

wtorek, 10 stycznia 2017 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: styczeń 2017

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Budownictwo

- Rynek:** Produkcja budowlana w listopadzie wciąż była na silnym minusie (-13% r/r), a wskaźniki ogólnego klimatu lekko poniżej odczytów sprzed roku.
- Przetargi:** Dotychczas otwarto oferty w około połowie dużych przetargów kolejowych ogłoszonych do końca 2016 r., a spółki giełdowe powiększyły portfele zamówień o: Torpol 1,1 mld PLN, Trakcja 0,9 mld PLN, ZUE 0,9 mld PLN, Budimex 0,3 mld PLN. W 1Q'17 do kolejnych otworzyć na kolei dołączają przetargi drogowe, wstrzymywane od ponad roku. Ekspozycję na rynek infrastruktury utrzymywalibyśmy poprzez **Budimex, Trakcję i Torpol**.
- Odbicie kursu **Elektrobudowy** uważamy za całkowicie zasłużone. Spółka ma potencjał do dalszego wzrostu (szczegóły w raporcie z dn. 22.12.2016).
- Unibep** oferuje najlepszą ekspozycję na rozgrzane budownictwo mieszkaniowe. Obecnie jest najtańszy w sektorze na P/E'17 (9,1x).
- Wciąż uważamy, że za wcześnie jest na doważanie mniejszych spółek z sektora (**Elektrotim, Herkules, ZUE**), których wyniki 4Q mogą wyglądać marnie, szczególnie względem wysokiej bazy z ubiegłego roku.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGAŻENIE: UNIBEP, ELBUDOWA, TRAKCJA, BUDIMEX, ERBUD, TORPOL

Deweloperzy

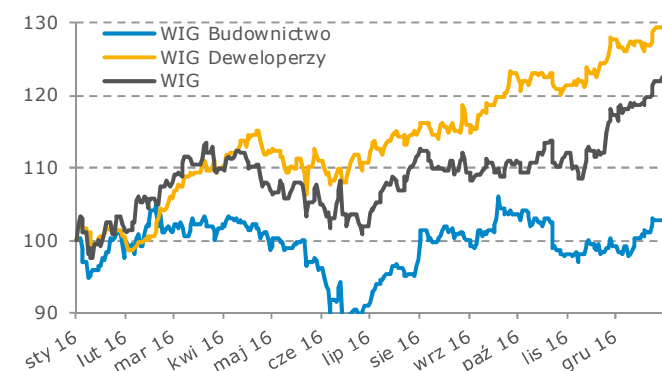
- Sprzedaż mieszkań** wśród deweloperów giełdowych wzrosła w 4Q'16 o **19% r/r** i **18% q/q**, przekraczając nasze prognozy z październikowego komentarza o 15%. 6 z 12 spółek osiągnęło najlepszy wynik w historii (Dom, Robyg, Atal, Ronson, Lokum, Echo). Nasze prognozy dla 10 spółek z sektora implikują **P/E'17=7,7x** oraz **P/E'18=6,5x** i wyglądają coraz bardziej konserwatywnie w kontekście silnego popytu na mieszkania przy jednoczesnej stabilizacji podaży na szerokim rynku (dane GUS).
- Przekazania mieszkań** wśród deweloperów giełdowych wzrosły w 4Q'16 o **31% r/r** i **74% q/q**, zapowiadając bardzo dobre wyniki finansowe (nominalnie i relatywnie r/r).
- Robyg:** większa liczba przekazania w 4Q oraz wcześniejsze zaskoczenie na wynikach 3Q oznaczają, że nasza prognoza ZN'16=94 mln PLN może być przekroczona o 10-15% (P/E'16=7,5x), a DPS'17 może osiągnąć 0,24-0,25 PLN (8,0-8,3%).
- LC Corp:** przyspieszenie przekazania w 4Q w połączeniu z wysokim kursem EUR/PLN przełoży się na ZN'16 ok. 140 mln PLN (P/E'16=6,3x), ok. 60% powyżej naszej prognozy.
- Spadek m/m kursów **Atalu, Lokum, Dom, LC Corp i Robyga** jest według nas okazją do kupna. Obniżamy pozycjonowanie **Vantage** z OW do N po pięciu miesiącach wzrostu kursu. Jednocześnie podnosimy **Archicom** z N do OW.
- Nie widzimy fundamentalnych argumentów do odbicia kursu **BBI** w ostatnim miesiącu. Obniżamy pozycjonowanie z N do UW.
- Po korekcie o dywidendę zaliczkową **Echo** jest notowane na P/BV z 37% premią do **GTC**, co skłania do relatywnego przeważenia tej drugiej spółki. Nominalnie wyniki 4Q będą dobre w obu spółkach lecz tylko GTC pobije bazę z ubiegłego roku.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGAŻENIE: LC CORP, LOKUM, ATAL, ROBYG, DOM, ARCHICOM

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Elbudowa	+16,3%	+3%
Herkules	+9,7%	+1%
Elektrotim	+8,1%	+4%
Unibep	+7,4%	+1%
Torpol	+6,2%	+1%
Ulma	+5,0%	-2%
Trakcja	+4,8%	-0%
Erbud	+3,6%	+3%
ZUE	+2,2%	-0%
Budimex	-0,1%	+1%
WIG Bud.	+3,6%	+1%
WIG	+4,6%	+2%
Deweloperzy	M/M	YTD
Ronson	+15,6%	-3%
BBI Dev.	+11,5%	+4%
Vantage Dev.	+11,5%	+2%
Archicom	+5,1%	-0%
Echo Inv.	+4,5%	+12%
P.A. Nova	+1,3%	+1%
Capital Park	+0,2%	+0%
JWC	-0,2%	+5%
Robyg	-0,7%	+1%
LC Corp	-1,0%	+1%
GTC	-1,9%	-0%
Dom Dev.	-2,1%	-4%
Lokum Dew.	-4,6%	+7%
Polnord	-7,9%	+2%
Atal	-11,0%	-1%
WIG Dewel.	+1,2%	+2%
WIG	+4,6%	+2%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	+4,1%	-0%
DAX	+3,2%	+1%
AT Dewel.	+1,9%	+2%
ATX	+3,1%	+2%
EU Dewel.	+1,5%	-1%
EU Bud.	+4,1%	+2%
EU Akcje	+2,6%	+1%

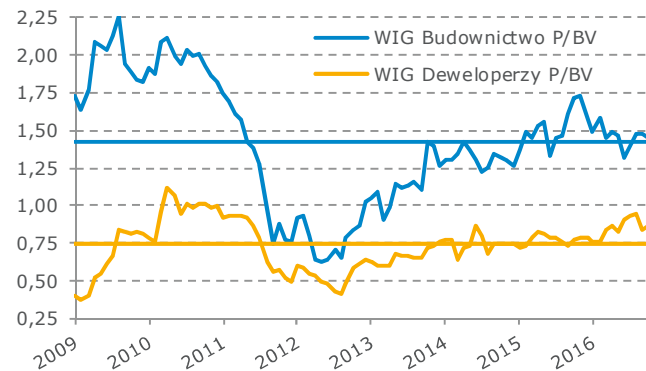
*zmiana w okresie 11.12-09.01

WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy na tle WIG



Źródło: Bloomberg

P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy

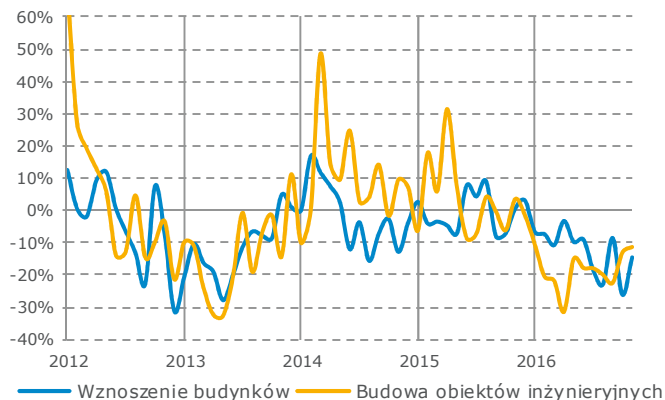


Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

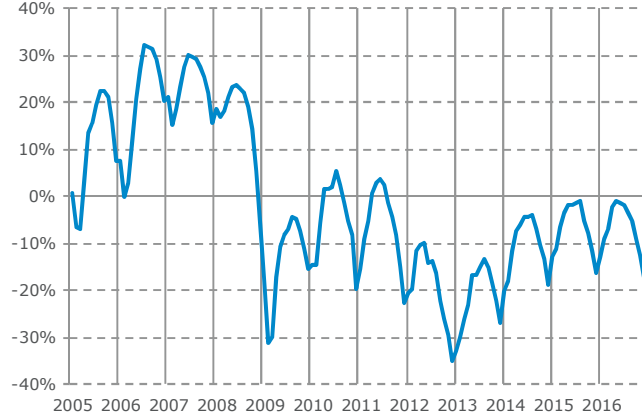
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Budimex	5 124	2 929	-2 195	642	-342%	5 134	5 625	6 424	315	415	462	292	391	439	236	320	366
Elektrobudowa	518	482	-36	405	-9%	1 243	1 039	971	78	77	74	63	64	59	50	56	49
Elektrotim	124	119	-4	80	-5%	354	260	273	29	7	15	26	4	12	22	2	9
Erbud	366	387	21	257	8%	1 763	1 620	1 761	62	66	71	52	55	60	28	36	39
Herkules	143	241	98	227	43%	156	133	135	63	40	42	44	18	21	32	13	14
Torpol	269	312	43	212	20%	1 225	667	689	56	50	27	43	36	13	32	26	9
Trakcja	727	815	88	754	12%	1 329	1 394	1 546	99	100	99	77	78	76	50	58	59
Ulma	350	292	-58	297	-20%	182	185	217	62	65	78	9	18	28	6	14	21
Unibep	378	437	59	220	27%	1 243	1 398	1 497	31	52	61	23	44	53	24	33	41
ZUE	205	119	-86	203	-42%	542	333	416	32	3	13	23	-6	3	17	-4	3
Suma	8 205	6 134	-2 071	3 297	-63%	13 171	12 655	13 929	826	876	943	652	701	762	496	554	611
Dynamika r/r						6%	-4%	10%	21%	6%	8%	31%	7%	9%	39%	12%	10%
Dynamika r/r bez BDX						8%	-13%	7%	24%	-10%	4%	43%	-14%	5%	58%	-10%	5%

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	200,70	-0,1%	21,7	16,0	14,0	8,8	6,7	6,2	8,6	7,2	6,8	3,0%	4,1%	6,3%
Elektrobudowa	OW	OW	146,00	109,20	+16,3%	10,3	9,3	10,6	5,9	6,0	5,4	1,3	1,2	1,2	-	3,7%	4,6%
Elektrotim	N	N	-	12,38	+8,1%	5,7	69,2	13,1	2,7	15,5	7,6	1,3	1,5	1,4	4,8%	10,0%	6,5%
Erbud	OW	OW	36,00	28,70	+3,6%	13,2	10,3	9,4	4,6	4,8	4,4	1,2	1,1	1,1	1,7%	4,2%	4,9%
Herkules	N	N	-	3,29	+9,7%	4,4	10,9	10,0	3,7	5,9	5,5	0,6	0,6	0,6	1,8%	4,9%	4,3%
Torpol	OW	OW	-	11,70	+6,2%	8,4	10,3	31,5	0,5	4,6	8,8	1,2	1,2	1,2	4,3%	5,9%	4,8%
Trakcja	OW	OW	-	14,15	+4,8%	14,5	12,5	12,4	5,9	7,3	7,0	1,0	1,0	0,9	-	2,4%	2,8%
Ulma	N	N	-	66,67	+5,0%	63,6	25,0	16,5	4,6	4,4	3,8	1,2	1,2	1,1	-	-	1,5%
Unibep	OW	OW	12,10	10,79	+7,4%	16,1	11,3	9,1	10,5	7,0	5,8	1,7	1,6	1,4	1,4%	1,6%	2,8%
ZUE	N	N	-	8,89	+2,2%	11,9	-	63,9	1,7	41,5	13,1	0,9	1,0	1,0	-	3,7%	-
Mediana						12,5	11,3	12,7	4,6	6,4	6,0	1,2	1,2	1,1	2,4%	4,1%	4,6%

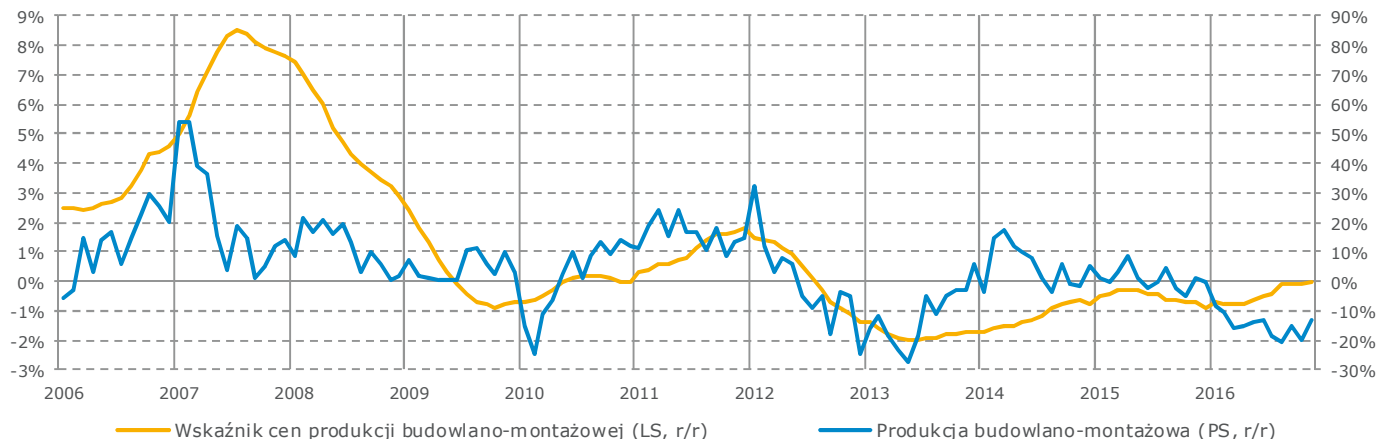
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

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

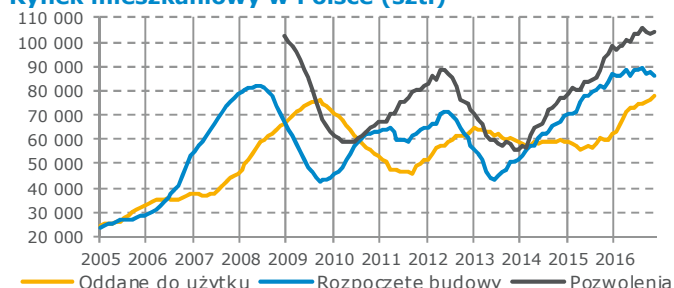
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

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	355	378	24	362	7%	157	256	292	43	44	54	0	-4	0	43	42	44
Atal	1 092	1 370	279	686	41%	227	512	850	41	115	209	0	0	0	47	93	166
BBI Dev.	91	226	135	237	57%	8	79	28	-3	0	2	3	0	0	-3	-3	-1
Capital Park	676	1 717	1 041	963	108%	72	124	138	40	81	95	55	-21	10	44	14	43
Dom Dev.	1 427	1 518	90	844	11%	904	1 116	1 150	101	156	187	0	0	0	81	126	150
Echo Inv.	2 394	3 910	1 517	1 843	82%	586	779	846	160	303	345	751	58	126	514	223	240
GTC	3 760	6 914	3 155	3 304	95%	491	528	591	278	317	374	106	188	621	189	338	750
JWC	411	723	312	663	47%	202	483	485	-7	66	81	31	-2	0	6	34	57
LC Corp	886	1 599	713	1 366	52%	450	484	869	132	144	229	22	-2	29	109	87	183
Lokum Dew.	231	280	49	219	22%	129	190	204	38	47	51	0	0	0	34	40	41
P.A. Nova	250	637	387	315	123%	139	159	175	34	46	51	0	0	0	18	26	29
Polnord	269	658	389	729	53%	251	187	335	-87	5	23	-32	0	0	-136	8	26
Robyg	792	1 217	426	501	85%	480	535	464	62	113	112	-3	0	0	80	94	91
Ronson	425	564	139	447	31%	281	359	308	27	46	47	0	0	0	19	34	35
Vantage Dev.	206	443	237	347	68%	95	123	275	11	13	41	6	17	0	12	24	27
Suma	13 266	22 156	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	OW	N	-	15,24	+5,1%	6,6	8,5	8,0	0,98	0,94	0,88	9,2	9,1	7,8	-	6,0%	5,9%
Atal	OW	OW	-	28,20	-11,0%	23,1	11,8	6,6	1,75	1,63	1,39	31,7	11,6	6,0	-	2,2%	4,2%
BBI Dev.	UW	N	-	0,87	+11,5%	-	-	-	0,38	0,39	0,39	-	-	94,2	-	-	-
Capital Park	N	N	6,50	6,30	+0,2%	15,1	48,1	15,7	0,69	0,69	0,67	40,5	22,1	21,4	-	-	-
Dom Dev.	OW	OW	69,50	57,60	-2,1%	17,7	11,3	9,5	1,61	1,54	1,50	15,6	9,5	7,8	3,9%	5,6%	8,8%
Echo Inv.	N	N	2,73	5,80	+4,5%	4,7	10,7	10,0	0,65	1,29	1,37	35,1	19,6	18,6	-	91%	14,7%
GTC	N	N	8,20	8,17	-1,9%	19,9	11,1	5,0	1,37	1,19	1,01	22,0	22,7	20,1	-	-	-
JWC	N	N	-	4,63	-0,2%	71,7	12,1	7,2	0,66	0,62	0,57	-	11,2	8,7	-	-	-
LC Corp	OW	OW	-	1,98	-1,0%	8,1	10,2	4,9	0,65	0,65	0,60	11,9	13,0	8,5	-	9,1%	7,6%
Lokum Dew.	OW	OW	-	12,85	-4,6%	6,7	5,7	5,7	1,10	0,97	0,87	5,2	5,9	5,2	2,3%	4,8%	5,7%
P.A. Nova	N	N	-	25,00	+1,3%	14,0	9,7	8,7	0,82	0,78	0,76	18,4	13,4	11,8	2,0%	3,0%	4,0%
Polnord	N	N	-	8,24	-7,9%	-	33,0	10,4	0,37	0,37	0,35	-	123,2	27,3	-	-	-
Robyg	OW	OW	3,89	3,01	-0,7%	9,9	8,4	8,7	1,59	1,47	1,39	16,2	10,5	10,0	3,7%	6,6%	7,6%
Ronson	N	N	-	1,56	+15,6%	22,0	12,4	12,1	0,93	0,90	0,88	21,3	12,5	12,4	2,6%	5,1%	5,8%
Vantage Dev.	N	OW	-	3,30	+11,5%	17,2	8,7	7,8	0,61	0,58	0,56	34,8	33,3	11,1	-	3,9%	5,8%
Mediana						15,1	10,9	8,3	0,82	0,90	0,87	19,8	12,8	11,1	2,6%	5,4%	5,8%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (szt.)*



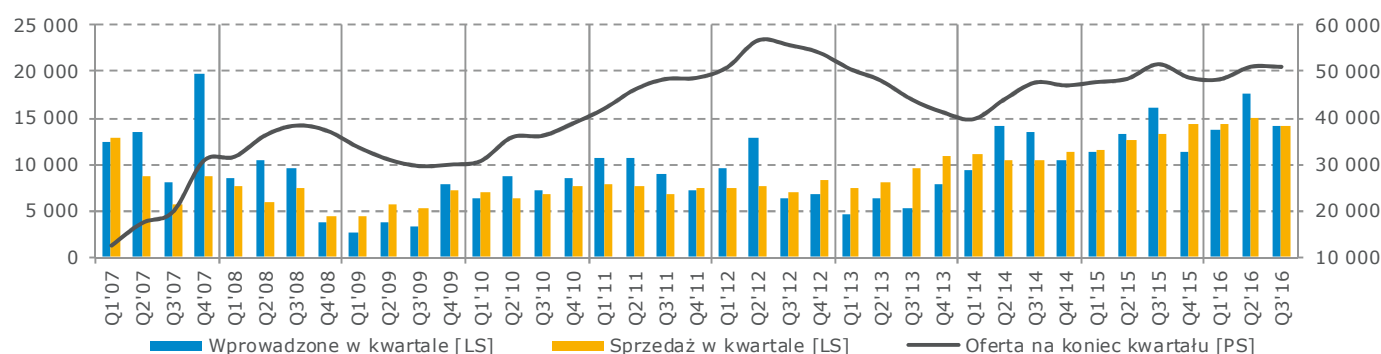
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



Źródło: Home Broker i Open Finance

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



Źródło: REAS

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	14,23	+1,7%	679	288%	7,8	6,4	8,3	0,91	0,90	0,81	1,9%	3,5%	4,8%	-	-	-	
ADO Properties	Resi	32,28	+5,3%	1 424	53%	6,4	19,1	20,0	1,44	0,93	0,82	2,9%	3,1%	4,2%	-	1,7%	2,2%	
Alstria Office	Office	11,84	+4,2%	1 813	78%	-	14,5	15,4	0,58	1,05	1,00	4,8%	6,3%	5,9%	4,2%	4,4%	4,6%	
Deutsche Wohnen	Resi	30,33	+3,0%	10 234	68%	8,4	26,9	23,9	1,54	1,21	1,05	3,0%	3,8%	4,1%	1,8%	2,4%	2,7%	
DIC Asset	Office	9,14	+7,2%	627	160%	30,5	29,5	20,2	0,80	0,83	0,83	7,7%	7,5%	8,2%	4,0%	4,0%	4,1%	
Duutsche EuroShop	Retail	38,84	+3,2%	2 095	74%	6,8	15,4	14,7	1,19	1,10	1,05	6,0%	5,9%	6,1%	-	3,6%	3,7%	
Grand City Properties	Resi	16,98	+6,9%	2 611	87%	6,3	10,0	10,8	1,18	1,12	0,99	4,8%	5,4%	6,4%	1,2%	2,8%	3,3%	
Hamborner REIT	Mixed	8,91	+3,1%	711	73%	36,1	29,0	27,3	1,38	1,31	1,46	5,4%	5,5%	5,8%	4,7%	4,8%	5,0%	
LEG Immobilien	Resi	74,65	+4,0%	4 717	100%	20,0	16,3	15,3	1,58	1,30	1,14	4,5%	5,2%	5,8%	3,0%	3,7%	4,1%	
TAG Immobilien	Resi	12,41	+4,3%	1 818	158%	10,5	13,2	13,4	1,56	1,31	1,24	4,8%	5,3%	5,7%	4,4%	4,6%	4,8%	
TLG Immobilien	Mixed	17,54	+3,2%	1 182	84%	8,3	15,0	13,8	1,23	1,10	1,02	5,6%	6,4%	7,0%	1,4%	4,7%	5,2%	
Vonovia	Resi	31,04	+3,5%	14 463	94%	13,6	12,6	17,3	1,24	1,12	1,07	4,1%	5,0%	5,5%	3,0%	3,6%	4,0%	
Mediana						85%	8,4	15,2	15,3	1,23	1,11	1,04	4,8%	5,3%	5,8%	3,0%	3,7%	4,1%

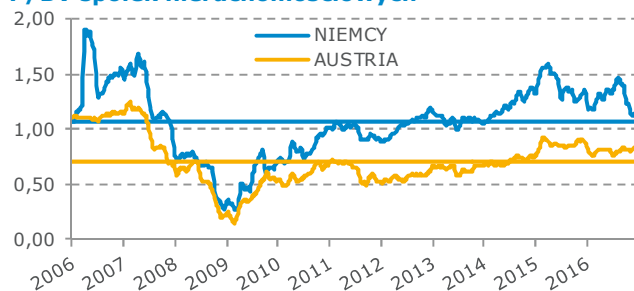
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

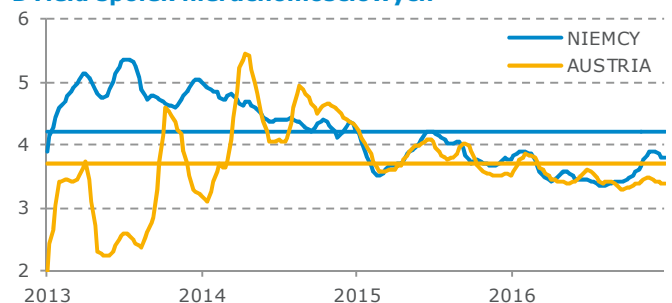
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
BUWOG	Resi	22,05	+3,2%	2 200	113%	9,3	24,6	23,2	1,30	1,30	1,15	3,5%	4,5%	4,9%	3,1%	3,2%	3,4%
CA Immobilien	Office	17,60	+1,6%	1 739	56%	7,8	13,5	14,0	0,82	0,75	0,72	4,5%	5,2%	6,0%	2,8%	3,3%	3,7%
Conwert Immobilien	Resi	16,28	+1,1%	1 659	67%	17,1	12,8	15,2	1,17	1,09	1,06	3,4%	5,0%	5,3%	2,1%	3,0%	3,3%
Immofinanz	Mixed	1,90	-5,8%	1 850	101%	-	30,6	35,8	0,63	0,56	0,59	7,5%	0,2%	0,7%	-	3,2%	3,4%
Atrium European RE	Retail	3,98	+5,3%	1 499	43%	-	12,5	12,1	0,74	0,75	0,74	7,8%	7,5%	7,9%	6,8%	6,8%	6,9%
S Immo	Mixed	10,54	+5,9%	705	155%	9,0	5,8	15,1	1,13	0,98	0,94	4,3%	7,6%	6,2%	-	3,2%	3,5%
Mediana					84%	9,2	13,2	15,1	0,97	0,86	0,84	4,4%	5,1%	5,6%	3,0%	3,2%	3,5%

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

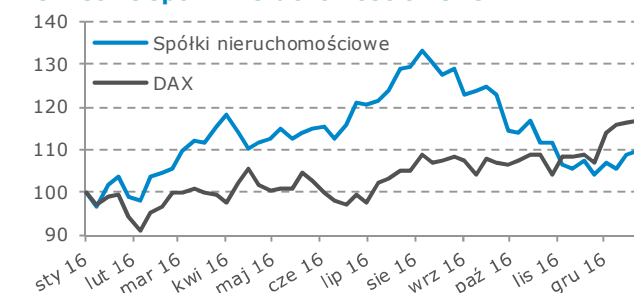
P/BV spółek nieruchomościowych



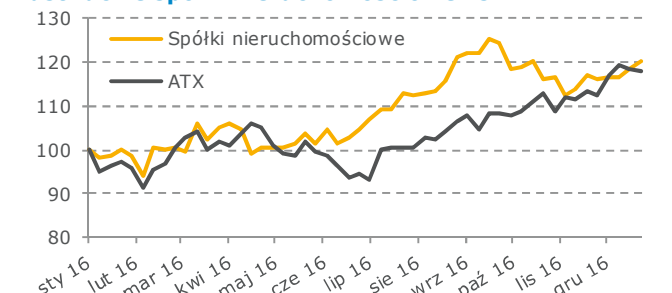
DYield spółek nieruchomościowych



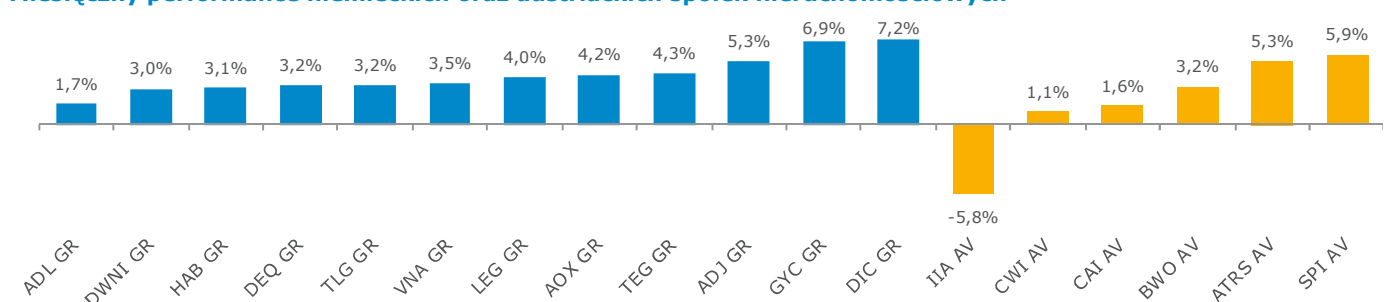
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



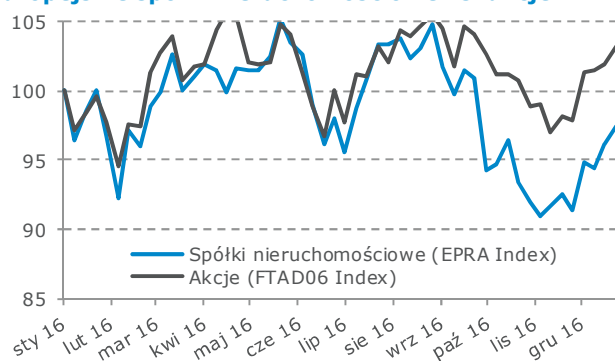
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

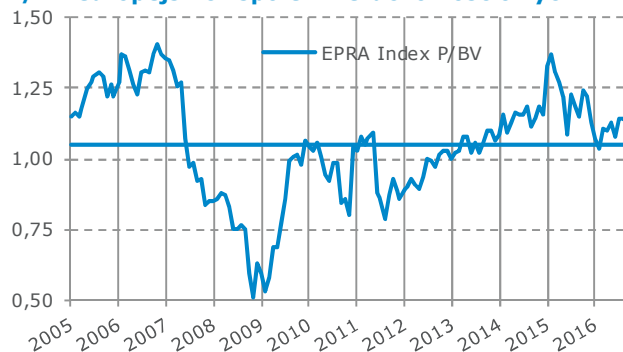
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Cofinimmo	BE Mixed	107,30	+1,7%	2 183	80%	20,5	16,8	16,4	1,14	1,21	1,19	5,8%	5,4%	5,4%	5,1%	5,1%	5,2%
PSP Swiss Property	CH Office	88,00	+2,3%	3 760	53%	21,5	23,3	23,5	1,04	1,03	1,03	4,3%	4,3%	4,4%	3,8%	3,8%	3,8%
Swiss Prime Site	CH Mixed	84,50	+3,1%	5 626	81%	15,9	24,1	23,5	1,19	1,18	1,18	4,7%	5,0%	5,2%	4,4%	4,4%	4,4%
Fonciere Des Regions	FR Office	82,65	+5,5%	5 683	115%	11,3	16,0	15,5	1,19	1,14	1,06	6,1%	6,2%	6,4%	5,2%	5,3%	5,4%
Gecina	FR Office	128,45	+1,4%	8 148	38%	5,0	23,1	23,9	1,04	0,94	0,90	4,3%	4,3%	4,3%	3,9%	3,9%	3,9%
Icade	FR Office	68,00	+2,2%	5 040	126%	-	15,7	14,9	1,39	1,45	1,54	6,1%	5,8%	6,3%	5,5%	5,7%	6,0%
Klepierre	FR Retail	36,66	+1,4%	11 523	78%	-	16,1	15,5	1,98	1,03	0,97	5,7%	6,1%	6,4%	4,6%	4,9%	5,1%
EuroCommercial	NL Retail	36,31	+5,0%	1 775	71%	8,4	17,0	16,0	0,97	0,94	0,90	5,7%	6,1%	6,2%	5,6%	5,6%	5,9%
Unibail - Rodamco	NL Retail	223,95	+3,5%	22 249	80%	9,4	20,0	19,2	1,38	1,22	1,13	4,6%	5,0%	5,3%	4,3%	4,5%	4,7%
Wereldhave	NL Retail	43,95	+6,9%	1 770	76%	18,7	12,8	12,6	0,88	0,89	0,88	7,8%	8,6%	8,3%	6,8%	7,0%	7,2%
Castellum	SE Mixed	121,70	+0,8%	3 473	138%	8,0	15,4	13,5	1,46	1,21	1,16	6,4%	5,7%	7,6%	3,5%	3,8%	4,2%
British Land Co	UK Mixed	6,26	+0,6%	7 391	58%	4,8	19,0	17,2	0,69	0,70	0,74	4,8%	5,4%	5,9%	4,5%	4,6%	4,7%
Capital & Counties	UK Retail	2,88	-3,7%	2 791	26%	5,6	-	-	0,83	0,91	0,91	0,7%	0,8%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%
Derwent London	UK Office	26,90	-0,2%	3 436	27%	3,9	35,5	31,2	0,76	0,79	0,85	2,5%	3,0%	3,0%	1,6%	1,8%	1,9%
Great Portland Estates	UK Office	6,57	+1,7%	2 591	23%	4,0	49,0	44,1	0,77	0,77	0,84	12,6%	2,1%	2,0%	1,4%	1,4%	1,4%
Hammerson	UK Retail	5,67	+2,6%	5 152	59%	6,1	19,5	18,5	0,81	0,79	0,79	4,9%	5,4%	5,6%	3,9%	4,2%	4,5%
Intu Properties	UK Retail	2,77	+2,2%	4 307	92%	7,1	19,0	18,7	0,75	0,76	1,02	4,9%	5,0%	5,2%	4,9%	5,0%	5,0%
Land Securities Group	UK Mixed	10,34	+2,0%	9 375	30%	6,1	23,9	22,0	0,70	0,72	0,74	4,0%	4,2%	4,5%	3,4%	3,2%	3,5%
Segro	UK Industr	4,70	+5,4%	4 470	50%	5,1	24,6	22,9	1,00	0,98	0,94	3,9%	3,9%	4,0%	3,3%	3,4%	3,6%
Shaftesbury	UK Mixed	9,15	+1,6%	2 927	29%	25,7	63,5	56,5	1,07	1,05	1,03	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,7%
Mediana					65%	7,5	19,5	18,7	1,02	0,96	0,95	4,8%	5,0%	5,3%	4,1%	4,3%	4,4%

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

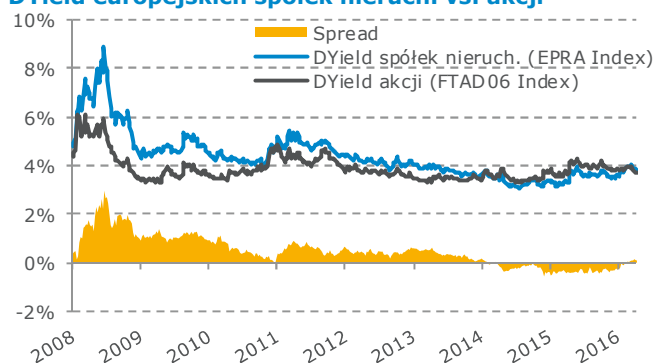
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



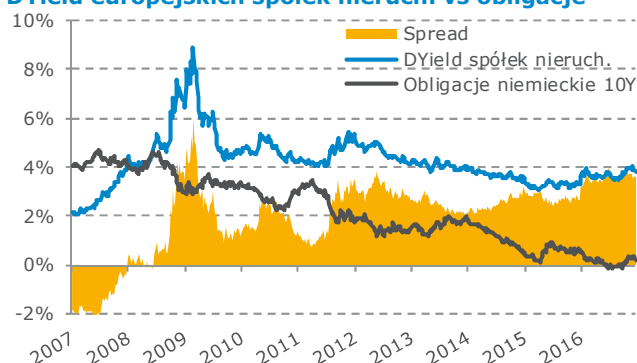
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



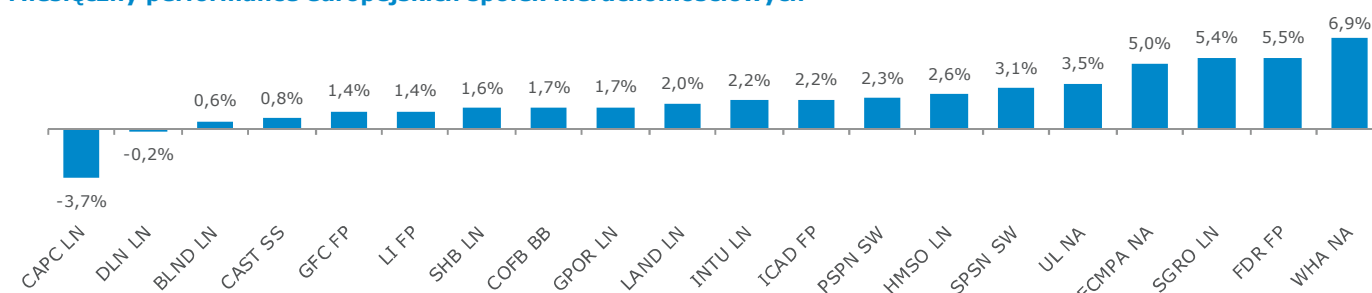
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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 2015	2016	2017	DYield 2015	2016	2017
Strabag	AT	15%	100%	34,81	+3,6%	3 829	-18%	1,12	22,9	14,7	14,4	5,1	4,7	4,6	1,9%	2,8%	2,9%
Porr	AT	60%	100%	38,60	+5,3%	1 123	-48%	2,85	19,1	15,6	13,4	9,7	6,4	5,9	2,6%	3,4%	3,9%
Hochtief	DE	5%	100%	133,21	-0,7%	8 566	-37%	3,84	42,8	26,0	23,4	9,2	8,9	8,4	1,5%	1,7%	2,0%
Bouygues	FR	65%	75%	33,93	+1,4%	11 784	33%	1,47	28,5	20,3	16,4	7,6	6,6	6,0	4,7%	4,7%	4,7%
Salini	IT	15%	100%	3,10	+7,9%	1 524	36%	1,30	25,8	18,2	11,7	6,0	5,3	4,5	1,3%	1,5%	2,3%
Astaldi	IT	25%	80%	5,69	+16,1%	560	156%	0,81	6,9	6,1	5,3	7,8	6,3	6,1	3,5%	3,7%	4,2%
Mota Engil	PT	30%	80%	1,63	+1,4%	388	273%	0,84	18,1	6,8	8,5	5,5	5,1	4,7	4,0%	6,1%	4,5%
Skanska	SE	25%	60%	212,70	-2,7%	8 889	-10%	3,42	18,3	16,4	15,3	12,9	10,9	10,4	3,5%	3,7%	3,8%
PEAB	SE	80%	80%	71,30	-1,5%	1 949	36%	2,34	26,3	12,8	12,8	10,2	10,0	9,5	3,6%	4,1%	4,3%
NCC	SE	50%	100%	222,60	-1,2%	2 184	0%	4,59	11,4	19,3	15,3	6,8	11,2	9,3	1,3%	3,3%	3,8%
Mediana								16%	1,90	21,0	16,0	7,7	6,5	6,0	3,1%	3,5%	3,9%

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 2015	2016	2017	DYield 2015	2016	2017
OHL	ES	20%	20%	3,55	+23,4%	1 061	112%	0,33	19,1	7,5	6,5	7,4	7,0	6,7	1,3%	1,5%	2,6%
Ferrovial	ES	20%	35%	18,09	+7,0%	13 248	89%	2,20	18,5	36,6	34,1	17,1	21,6	19,9	2,2%	4,0%	4,2%
Acciona	ES	55%	10%	71,20	+10,5%	4 077	143%	1,09	19,5	19,7	17,0	8,1	8,5	8,0	3,5%	3,5%	3,7%
FCC	ES	55%	25%	7,85	+0,3%	2 974	410%	2,82	-	30,1	23,0	9,9	9,0	8,8	-	-	-
ACS	ES	15%	50%	30,05	+2,9%	9 456	40%	2,48	12,8	13,1	12,6	6,9	6,3	6,2	-	3,9%	3,9%
Eiffage	FR	80%	30%	67,66	+6,2%	6 636	323%	1,85	19,8	16,3	14,3	9,3	8,4	8,1	2,2%	2,3%	2,5%
Vinci	FR	60%	30%	66,00	+5,8%	38 894	77%	2,30	17,9	16,0	14,7	9,6	9,1	8,7	2,8%	3,1%	3,3%
Mediana								112%	2,20	18,8	16,3	9,3	8,5	8,1	2,2%	3,3%	3,5%

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

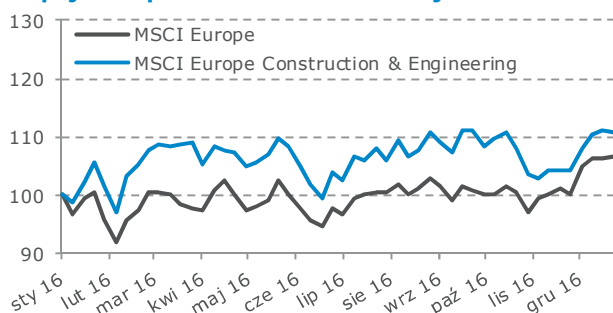
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



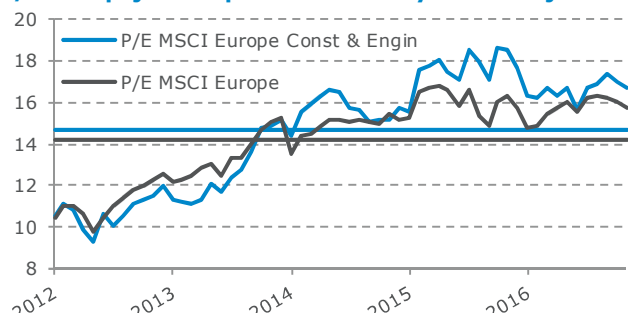
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



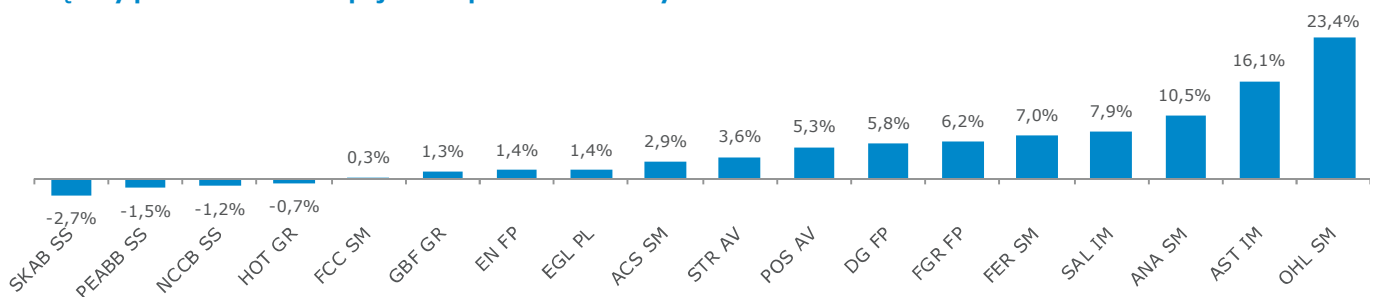
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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**NIEDOWAGAŻENIE (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 10 stycznia 2017 o godzinie 8:55.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 10 stycznia 2017 o godzinie 8:55.

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	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	15,24	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	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	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-01-10	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,87	0,86
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	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	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	98,50
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

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

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
data wydania	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	63,50
WIG w dniu rekomendacji	50 693,75

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	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-01-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,30	2,79
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63	48 651,28

ZUE

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

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

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