

poniedziałek, 12 grudnia 2016 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: grudzień 2016

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Budownictwo

- Rynek:** zapaść w **produkcji budowlanej** trwa nadal (**-20% r/r w X**). Wskaźnik **ogólnego klimatu w budownictwie** spadł w **XI** o 0,7 p.p. do **-12,3%**, lecz wciąż znajduje się powyżej odczytów z lat 2011-2014.
- Przetargi:** negatywnym zaskoczeniem w listopadzie był brak dużych otwarć w sektorze publicznym (drogi/koleje) po wysokiej aktywności PKP PLK w październiku. Liczymy, że grudzień będzie pod tym względem lepszy.
- Wyniki 3Q'16:** bardzo dobre wyniki były zasługą liderów sektora (**Budimex, Trakcja, Elbudowa**). Rozczarowanie miało miejsce w **Elektrotimie, Herkulesie, ZUE i Torpolu**. Zagregowana **EBITDA** wzrosła **+13% r/r**, lecz po oczyszczeniu o Budimex **-20% r/r**.
- Prognozy:** po słabych wynikach 3Q obniżamy prognozy EBITDA w **ZUE** (-75% w '16, -14% w '17), **Elektrotimie** (-51% w '16, -19% w '17) oraz **Herkulesie** (-9% w '16, -7% w '17). W **Torpolu** podnosimy prognozę EBITDA'16 o 101% w związku z ugodą na łodzi Fabrycznej, jednocześnie obniżając EBITDA'17 o 16%.
- W trudnym otoczeniu rynkowym preferujemy duże spółki z mocnym portfelem zamówień na 2017 r.: **Budimex, Trakcja, Unibep, Erbud, Elektrobudowa**. Słabość kursów Unibepu i Elbudowy w listopadzie (mimo dobrych wyników) może być okazją do kupna.
- Uważamy, że timing na zakup mniejszych spółek (**Elektrotim, Herkules, Ulma, ZUE**) jest słaby w związku z: (1) wysoką bazą wyników w 4Q, (2) relatywnie niskim portfelem zamówień, (3) wyższą wrażliwością na bieżącą koniunkturę.
- W bieżącym komentarzu podnosimy pozycjonowanie **Ulmy** w portfelu z UW do N.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: UNIBEP, ELBUDOWA, TRAKCJA, BUDIMEX, ERBUD, TORPOL

Deweloperzy

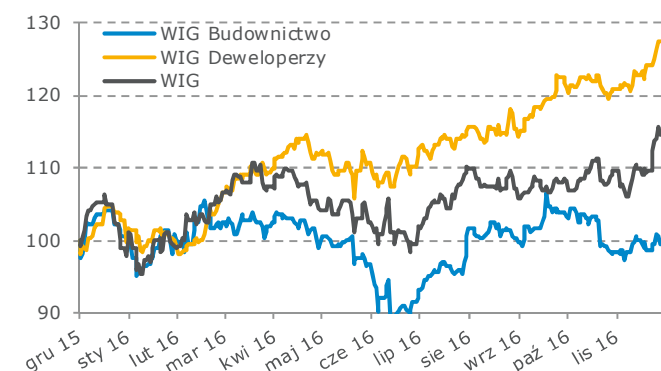
- Rynek:** liczba **rozpoczętych budów** mieszkań przez deweloperów od roku stabilizuje się na poziomie **85-90 tys. szt.** (ostatnie 12M). W IX-X przestała rosnąć liczba wydanych PnB. Podczas listopadowych konferencji deweloperzy sygnalizowali dobrą bieżącą sprzedaż mieszkań. Potwierdzeniem bardzo dobrej koniunktury jest wzrost **Indeksu Cen Transakcyjnych** o **+4,2% r/r** w X'16 (najwyższe tempo od 31 miesięcy).
- Wyniki 3Q'16:** w segmencie mieszkaniowym nastąpił wzrost **przychodów** o **34% r/r** oraz **marży deweloperskiej** o 8,2 p.p. do **27%**. Pozytywnie zaskoczyły **Atal, Robyg, LC Corp i Vantage**. W segmencie komercyjnym mocno pozytywnie zaskoczyło **Echo**.
- Prognozy:** po dobrych wynikach 3Q prognozy ZN'16 podnosimy w **Atalu** (+8%) i **Vantage** (+17%: wyższa rewaluacja) oraz obniżamy w **JWC** (-35%: niekorzystny wyrok sądu). Ponadto obniżamy ZN'16-17 w **P.A. Novej** (-15%: słaba budowlanka, mniej transakcji na nieruchomościach) i **BBI** (wzrost skali inwestycji nie przełoży się na zyski).
- Podtrzymujemy przewagę spółek z sektora mieszkaniowego. Najbardziej atrakcyjne są: **LC Corp, Lokum, Atal, Robyg, DOM, Vantage**, notowane na medianie P/E'17=**7,2x**, P/E'18=**5,9x** oraz DYield'17=**7,6%** i DYield'18=**7,9%**.
- Wzrost kursu **Echo** w pełni zdyskontował pozytywne informacje (dywidenda zaliczkowa, wyniki 3Q). Timing jest lepszy na inwestycję w **GTC** (15% dyskonto do Echo na P/BV).
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: LC CORP, LOKUM, ATAL, ROBYG, DOM, VANTAGE

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Trakcja	+9,7%	+10%
Budimex	+3,8%	+8%
ZUE	+3,6%	+2%
Torpol	+0,9%	-6%
Ulma	+0,8%	-17%
Erbud	-0,7%	+5%
Elbudowa	-4,2%	-25%
Unibep	-5,2%	-5%
Elektrotim	-9,5%	-34%
Herkules	-12,0%	-24%
WIG Bud.	+1,1%	-4%
WIG	+5,3%	+9%
Deweloperzy	M/M	YTD
Echo Inv.	+25,5%	+109%
Atal	+17,6%	+51%
LC Corp	+11,7%	+25%
Polnord	+6,5%	-38%
Vantage Dev.	+6,1%	+24%
Ronson	+3,8%	+5%
GTC	+3,5%	+17%
JWC	+3,1%	-5%
Dom Dev.	+2,8%	+14%
P.A. Nova	+2,0%	+11%
Robyg	+1,3%	+17%
Lokum Dew.	-0,1%	+13%
Capital Park	-0,9%	+8%
Archicom	-3,3%	+0%
BBI Dev.	-9,3%	-17%
WIG Dewel.	+5,9%	+22%
WIG	+5,3%	+9%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	-3,3%	+0%
DAX	+6,9%	+4%
AT Dewel.	+0,3%	+11%
ATX	+5,7%	+8%
EU Dewel.	+1,7%	-10%
EU Bud.	+2,9%	+3%
EU Akcje	+1,2%	-5%

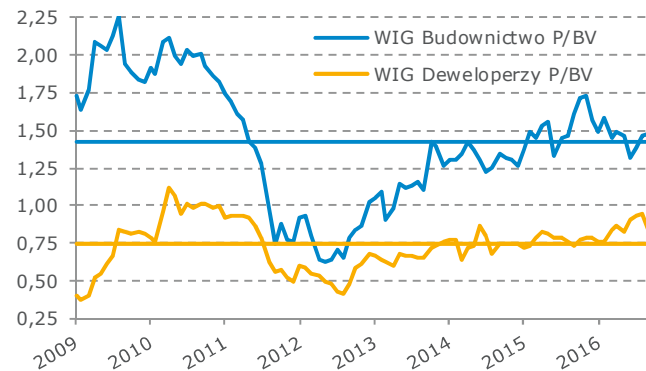
*zmiana w okresie 08.11-11.12

WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy na tle WIG



Źródło: Bloomberg

P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy

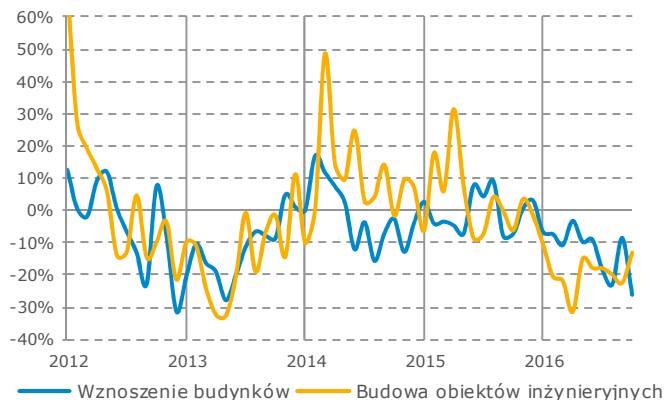


Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

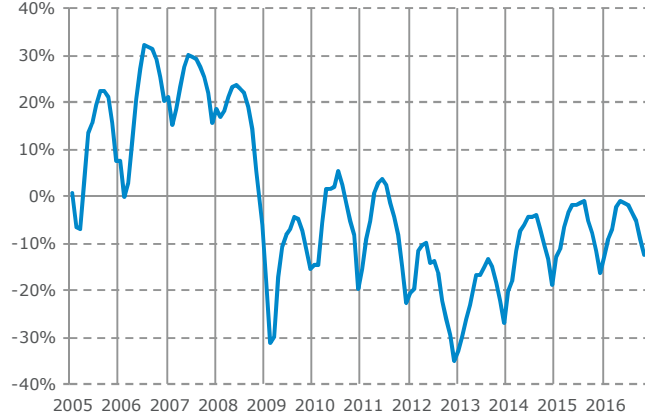
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Budimex	5 129	2 934	-2 195	642	-342%	5 134	5 625	6 424	315	415	462	292	391	439	236	320	366
Elektrobudowa	446	410	-36	405	-9%	1 243	1 052	1 044	78	86	88	63	73	74	50	55	57
Elektrotim	114	110	-4	80	-5%	354	260	273	29	7	15	26	4	12	22	2	9
Erbud	354	375	21	257	8%	1 763	1 620	1 761	62	66	71	52	55	60	28	36	39
Herkules	130	228	98	227	43%	156	133	135	63	40	42	44	18	21	32	13	14
Torpol	253	296	43	212	20%	1 225	667	689	56	50	27	43	36	13	32	26	9
Trakcja	694	782	88	754	12%	1 329	1 394	1 546	99	100	99	77	78	76	50	58	59
Ulma	334	276	-58	297	-20%	182	185	217	62	65	78	9	18	28	6	14	21
Unibep	352	411	59	220	27%	1 243	1 398	1 497	31	52	61	23	44	53	24	33	41
ZUE	200	114	-86	203	-42%	542	333	416	32	3	13	23	-6	3	17	-4	3
Suma	8 006	5 936	-2 071	3 297	-63%	13 171	12 668	14 002	826	885	957	652	710	777	496	553	619
Dynamika r/r						6%	-4%	11%	21%	7%	8%	31%	9%	9%	39%	12%	12%
Dynamika r/r bez BDX						8%	-12%	8%	24%	-8%	5%	43%	-11%	6%	58%	-10%	9%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	nowe	stare				2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Budimex	OW	OW	225,60	200,90	+3,8%	21,7	16,0	14,0	8,8	6,7	6,2	8,6	7,2	6,8	3,0%	4,1%	6,2%
Elektrobudowa	OW	OW	166,50	93,90	-4,2%	8,9	8,1	7,9	5,0	4,5	4,1	1,2	1,1	1,0	-	4,3%	7,4%
Elektrotim	N	N	-	11,45	-9,5%	5,3	64,0	12,1	2,4	14,2	7,0	1,2	1,3	1,3	5,2%	10,8%	7,0%
Erbud	OW	OW	36,00	27,70	-0,7%	12,7	9,9	9,0	4,4	4,6	4,2	1,2	1,1	1,0	1,8%	4,3%	5,0%
Herkules	N	N	-	3,00	-12,0%	4,0	9,9	9,1	3,5	5,6	5,2	0,6	0,6	0,5	2,0%	5,3%	4,7%
Torpol	OW	OW	-	11,02	+0,9%	7,9	9,7	29,6	0,2	4,3	8,2	1,1	1,1	1,1	4,5%	6,3%	5,1%
Trakcja	OW	OW	-	13,50	+9,7%	13,8	11,9	11,8	5,6	7,0	6,7	1,0	0,9	0,9	-	2,5%	3,0%
Ulma	N	UW	-	63,50	+0,8%	60,6	23,8	15,7	4,3	4,2	3,5	1,2	1,1	1,0	-	-	1,6%
Unibep	OW	OW	12,10	10,05	-5,2%	15,0	10,6	8,5	9,6	6,5	5,4	1,6	1,5	1,3	1,5%	1,7%	3,0%
ZUE	N	N	-	8,70	+3,6%	11,6	-	62,5	1,6	40,2	12,8	0,9	1,0	1,0	-	3,7%	-
Mediana						12,2	10,6	11,9	4,3	6,1	5,8	1,2	1,1	1,0	2,5%	4,3%	5,0%

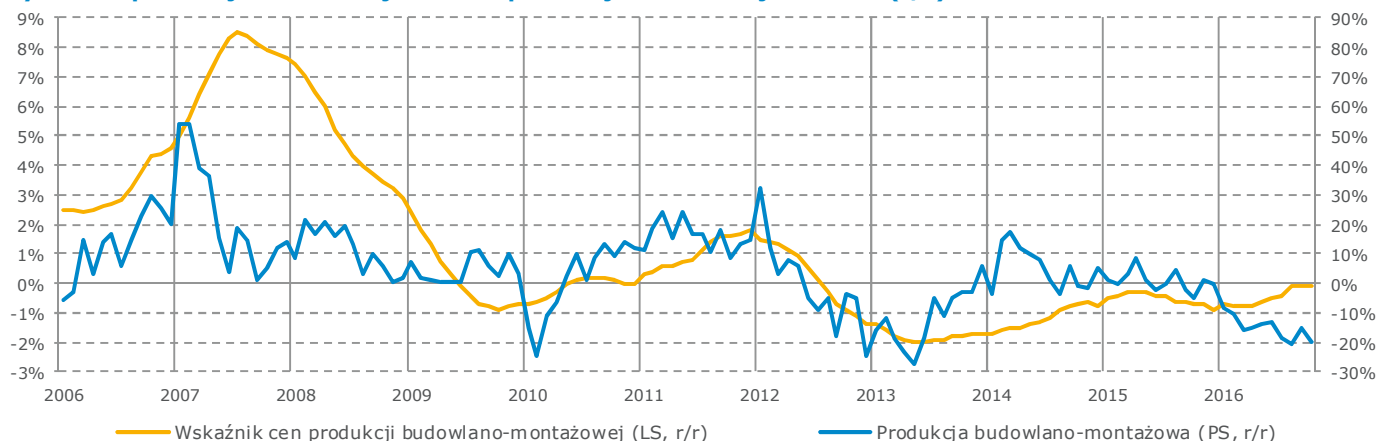
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)


Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie


Źródło: GUS

Dynamika produkcji budowlanej oraz cen produkcji budowlanej w Polsce (r/r)


Źródło: GUS

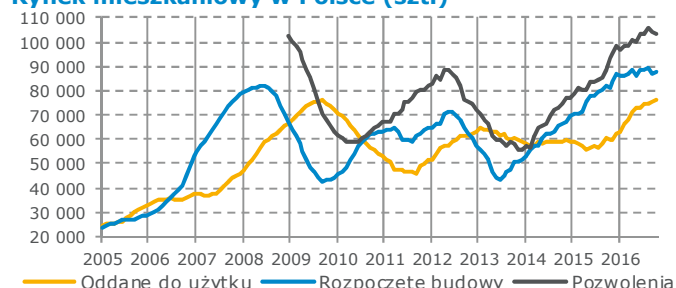
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Archicom	338	361	24	362	7%	157	256	292	43	44	54	0	-4	0	43	42	44
Atal	1 226	1 505	279	686	41%	227	512	850	41	115	209	0	0	0	47	93	166
BBI Dev.	82	217	135	237	57%	8	79	28	-3	0	2	3	0	0	-3	-3	-1
Capital Park	675	1 716	1 041	963	108%	72	124	138	40	81	95	55	-21	10	44	14	43
Dom Dev.	1 458	1 548	90	844	11%	904	1 116	1 150	101	156	187	0	0	0	81	126	150
Echo Inv.	2 641	4 158	1 517	1 843	82%	586	779	846	160	303	345	751	58	126	514	223	240
GTC	3 834	6 988	3 155	3 304	95%	491	528	591	278	317	374	106	188	621	189	338	750
JWC	412	724	312	663	47%	202	483	485	-7	66	81	31	-2	0	6	34	57
LC Corp	895	1 608	713	1 366	52%	450	484	869	132	144	229	22	-2	29	109	87	183
Lokum Dew.	242	291	49	219	22%	129	190	204	38	47	51	0	0	0	34	40	41
P.A. Nova	247	633	387	315	123%	139	159	175	34	46	51	0	0	0	18	26	29
Polnord	292	681	389	729	53%	251	187	335	-87	5	23	-32	0	0	-136	8	26
Robyg	797	1 223	426	501	85%	480	535	464	62	113	112	-3	0	0	80	94	91
Ronson	368	507	139	447	31%	281	359	308	27	46	47	0	0	0	19	34	35
Vantage Dev.	185	422	237	347	68%	95	123	275	11	13	41	6	17	0	12	24	27
Suma	13 692	22 582	8 890	12 826	69%	4 473	5 915	7 010	870	1 495	1 899	940	235	785	1 056	1 179	1 880
Dynamika r/r						3%	32%	19%	-15%	72%	27%				-	12%	60%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	nowe	stare				2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Archicom	N	N	-	14,50	-3,3%	6,3	8,1	7,6	0,93	0,89	0,84	8,8	8,7	7,5	-	6,3%	6,2%
Atal	OW	OW	-	31,68	+17,6%	25,9	13,3	7,4	1,97	1,84	1,56	35,0	12,7	6,7	-	1,9%	3,8%
BBI Dev.	N	N	-	0,78	-9,3%	-	-	-	0,34	0,35	0,35	-	-	90,3	-	-	-
Capital Park	N	N	6,50	6,29	-0,9%	15,1	48,0	15,7	0,69	0,69	0,67	40,5	22,1	21,4	-	-	-
Dom Dev.	OW	OW	69,50	58,84	+2,8%	18,1	11,6	9,7	1,65	1,57	1,53	15,9	9,7	8,0	3,8%	5,5%	8,6%
Echo Inv.	N	N	2,73	6,40	+25,5%	5,1	11,9	11,0	0,72	1,42	1,51	36,7	20,4	19,3	-	82%	13,3%
GTC	N	N	8,20	8,33	+3,5%	20,3	11,3	5,1	1,40	1,21	1,03	22,2	22,9	20,3	-	-	-
JWC	N	N	-	4,64	+3,1%	71,9	12,1	7,2	0,66	0,62	0,57	-	11,2	8,7	-	-	-
LC Corp	OW	OW	-	2,00	+11,7%	8,2	10,3	4,9	0,66	0,65	0,60	12,0	13,1	8,5	-	9,0%	7,5%
Lokum Dew.	OW	OW	-	13,47	-0,1%	7,0	6,0	6,0	1,16	1,01	0,91	5,5	6,1	5,4	2,2%	4,6%	5,4%
P.A. Nova	N	N	-	24,67	+2,0%	13,8	9,6	8,6	0,81	0,77	0,75	18,3	13,4	11,8	2,0%	3,0%	4,1%
Polnord	N	N	-	8,95	+6,5%	-	35,9	11,3	0,40	0,40	0,38	-	127,7	28,4	-	-	-
Robyg	OW	OW	3,89	3,03	+1,3%	10,0	8,4	8,8	1,60	1,48	1,40	16,3	10,5	10,1	3,6%	6,6%	7,6%
Ronson	N	N	-	1,35	+3,8%	19,0	10,7	10,5	0,80	0,78	0,76	19,2	11,3	11,2	3,0%	5,9%	6,7%
Vantage Dev.	OW	OW	-	2,96	+6,1%	15,4	7,8	7,0	0,55	0,52	0,50	32,9	31,7	10,5	-	4,4%	6,4%
Mediana						15,1	11,0	8,1	0,80	0,78	0,76	18,7	12,9	10,5	3,0%	5,7%	6,6%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

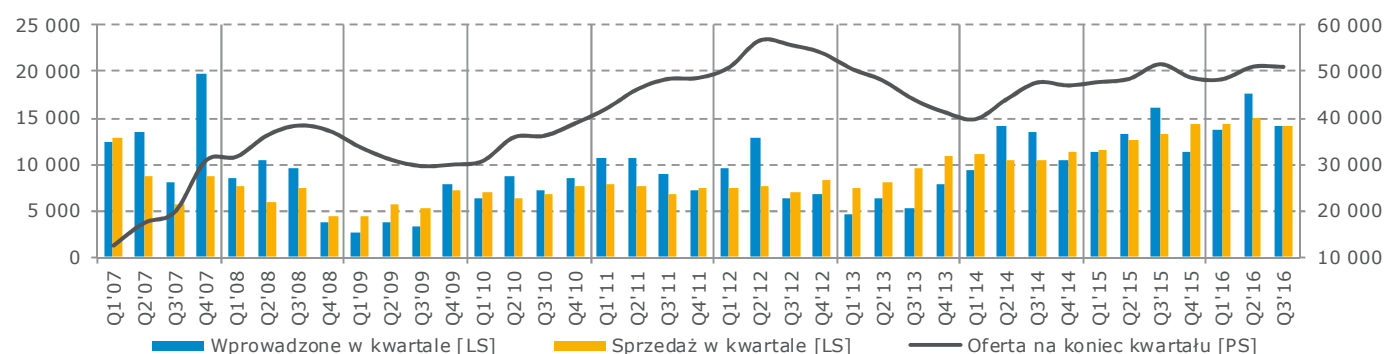
Rynek mieszkaniowy w Polsce (szt.)*



Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane kwartalnie na tle oferty na koniec kwartału (szt.)



Wycena niemieckich spółek nieruchomościowych

Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Adler Real Estate	Resi	13,99	+3,0%	667	290%	7,6	5,8	7,8	0,90	0,88	0,80	2,0%	3,6%	5,1%	-	-	-
ADO Properties	Resi	30,67	-3,1%	1 353	59%	6,1	17,8	18,6	1,37	0,98	0,82	3,0%	3,3%	4,5%	-	1,8%	2,2%
Alstria Office	Office	11,36	-3,3%	1 740	79%	-	13,9	14,7	0,55	1,01	0,96	5,0%	6,8%	6,2%	4,4%	4,6%	4,8%
Deutsche Wohnen	Resi	29,43	-1,0%	9 932	68%	8,1	26,1	23,3	1,49	1,16	1,01	3,1%	3,9%	4,3%	1,8%	2,5%	2,8%
DIC Asset	Office	8,53	-3,6%	585	144%	28,4	16,4	21,8	0,74	0,74	0,74	8,3%	8,0%	7,6%	4,3%	4,3%	4,3%
Duutsche EuroShop	Retail	37,62	-3,5%	2 029	74%	6,6	15,0	15,5	1,15	1,07	1,02	6,2%	6,1%	6,3%	-	3,7%	3,8%
Grand City Properties	Resi	15,88	-1,5%	2 442	86%	5,9	9,3	10,1	1,10	1,05	0,93	5,2%	5,7%	6,8%	1,3%	3,0%	3,5%
Hamborner REIT	Mixed	8,65	-2,3%	689	73%	35,0	28,2	26,4	1,34	1,27	1,42	5,6%	5,6%	6,0%	4,8%	4,9%	5,1%
LEG Immobilien	Resi	71,80	-5,3%	4 537	99%	19,2	15,6	14,7	1,52	1,25	1,09	4,7%	5,5%	6,1%	3,1%	3,8%	4,2%
TAG Immobilien	Resi	11,90	-1,3%	1 743	159%	10,1	12,3	12,5	1,50	1,26	1,18	5,1%	5,6%	6,1%	4,6%	4,8%	5,0%
TLG Immobilien	Mixed	16,99	-9,6%	1 145	83%	8,0	14,5	13,4	1,19	1,06	0,99	5,8%	6,6%	7,3%	1,5%	4,8%	5,3%
Vonovia	Resi	30,00	-8,3%	13 978	95%	13,1	11,9	16,7	1,20	1,08	1,03	4,2%	5,2%	5,7%	3,1%	3,7%	4,1%
Mediana					85%	8,1	14,7	15,1	1,19	1,06	1,00	5,0%	5,6%	6,1%	3,1%	3,8%	4,2%

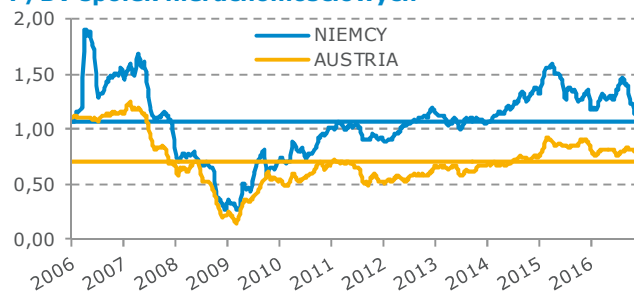
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

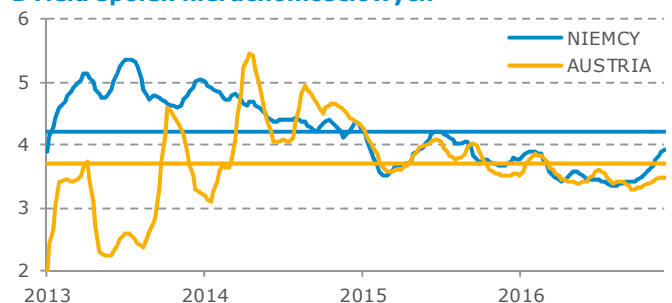
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
BUWOG	Resi	21,37	-3,2%	2 132	113%	9,0	23,8	17,4	1,26	1,26	1,12	3,6%	4,6%	5,1%	3,2%	3,3%	3,5%
CA Immobilien	Office	17,33	+3,5%	1 712	56%	7,7	13,1	13,7	0,81	0,74	0,71	4,6%	5,2%	6,1%	2,9%	3,3%	3,7%
Conwert Immobilien	Resi	16,11	-1,4%	1 642	71%	17,0	13,3	16,4	1,16	1,08	1,03	3,4%	5,1%	5,5%	2,2%	3,0%	3,3%
Immofinanz	Mixed	2,01	+1,8%	1 965	101%	-	32,5	32,5	0,67	0,59	0,62	7,1%	0,1%	1,5%	-	3,0%	3,4%
Atrium European RE	Retail	3,78	-0,8%	1 423	44%	-	11,7	11,2	0,70	0,71	0,70	8,2%	7,9%	8,3%	7,1%	7,1%	7,3%
S Immo	Mixed	9,96	+2,1%	666	155%	8,5	5,4	14,2	1,07	0,92	0,89	4,6%	8,0%	6,6%	-	3,4%	3,7%
Mediana					86%	8,8	13,2	15,3	0,94	0,83	0,80	4,6%	5,2%	5,8%	3,1%	3,3%	3,6%

Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

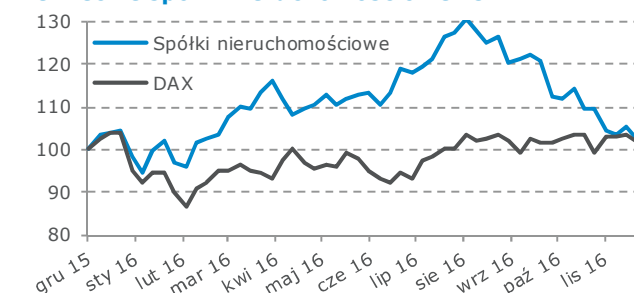
P/BV spółek nieruchomościowych



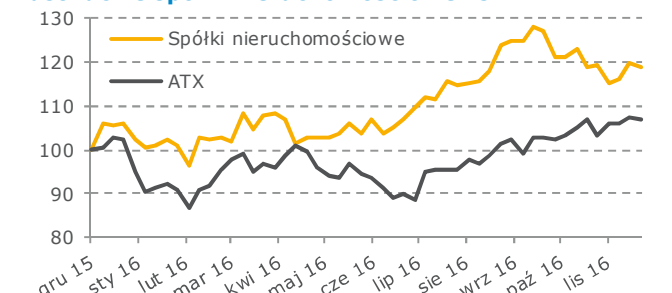
DYield spółek nieruchomościowych



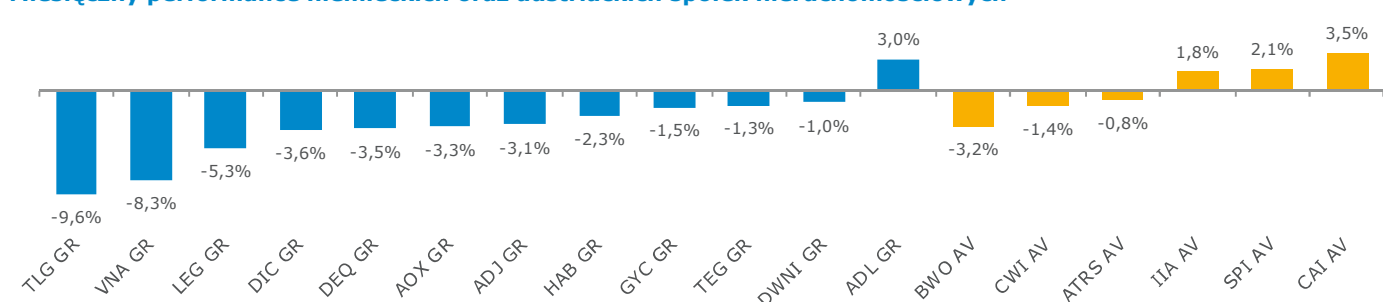
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



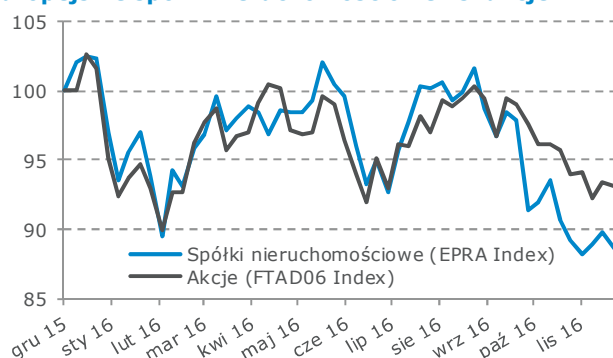
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

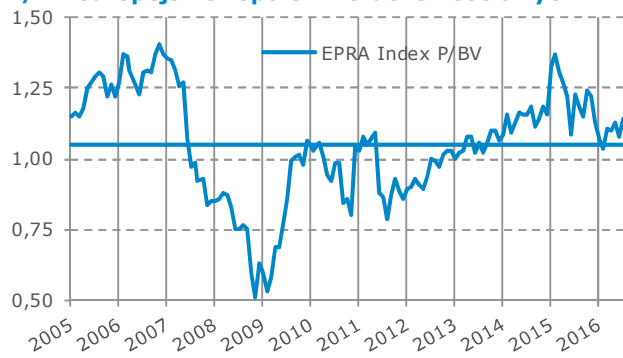
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Cofinimmo	BE Mixed	105,55	+0,2%	2 148	79%	20,2	16,6	16,2	1,13	1,19	1,17	5,8%	5,5%	5,5%	5,2%	5,2%	5,3%
PSP Swiss Property	CH Office	86,00	-3,2%	3 668	53%	21,0	22,8	23,0	1,02	1,01	1,00	4,4%	4,4%	4,5%	3,8%	3,9%	3,9%
Swiss Prime Site	CH Mixed	81,95	-0,2%	5 446	89%	15,5	23,3	22,8	1,15	1,15	1,14	4,9%	5,1%	5,4%	4,5%	4,5%	4,5%
Fonciere Des Regions	FR Office	78,36	+1,2%	5 359	112%	10,7	14,8	14,2	1,12	1,08	1,00	6,4%	6,5%	6,7%	5,5%	5,6%	5,7%
Gecina	FR Office	126,70	-2,6%	8 035	38%	4,9	22,7	23,4	1,03	0,93	0,89	4,3%	4,4%	4,5%	3,9%	4,0%	4,0%
Icade	FR Office	66,52	+1,9%	4 930	125%	-	15,5	14,6	1,36	1,42	1,50	6,2%	6,8%	7,1%	5,6%	5,8%	6,1%
Klepierre	FR Retail	36,15	-1,3%	11 364	79%	-	15,9	15,3	1,95	1,02	0,96	5,8%	6,2%	6,4%	4,7%	4,9%	5,2%
EuroCommercial	NL Retail	34,59	-3,1%	1 691	71%	8,0	16,2	15,2	0,92	0,89	0,85	5,9%	6,4%	6,5%	5,9%	5,9%	6,2%
Unibail - Rodamco	NL Retail	216,45	+1,0%	21 503	78%	9,1	19,4	18,6	1,33	1,20	1,10	4,8%	5,2%	5,5%	4,5%	4,7%	4,9%
Wereldhave	NL Retail	41,10	+3,2%	1 655	76%	17,5	11,9	11,8	0,82	0,84	0,83	8,3%	8,9%	8,7%	7,3%	7,5%	7,7%
Castellum	SE Mixed	120,70	+0,9%	3 396	140%	7,9	14,8	13,1	1,45	1,20	1,12	6,4%	5,7%	7,7%	3,5%	3,9%	4,3%
British Land Co	UK Mixed	6,22	+4,3%	7 637	58%	4,7	18,9	17,3	0,69	0,69	0,74	4,8%	5,4%	5,9%	4,6%	4,6%	4,7%
Capital & Counties	UK Retail	2,99	+5,8%	3 014	26%	5,8	-	-	0,86	0,95	0,94	0,6%	0,8%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%
Derwent London	UK Office	26,95	+11,1%	3 580	27%	3,9	35,6	31,2	0,76	0,79	0,85	2,5%	3,0%	3,0%	1,6%	1,7%	1,9%
Great Portland Estates	UK Office	6,46	+6,2%	2 649	23%	4,0	48,2	44,2	0,76	0,76	0,82	12,9%	2,1%	2,0%	1,4%	1,4%	1,4%
Hammerson	UK Retail	5,52	-1,0%	5 221	59%	5,9	19,0	18,0	0,78	0,77	0,77	5,0%	5,4%	5,6%	4,0%	4,3%	4,6%
Intu Properties	UK Retail	2,71	-0,6%	4 384	91%	6,9	18,6	18,2	0,73	0,73	0,88	5,0%	5,0%	5,1%	5,0%	5,1%	5,1%
Land Securities Group	UK Mixed	10,14	+2,0%	9 561	30%	6,0	23,5	21,7	0,68	0,70	0,74	4,1%	4,3%	4,6%	3,5%	3,3%	3,6%
Segro	UK Industr	4,46	+4,9%	4 410	53%	4,9	23,3	21,7	0,95	0,93	0,91	4,1%	4,2%	4,2%	3,5%	3,6%	3,7%
Shaftesbury	UK Mixed	9,01	-1,7%	2 993	30%	25,3	62,6	54,0	1,05	1,03	0,99	1,5%	1,5%	1,7%	1,6%	1,6%	1,7%
Mediana					65%	7,4	19,0	18,2	0,99	0,94	0,93	4,9%	5,2%	5,4%	4,3%	4,4%	4,6%

Źródło: Bloomberg; cena w walucie lokalnej (EUR, GBP, CHF lub SEK); *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

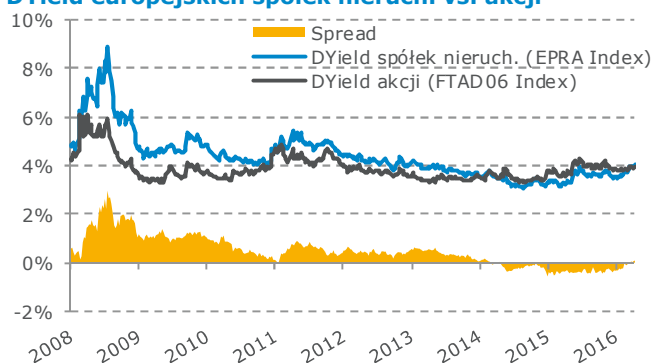
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



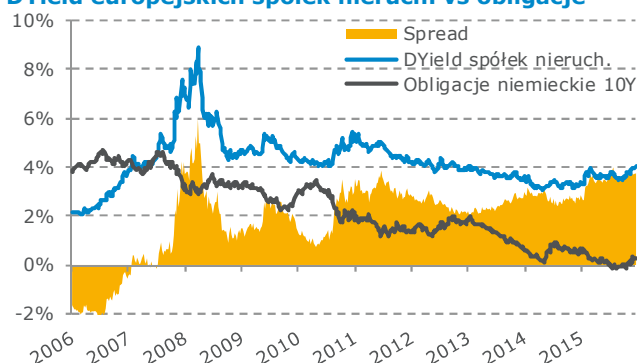
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



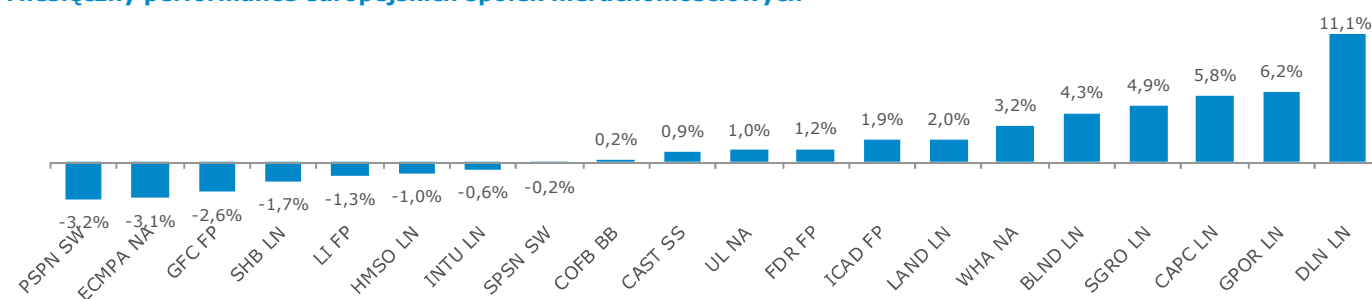
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



DYield europejskich spółek nieruch. vs. obligacje



Miesięczny performance europejskich spółek nieruchomościowych



Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek budowlanych

Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2016	2015	P/E 2016	2017	EV/EBITDA			DYield		
Strabag	AT	15%	100%	33,60	+11,3%	3 696	-18%	1,08	22,1	14,2	13,9	5,0	4,5	4,5	1,9%	2,9%	3,0%
Porr	AT	60%	100%	36,67	+9,4%	1 067	-48%	2,70	18,2	14,8	12,7	9,2	6,1	5,6	2,7%	3,6%	4,1%
Hochtief	DE	5%	100%	134,12	+9,3%	8 624	-37%	3,86	43,1	26,1	23,5	9,3	8,9	8,5	1,5%	1,7%	2,0%
Bouygues	FR	65%	75%	33,47	+15,8%	11 623	33%	1,45	28,1	20,1	16,3	7,6	6,5	5,9	4,8%	4,8%	4,8%
Salini	IT	15%	100%	2,87	+17,5%	1 413	36%	1,18	23,9	15,4	10,0	5,8	5,0	4,3	1,4%	1,5%	2,6%
Astaldi	IT	25%	80%	4,90	+24,5%	482	156%	0,70	5,9	5,3	4,6	7,6	6,0	5,9	4,1%	4,2%	4,8%
Mota Engil	PT	30%	80%	1,61	-11,0%	382	273%	0,83	17,9	6,7	8,3	5,4	5,1	4,7	4,0%	6,2%	4,5%
Skanska	SE	25%	60%	218,70	+12,2%	9 010	-9%	3,52	18,8	16,9	15,7	13,3	11,3	10,7	3,4%	3,6%	3,7%
PEAB	SE	80%	80%	72,40	-2,1%	1 951	36%	2,37	26,7	13,0	13,0	10,4	10,1	9,6	3,6%	4,0%	4,2%
NCC	SE	50%	100%	225,20	+0,6%	2 178	-1%	4,65	11,5	18,6	14,9	6,8	11,0	9,1	1,3%	3,4%	3,9%
Mediana							16%	1,91	20,5	15,1	13,4	7,6	6,3	5,9	3,1%	3,6%	4,0%

Źródło: Bloomberg; cena w walucie lokalnej (EUR lub SEK); *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2016	2015	P/E 2016	2017	EV/EBITDA			DYield			
OHL	ES	20%	20%	2,88	-18,5%	860	114%	0,27	15,5	6,4	5,6	7,1	6,6	6,2	1,6%	2,1%	3,5%	
Ferrovial	ES	20%	35%	16,90	+0,5%	12 376	87%	2,04	17,2	34,2	30,6	16,4	20,5	18,8	2,4%	4,3%	4,5%	
Acciona	ES	55%	10%	64,46	-5,4%	3 691	143%	0,99	17,7	17,7	16,1	7,7	8,2	7,7	3,9%	3,9%	4,1%	
FCC	ES	55%	25%	7,83	+1,5%	2 965	410%	2,81	-	31,3	22,6	9,8	9,0	8,8	-	-	-	
ACS	ES	15%	50%	29,20	+8,5%	9 188	41%	2,41	12,4	12,7	12,3	6,7	6,2	6,0	-	4,0%	4,0%	
Eiffage	FR	80%	30%	63,72	-3,9%	6 250	324%	1,74	18,6	15,4	13,5	9,1	8,2	7,9	2,4%	2,4%	2,7%	
Vinci	FR	60%	30%	62,38	-1,9%	37 257	76%	2,21	16,9	15,1	13,9	9,3	8,9	8,5	2,9%	3,2%	3,5%	
Mediana								114%	2,04	17,1	15,4	13,9	9,1	8,2	7,9	2,4%	3,5%	3,8%

Źródło: Bloomberg; cena w walucie lokalnej (EUR); *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

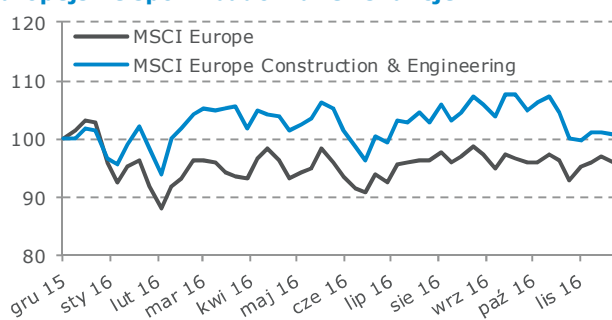
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



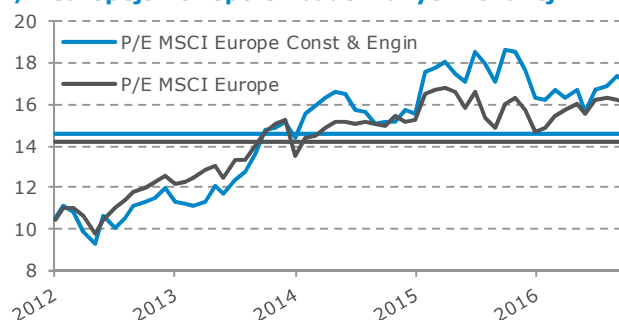
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



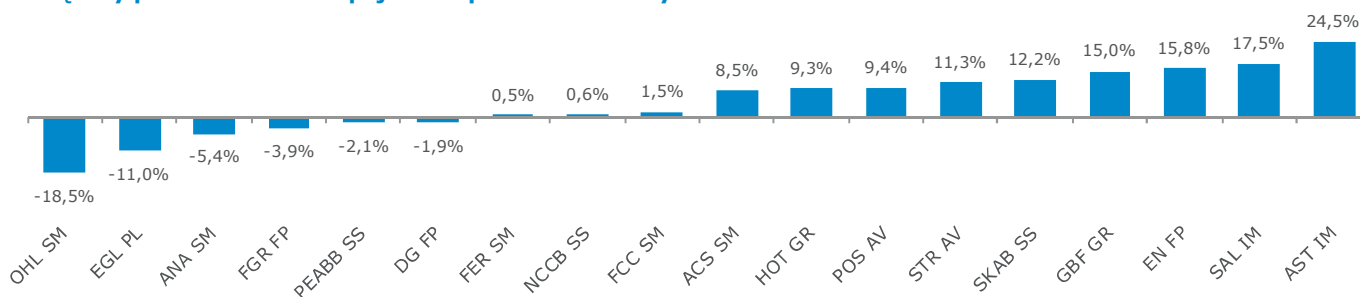
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



P/E europejskich spółek budowlanych vs. akcji



Miesięczny performance europejskich spółek budowlanych



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Komisja Europejska

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

EBIT/ EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

EBITDA/ EV – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej

P/ E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

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

MCap – bieżąca kapitalizacja rynkowa

Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m) – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca

ATX – Austrian Traded Index of all companies listed in Austria

DAX – German Stock Index of 30 selected blue chip stocks traded on the Frankfurt Stock Exchange

EPRA Index – FTSE EPRA Global Real Estate Index

FDA06 Index – FTSE Developed Europe Index

GDBR10 Index – German Generic Government Bonds 10 Year Yield

PRZEWAGA (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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 12 grudnia 2016 o godzinie 8:46.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 grudnia 2016 o godzinie 8:46.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoapartatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

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.

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 poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
ARCHICOM

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

ATAL

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	27,77
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

BBI DEVELOPMENT

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,86
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

BUDIMEX

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	47 900,66	48 260,19	44 294,15

CAPITAL PARK

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	6,55
WIG w dniu rekomendacji	47 790,29

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2016-05-30	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	54,40	49,47
WIG w dniu rekomendacji	46 634,55	43 236,46

ECHO INVESTMENT

rekomendacja	trzymaj	akumuluj
data wydania	2016-04-06	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	6,52	5,77
WIG w dniu rekomendacji	47 790,29	44 294,89

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj
data wydania	2015-12-03
kurs z dnia rekomendacji	141,00
WIG w dniu rekomendacji	47 002,61

ELEKTROTIM

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	12,22	14,63	16,08
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78

ERBUD

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	25,95	25,95
WIG w dniu rekomendacji	43 563,88	44 294,89

GTC

rekomendacja	trzymaj
data wydania	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	8,25
WIG w dniu rekomendacji	47 900,66

HERKULES

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-10-11	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	3,79	3,75
WIG w dniu rekomendacji	48 027,79	43 770,51

J.W. CONSTRUCTION

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2016-11-09	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	4,50	4,05
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63	43 236,46

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
LC CORP

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2014-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,67
WIG w dniu rekomendacji	52 216,05

LOKUM DEWELOPER

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	13,32
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

PA NOVA

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-09-12
kurs z dnia rekomendacji	25,89
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14

POLNORD

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	13,40
WIG w dniu rekomendacji	43 770,51

ROBYG

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2016-10-28	2016-01-28
kurs z dnia rekomendacji	2,93	2,83
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28	43 236,46

RONSON

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-10-28	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	1,34	1,54
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28	48 675,96

TORPOL

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14	2015-12-08
kurs z dnia rekomendacji	10,68	10,80	9,81	12,75
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	45 017,78	46 510,96

TRAKCJA

rekomendacja	przeważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-03-08	2016-01-11
kurs z dnia rekomendacji	11,80	12,31	12,60	12,30
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	46 843,48	43 770,51

ULMA

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2016-12-12	2015-12-08
kurs z dnia rekomendacji	63,50	76,85
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75	46 510,96

UNIBEP

rekomendacja	kupuj	akumuluj	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06	2016-02-03	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	10,00	10,85	11,79	9,89	9,89
WIG w dniu rekomendacji	49 647,48	47 899,61	47 980,57	43 563,88	44 294,89

VANTAGE DEVELOPMENT

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	2,79
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

ZUE

rekomendacja	równoważ	przeważaj	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2016-11-07	2016-09-12	2016-08-12	2016-05-11	2015-12-08
kurs z dnia rekomendacji	8,55	8,19	8,18	8,10	8,99
WIG w dniu rekomendacji	47 610,85	47 326,14	48 675,96	46 178,72	46 510,96

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Marczak
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia, surowce, metale

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

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

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

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

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

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

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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