania 3000 szt./h), precyzyjne sortowanie towarów według ustalonych kryteriów (możliwość jednoczesnego sortowania na 42 różne kategorie) czy też przygotowywanie dużej liczby powtarzalnych zestawów produktowych. Urządzenie może być też wykorzystywane do sprawnego obsługi zwrotów poddystrybucyjnych. Aktualne wykorzystanie sortera zamontowanego w Siechnicach jest na poziomie ok. 50% (umowa z klientem obowiązuje do czerwca 2019 r., z możliwością przedłużenia). Spółka na konferencji wynikowej poinformowała, że „prowadzi zaawansowane rozmowy z kolejnymi klientami”, które pozwolą zwiększyć poziom wykorzystania obu systemów. Wartość obu inwestycji to łącznie 5,6 mln EUR (shuttle system 5,2 mln EUR oraz sorter 0,4 mln EUR), a ich zakup jest finansowany leasingiem.

Rozwój e-commerce w Polsce szansą dla logistyki

Jedną z głównych przyczyn rozwoju segmentu e-commerce jest rosnący dostęp Polaków do szerokopasmowego Internetu oraz wzrost liczby użytkowników. Rozwój sprzedaży internetowej stanowi dużą szansę dla rozwoju potencjału Grupy. Z raportu „Logistyka e-commerce w Polsce” sporządzonego przez JLL wynika, że sektor e-commerce wygeneruje w kolejnych sześciu latach popyt na kolejne 700 tys. mkw. powierzchni magazynowych. Z danych PMR wynika, że polscy klienci detaliczni wydali w 2017 r. ponad 40 mld PLN, a w 2020 r. wydadzą 63 mld PLN (Sociomantic Lab, Barometr E-commerce 2016). Z kolei z raportu Izby Gospodarki Elektronicznej „Trendy w sprzedaży B2B w Polsce 2015” wynika, że wartość transakcji e-commerce na polskim rynku B2B w 2014 r. wyniosła 215 mld PLN, a w 2020 r. ma wzrosnąć o ponad połowę do 344 mld PLN.

Szacowana wartość transakcji e-commerce w Polsce dla B2C i B2B (mld PLN)



Źródło: PMR oraz Sociomantic Lab (B2C), Izba Gospodarki Elektronicznej (B2B)

Rosnące znaczenie e-commerce na polskim rynku pozwala sądzić, iż w najbliższych latach nastąpi również konieczność przeobrażenia magazynów na potrzeby sprzedaży internetowej. Można zatem wnioskować, iż popyt na produkty i usługi spółki w najbliższych latach będzie wciąż silny. Naszym zdaniem wyraźny trend w kierunku dokonywania zakupów w Internecie będzie sprzyjał pozyskiwaniu nowych klientów w spółce zależnej 3LP (outsourcing usług logistycznych, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów działających w e-commerce).

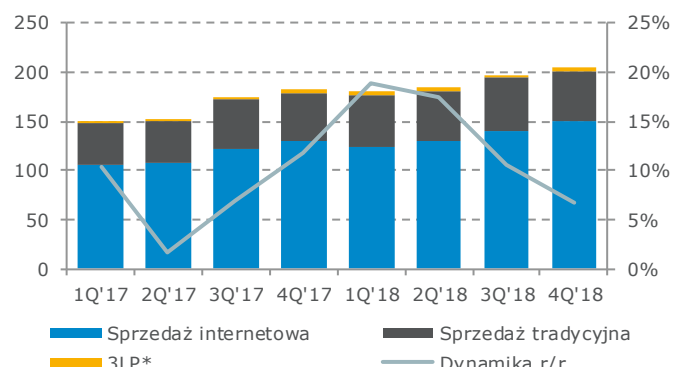
Według danych platformy Shoper w 2017 roku, że wiodącą pod względem wygenerowanych transakcji w Internecie branżą była odzież (około 20% transakcji), natomiast następnie sklepy z kategorii dom i ogród (12%) oraz zdrowie i uroda (12%). Pod względem wartości transakcji prym wiodzie kategoria dom i ogród (20%), następnie odzież (15%) oraz elektronika użytkowa (12%). Również spółka Rotopino powinna być beneficjentem rozwoju segmentu e-commerce w Polsce i Europie.

Według badania Shoper w 2017 roku 80% sklepów internetowych deklarowało wzrost obrotów (w 2016 roku 76%).

Prognoza wyników w 2018 roku

- Zakładamy, że sprzedaż internetowa Grupy TIM wzrośnie w 2018 roku o 17% r/r do 545 mln PLN (w 1H'18 +19% r/r), natomiast sprzedaż tradycyjna o 13% r/r do 206 mln PLN (w 1H'18 +16% r/r). W kolejnych latach zakładamy, że sprzedaż w segmencie Internetu będzie rosła wyraźnie szybciej niż w kanale tradycyjnym. Naszym zdaniem w 2020 roku kanał tradycyjny praktycznie zahamuje wzrost, kosztem wzrostu obrotów w kanale internetowym.

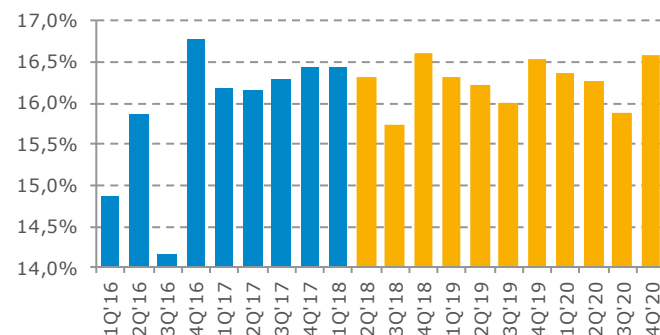
Prognoza kwartalnych obrotów Grupy TIM z podziałem na poszczególne segmenty (LP; mln PLN) oraz dynamika zmian obrotów (PP; %)



Źródło: TIM, prognozy Dom Maklerski mBanku; *sprzedaż 3LP dla klientów zew.

- Według naszych prognoz dynamika wzrostu przychodów TIM z 1H'18 nie zostanie powtórzona w drugiej połowie roku, ale jej początkowa bardzo wysoka wartość pozwoli na zamknięcie całorocznej dynamiki sprzedaży na poziomie +13% r/r. Zakładamy, że niska dynamika sprzedaży wynikać będzie z efektu wyższej bazy 2H'17. Z kolei dla spółki 3LP zakładamy, że obroty generowane na klientach spoza GK TIM wyniosą w 2Q'18 3,8 mln PLN, w 3Q'18 3,9 mln PLN i w 4Q'18 5,0 mln PLN. Wyższa dynamika w 4Q'18 wynika głównie z sezonowości sprzedaży klientów 3LP oraz z przekazania do użytkowania kolejnej części kompleksu w Siechnicach w listopadzie br.

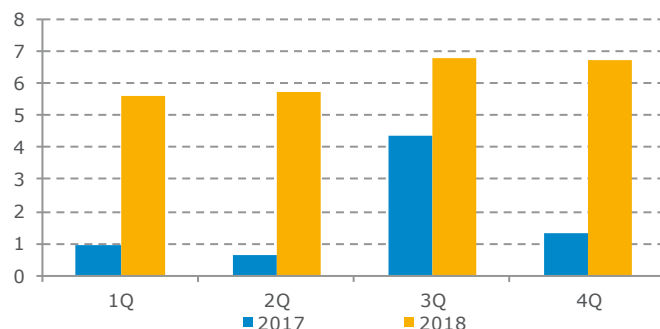
Prognoza kwartalnej marży generowanej na sprzedanych towarach Grupy TIM



Źródło: TIM, prognozy Dom Maklerski mBanku

- W naszych prognozach zakładamy, że w kolejnych kwartałach TIM utrzyma wyższe realizowane marże na sprzedanych towarach.
- Według naszych szacunków wartość EBITDA Grupy TIM w 2Q'18 wyniesie 5,7 mln PLN (+789% r/r), w 3Q'17 6,8 mln PLN (+55% r/r) oraz w 4Q'18 6,7 mln PLN (+411% r/r). Tym samym naszym zdaniem Grupa według naszych szacunków zanotuje dynamiczną poprawę rezultatów w kolejnych kwartałach.

Prognoza kwartalnego wyniku EBITDA Grupy TIM (mln PLN)



Źródło: TIM, prognozy Dom Maklerski mBanku

- Oczekujemy, że sprzedaż 3LP do klientów zewnętrznych w 2018 roku wyniesie 16,7 mln PLN (3,8 mln PLN w 1Q'18). W kolejnych dwóch latach oczekujemy, że sprzedaż wzrośnie do ponad 20 mln PLN. Zakładamy, że EBITDA 3LP w 2018 roku wyniesie 8,3 mln PLN (1,6 mln PLN w 1Q'18). W kolejnych latach EBITDA 3LP będzie rosła do odpowiednio 11,5 mln PLN (2019 r.) oraz 12,6 mln PLN (2020 r.).
- W naszej symulacji wyników zakładamy wzrost średnich wynagrodzeń na poziomie 6% w 2018 roku oraz 5% w 2019 roku.
- W prognozach zakładamy, że do końca 2019 roku Grupa TIM wykorzysta 9,5 mln PLN tarczy podatkowej wynikającej ze strat z lat poprzednich, a do końca 2020 roku kolejne 11 mln PLN.

- Zakładamy, że Capex w 2018 roku wyniesie 6 mln PLN oraz po 5 mln PLN w 2019 i 2020 roku. Zakładamy również, że w 2019 i 2020 roku Grupie TIM uda się sprzedać zbędne nieruchomości za kwotę 15 mln PLN (po 7,5 mln PLN w dwa lata).
- W prognozach zakładamy, że TIM od 2019 roku będzie wypłacał dywidendę akcjonariuszom.

Poniżej prezentujemy prognozy finansowe dla Grupy TIM na lata 2018-2020 w formie tabelarycznej.

Prognozy finansowe dla Grupy TIM na lata 2018-2020

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody ze sprzedaży	667,4	719,2	812,7	871,1	922,4
zmiana r/r	-	7,8%	13,0%	7,2%	5,9%
Sprzedaż internetowa	432,9	467,3	545,3	599,9	647,9
Sprzedaż tradycyjna	177,4	183,1	206,3	211,5	213,6
3LP	-	6,9	16,7	20,9	22,9
Amortyzacja	7,9	10,4	11,4	11,8	12,2
Zużycie materiałów i energii	9,4	9,2	10,8	11,4	12,1
Usługi obce	41,1	50,8	55,2	60,9	63,6
Wynagrodzenia razem	38,7	43,1	47,8	51,4	54,5
Koszty sprzedanych materiałów	563,5	595,6	666,4	711,9	753,1
Zysk brutto na sprzedaży	-2,1	-2,7	13,4	16,8	19,7
marża (%)	-0,3%	-0,4%	1,7%	1,9%	2,1%
EBITDA	11,5	7,3	24,9	28,6	31,9
marża (%)	1,7%	1,0%	3,1%	3,3%	3,5%
EBITDA sprzedaż	bd.	4,7	16,5	17,2	19,3
EBITDA 3LP	bd.	2,6	8,3	11,5	12,6
EBIT	3,6	-3,2	13,4	16,8	19,7
marża (%)	0,5%	-0,4%	1,7%	1,9%	2,1%
Zysk brutto	3,0	-4,3	13,2	16,8	20,0
Zysk netto	1,7	-3,8	11,9	15,2	16,7
(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Dług netto	17,0	4,5	2,8	-2,5	-8,7
Dług netto / EBITDA	1,5	0,6	0,1	-0,1	-0,3
Kapitały własne	168,3	169,3	181,2	194,0	207,0
Kapitały własne - goodwill	162,5	163,4	175,3	188,2	201,1
	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Cena (PLN)	7,20	7,20	7,20	7,20	7,20
Liczba akcji (mln szt.)	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
P/E	95,5	-	13,5	10,5	9,5
EV/EBITDA	15,3	22,7	6,5	5,5	4,7
P/BV	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	2,4%

Źródło: TIM, prognozy Dom Maklerski mBanku

Wycena Grupy TIM na tle dystrybutorów elektrotechniki i sprzedawców kategorii „dom i ogród”

Część z dystrybutorów produktów elektrotechnicznych oraz podmiotów handlujących wyrobami z kategorii „dom i ogród” podobnie jak TIM prowadzi sprzedaż za pośrednictwem Internetu, jednak w przypadku bezpośrednich konkurentów udział sprzedaży za przez kanał e-commerce wynosi od kilku do kilkudziesięciu procent. Wysoki (ponad 70%) udział sprzedaży TIM przez kanał e-commerce oraz dynamicznie rozwijające się ramię logistyczne (spółka 3LP) wyróżniają GK TIM na branży.

Obecnie na naszych prognozach Grupa TIM jest notowana z około 13% dyskontem na lata 2019-2020 do spółek porównywalnych. W przypadku mnożnika EV/EBITDA Grupa notowana jest z 20-30% dyskontem w latach 2018-2020. Jedynie wskaźnik EV/Sales (EV/przychody) daje wysokie ponad 60% dyskonto w wycenie TIM do grupy porównawczej.

Porównywalne spółki generują zróżnicowane rentowności na poziomie EBITDA. Najniższe wypracowywane są przez podmioty Solar A/S (3-4%), Kesko (4-5%), Rexel (5-5,5%), BMC (6-6,5%) oraz Travis (7-7,5%). Najwyższa marżowość ma miejsce w przypadku podmiotów Thermador (15-16%) i MSC (15-15,5%). Łatwo zaobserwować, że podmioty generujące wyższą rentowność na poziomie EBITDA są wyceniani wyraźnie wyżej od konkurentów operujących na niższych marżach. Warto zauważyć, że na naszych prognozach Grupa TIM osiąga rentowność na poziomie jedynie 3,2-3,4% (EBITDA).

Bazując na naszych prognozach i wskaźnikach spółek dystrybucyjnych wartość firmy na akcję Grupy TIM wynosi 7,8 PLN w przypadku wskaźnika P/E oraz 9,6 PLN na wskaźniku EV/EBITDA. Wskaźnik EV/Sales implikuje wycenę na poziomie 21,2 PLN/akcja.

Dystrybutorzy elektrotechniki i produktów kategorii „dom i ogród”

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
SOLAR A/S-B SHS	12,9	11,6	9,6	8,2	6,6	5,5	0,3	0,3	0,3
THERMADOR GROUPE	16,6	15,0	13,9	9,4	8,5	7,8	1,6	1,5	1,4
KESKO OYJ-B SHS	21,9	20,4	19,4	11,7	11,1	10,6	0,5	0,5	0,5
REXEL SA	11,3	10,1	9,2	8,1	7,3	6,6	0,4	0,4	0,4
MSC INDUSTRIAL DIRECT CO-A	15,8	13,5	12,3	10,3	9,1	8,1	1,6	1,5	1,4
GMS INC	12,2	8,3	7,1	7,5	6,3	6,0	0,6	0,5	0,5
BYGGMAX GROUP AB	12,4	11,2	10,2	8,0	7,5	6,8	0,7	0,7	0,6
BMC STOCK HOLDINGS INC	14,1	12,3	11,2	-	-	-	0,5	0,5	0,4
TRAVIS PERKINS PLC	12,7	12,0	11,1	7,7	7,2	6,6	0,6	0,6	0,5
Maksimum	21,9	20,4	19,4	11,7	11,1	10,6	1,58	1,48	1,42
Minimum	11,3	8,3	7,1	7,5	6,3	5,5	0,33	0,32	0,30
Mediana	12,9	12,0	11,1	8,1	7,4	6,7	0,59	0,53	0,51
Grupa TIM	13,5	10,5	9,5	6,5	5,5	4,7	0,20	0,18	0,16
Premia (dyskonto)	4,8%	-12,8%	-13,7%	-19,7%	-25,7%	-29,5%	-65,8%	-65,9%	-67,8%

Implikowana wycena

Wartość firmy na akcję (PLN)	6,9	8,3	8,3	9,0	9,6	10,0	21,3	20,9	21,5
	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
Wartość firmy na akcję (PLN)	7,8			9,6			21,2		

Źródło: Bloomberg, prognozy Dom Maklerski mBanku dla Grupy TIM

Wycena Grupy TIM na tle operatorów logistycznych

W przypadku operatorów logistycznych trudno jest znaleźć podmiot dokładnie odpowiadający skali i zakresowi oferowanych usług co 3LP. Przedstawione poniżej spółki prowadzą działalność związaną m.in. z: przechowywaniem, magazynowaniem, dystrybucją i rozliczaniem usługowym towarów i produktów.

Analizy wyceny grupy operatorów logistycznych wskazuje, że rynek kapitałowy jest w stanie zapłacić za nie wyższą cenę w stosunku do generowanych wyników niż w przypadku spółek dystrybucyjnych. Zwiększenie w przyszłości wyników zależnego 3LP naszym zdaniem może przekładać się na wyższe notowania Grupy TIM.

Bazując na naszych prognozach i wskaźnikach spółek operatorów logistycznych wartość firmy na akcję Grupy TIM wynosi 11,0 PLN w przypadku wskaźnika P/E oraz 11,3 PLN na wskaźniku EV/EBITDA. Wskaźnik EV/Sales implikuje wycenę na poziomie 27,8 PLN/akcja.

Operatorzy logistyczni

	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
DSV A/S	23,7	20,9	18,8	16,1	14,8	13,9	1,3	1,2	1,2
WABERER'S INTERNATIONAL NYRT	8,5	7,0	6,8	4,2	3,7	-	0,5	0,5	0,5
WALLENIUS WILHELMSSEN LOGISTI	9,0	5,8	4,5	7,4	5,7	4,6	1,0	1,0	0,9
CIA DE DISTRIBUCION INTEGRAL	16,3	15,9	15,2	3,5	3,3	3,4	0,7	0,7	0,7
ID LOGISTICS GROUP	25,0	19,7	16,8	9,9	8,0	6,8	0,6	0,5	0,5
EDDIE STOBART LOGISTICS PLC	11,8	10,3	9,1	9,9	8,5	7,4	0,8	0,7	0,6
CLIPPER LOGISTICS PLC	26,0	21,3	17,8	13,8	11,7	10,5	1,2	1,0	0,9
XPEDIATOR PLC	18,8	16,9	14,7	11,0	8,9	8,3	0,6	0,5	0,5
GENERIX GROUP FRANCE	90,3	32,8	24,1	16,4	12,0	9,5	1,3	1,2	1,1
DX GROUP PLC	-	-	14,0	-	-	-	0,3	0,3	0,3
Maksimum	90,3	32,8	24,1	16,4	14,8	13,9	1,31	1,25	1,20
Minimum	8,5	5,8	4,5	3,5	3,3	3,4	0,27	0,26	0,25
Mediana	18,8	16,9	15,0	9,9	8,5	7,9	0,77	0,71	0,65
Grupa TIM	13,5	10,5	9,5	6,5	5,5	4,7	0,2	0,2	0,2
Premia (dyskonto)	-28,4%	-37,8%	-36,3%	-33,9%	-35,4%	-39,9%	-74,1%	-74,4%	-74,9%

Implikowana wycena

Wartość firmy na akcję (PLN)	10,1	11,6	11,3	11,0	11,1	11,7	28,1	27,8	27,6
	P/E			EV/EBITDA			EV/Sales		
Wartość firmy na akcję (PLN)	11,0			11,3			27,8		

Źródło: Bloomberg, prognozy Dom Maklerski mBanku dla Grupy TIM

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

PRZEWAGAŻENIE (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:

KUPIJ – 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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. 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. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści opracowania. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BEST, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatúra, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pekabex, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyng, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhells, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu w transakcjach na akcjach: Asseco SEE, Cognor Holding, GetBack, LC Corp, PBKM, Robyng.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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

Powielanie bądź 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) – wyliczana 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.

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 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