

poniedziałek, 6 marca 2017 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: marzec 2017

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Budownictwo

- Po wzroście WIG-Budownictwo o **26% YTD** sektor jest wyceniony na **P/E'17=15,4x** oraz **EV/EBITDA'17=8,0x**. Rynek dyskontuje wyniki sektora w 2018, rozgrywając poprawę koniunktury w budownictwie i wzrost aktywności inwestycyjnej sektora publicznego.
- Rynek:** Dynamika produkcji budowlanej za I'17 wyniosła +2,1% r/r. Jest to pierwszy dodatni odczyt od ponad roku. W I-II'17 po raz pierwszy od pół roku wzrost r/r wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie.
- Kolej:** Szacujemy, że otwarto już około 70% ofert w kontraktach kolejowych zaplanowanych do podpisania w 2017, co wyczerpuje w około 20% pulę środków przewidzianych na lata '16-23 (64 mld PLN). Udział spółek giełdowych w dużych przetargach wynosi łącznie 47%: Torpol (15%, 1,6 mld PLN), Trakcja, (12%, 1,3 mld PLN), ZUE (10%, 1,0 mld PLN), Budimex (9%, 1,0 mld PLN). W marcu liczymy na liczne otwarcia na kolei. W drogach przetargi już powinny być wznowione, lecz wciąż tego nie widzimy w praktyce. Pula środków na lata 2014-23 (107 mld PLN) jest rozdysonowana w niespełna 50%. Podtrzymujemy przeważenie **Budimeksu, Trakcji i Torpolu** licząc na kolejne zwycięstwa w przetargach publicznych.
- Po silnym wzroście kursu w lutym, obniżamy pozycjonowanie **Elektrotimu** do „UW” oczekując słabych wyników za 4Q'16. Z kolei **Elektrobudowa**, notowana z 26% dyskontem do sektora na P/E i EV/EBITDA '17 jest jedną z najtańszych spółek w sektorze.
- Unibep i Erbud** są notowane z 15-20% dyskontem do sektora. Z powyższej pary preferujemy Unibep, w związku z wysoką dynamiką ZN'17, silną ekspozycją na rynek mieszkaniowy oraz ekspansją segmentu domów modułowych w Skandynawii.
- Obniżamy prognozy ZN'16 **Herkulesa** o 19% uwzględniając dużą konkurencję w sektorze w końcu minionego roku. Liczymy na silne odbicie wyników w '17, podtrzymując „N”.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAŻENIE: ELBUDOWA, BUDIMEX, UNIBEP, TRAKCJA

Deweloperzy

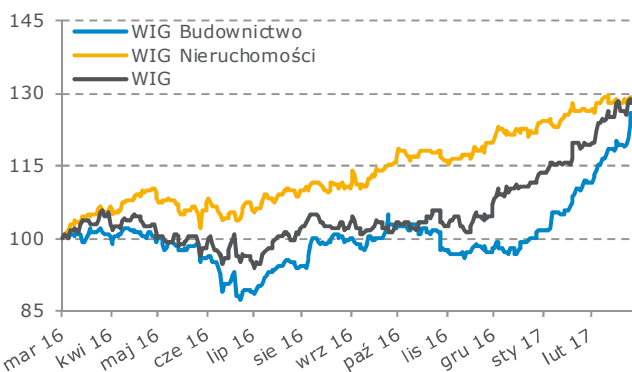
- Indeks WIG-Nieruchomości wzrósł o **5% YTD**, co czyni go drugim najsłabszym indeksem sektorowym na GPW (po WIG-Telekomunikacja). Sektor jest wyceniony na **P/E'17=8,7x** oraz **P/B'17=0,82x** i oferuje perspektywę dalszego wzrostu wyników po 2017 r. Relatywnie słabe zachowanie kursów jest zapewne wywołane obawami o następstwa oczekiwanego wzrostu stóp procentowych. Według nas przesadzonymi obawami.
- Sezon **publikacji wyników** dopiero rusza, a kilka spółek powinno pokazać znaczące dynamiki zysku netto (Robyg: +160%, Archicom: +108%, GTC: +89%, LC Corp: +28%, P.A. Nova: +27%). Spodziewamy się pozytywnego feedbacku z konferencji po wynikach.
- Za miesiąc deweloperzy opublikują **wolumeny sprzedaży mieszkań** za 1Q'17. Liczymy na kolejny kwartał wzrostu r/r, co może być impulsem dla kursów.
- Wysoka dywidenda za 2016 w **Ronsonie**, według nas, będzie jednorazowa. Aktualizujemy prognozy, obniżając pozycjonowanie do „UW”.
- W **GTC** ewentualna emisja akcji na kolejne akwizycje nie uzasadnia spadku kursu w lutym. Podtrzymujemy „OW” w oczekiwaniu na bardzo dobre wyniki 4Q'16.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAŻENIE: LC CORP, LOKUM, ATAL, ROBYG, DOM, ECHO, GTC

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Elektrotim	+26,9%	+27%
Budimex	+16,1%	+30%
ZUE	+16,1%	+19%
Unibep	+15,9%	+23%
Herkules	+15,0%	+21%
Erbud	+12,9%	+19%
Torpol	+5,3%	+19%
Trakcja	+4,0%	+20%
Ulma	+2,9%	+3%
Elbudowa	-0,6%	+10%
WIG Bud.	+13,0%	+26%
WIG	+7,0%	+15%
Deweloperzy	M/M	YTD
Dom Dev.	+11,4%	+15%
Atal	+9,8%	+11%
Ronson	+9,8%	+13%
Polnord	+6,8%	+2%
Robyg	+4,4%	+5%
JWC	+3,2%	+10%
BBI Dev.	+2,5%	-1%
LC Corp	+1,5%	+5%
Lokum Dew.	+1,3%	+15%
Vantage Dev.	-0,3%	+8%
Capital Park	-2,1%	+2%
GTC	-2,3%	+0%
Echo Inv.	-2,6%	+10%
Archicom	-2,6%	-1%
P.A. Nova	-5,3%	+0%
WIG Nieruch.	+1,7%	+5%
WIG	+7,0%	+15%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	+3,2%	+3%
DAX	+3,2%	+5%
AT Dewel.	+2,2%	+4%
ATX	+2,5%	+7%
EU Dewel.	+3,1%	+0%
EU Bud.	+4,1%	+7%
EU Akcje	+0,8%	+4%

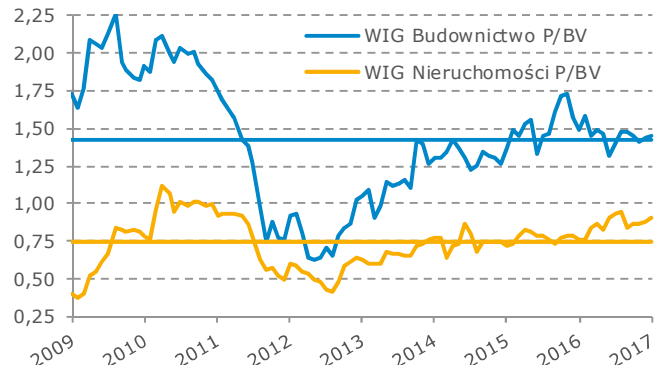
*zmiana w okresie 05.02-05.03

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



Źródło: Bloomberg

P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości

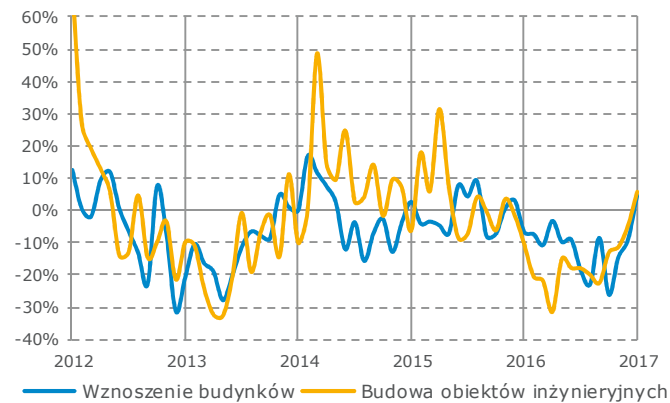


Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

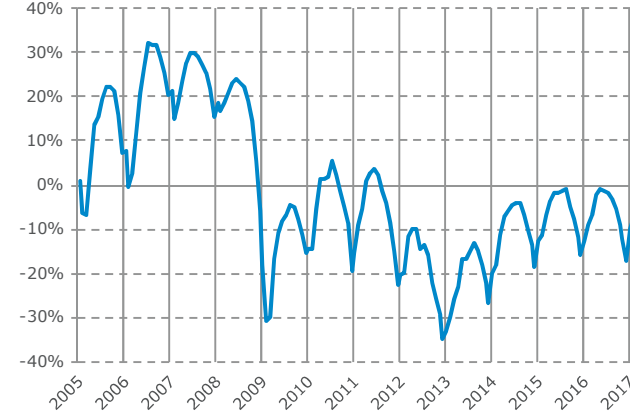
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	6 551	4 356	-2 195	642	-342%	5 572	6 392	6 615	531	511	461	505	483	432	410	401	357
Elektrobudowa	555	519	-36	405	-9%	1 039	971	961	77	74	70	64	59	55	56	49	46
Elektrotim	150	146	-4	80	-5%	260	273	265	7	15	13	4	12	10	2	9	8
Erbud	426	447	21	257	8%	1 763	1 903	1 964	68	61	62	56	49	50	36	32	33
Herkules	170	268	98	227	43%	130	137	141	37	43	45	15	21	23	11	15	17
Torpol	319	362	43	212	20%	717	689	1 091	37	33	54	23	19	39	16	13	29
Trakcja	874	962	88	754	12%	1 394	1 546	2 062	100	99	131	78	76	108	58	59	85
Ulma	368	310	-58	297	-20%	185	217	245	65	78	96	18	28	41	14	21	31
Unibep	459	518	59	220	27%	1 257	1 497	1 536	49	63	61	41	55	52	32	42	40
ZUE	244	158	-86	203	-42%	333	416	701	3	13	36	-6	3	26	-4	3	21
Suma	10 117	8 047	-2 071	3 297	-63%	12 650	14 040	15 580	975	991	1 029	796	803	835	630	644	667
Dynamika r/r						-4%	11%	11%	18%	2%	4%	22%	1%	4%	27%	2%	4%
Dynamika r/r bez BDX						-12%	8%	17%	-13%	8%	18%	-19%	10%	26%	-16%	11%	28%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	nowe	stare				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	OW	OW	238,40	256,60	+16,1%	16,0	16,4	18,3	7,4	8,6	10,2	8,2	8,1	8,5	3,2%	5,9%	6,0%
Elektrobudowa	OW	OW	146,00	116,90	-0,6%	9,9	11,4	12,0	6,5	5,9	6,0	1,3	1,2	1,2	3,4%	4,3%	5,3%
Elektrotim	UW	N	-	15,07	+26,9%	84,2	15,9	19,6	19,1	9,3	11,1	1,8	1,7	1,7	8,2%	5,3%	5,3%
Erbud	OW	OW	33,50	33,27	+12,9%	11,8	13,4	13,1	4,8	5,3	5,1	1,3	1,3	1,2	3,6%	3,5%	3,7%
Herkules	N	N	-	3,92	+15,0%	15,9	11,5	9,9	7,3	6,1	5,6	0,7	0,7	0,7	4,1%	3,6%	4,1%
Torpol	OW	OW	-	13,88	+5,3%	20,4	24,5	11,0	8,0	8,8	5,5	1,5	1,4	1,3	5,0%	2,5%	2,0%
Trakcja	OW	OW	-	17,01	+4,0%	15,0	14,9	10,3	8,8	8,5	6,3	1,2	1,1	1,0	2,0%	2,4%	2,9%
Ulma	N	N	-	70,00	+2,9%	26,2	17,3	11,7	4,7	4,0	3,3	1,2	1,2	1,1	-	1,4%	3,6%
Unibep	OW	OW	12,80	13,10	+15,9%	14,5	11,0	11,5	9,3	7,4	7,6	1,9	1,7	1,5	1,3%	2,1%	2,8%
ZUE	N	N	-	10,60	+16,1%	-	76,2	11,6	53,3	16,2	6,1	1,2	1,2	1,1	3,1%	-	0,7%
Mediana						15,9	15,4	11,6	7,7	8,0	6,1	1,3	1,3	1,2	3,4%	3,5%	3,6%

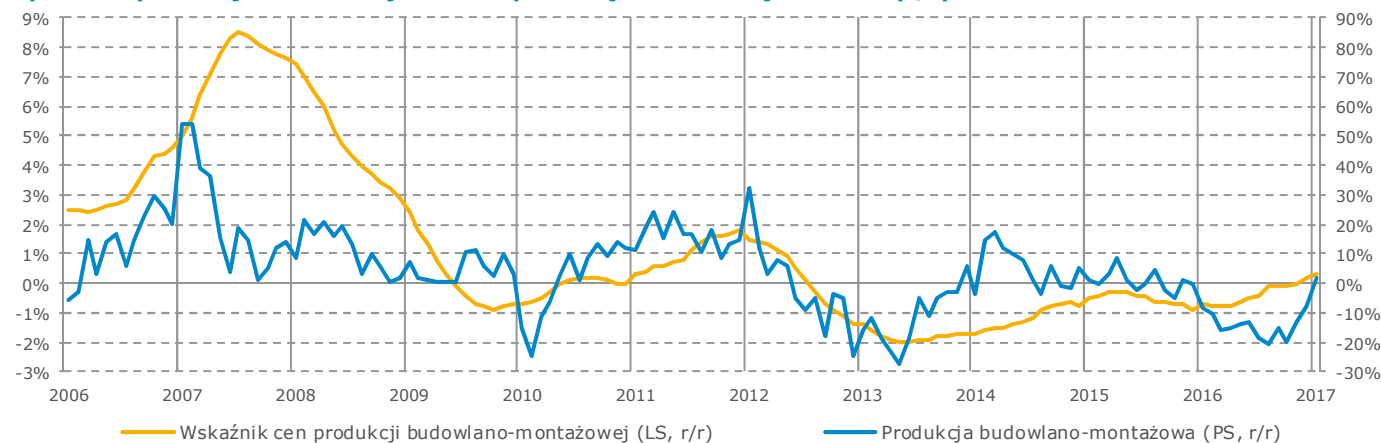
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

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

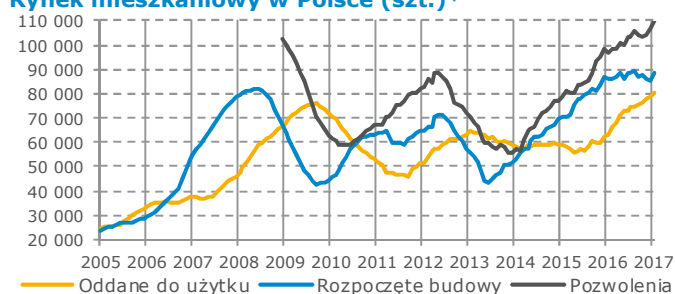
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	351	375	24	362	7%	284	292	313	48	52	58	-4	0	10	50	47	52
Atal	1 233	1 512	279	686	41%	502	850	986	113	209	236	0	0	0	90	166	188
BBI Dev.	87	222	135	237	57%	79	28	83	0	2	14	0	0	0	-3	-1	9
Capital Park	696	1 737	1 041	963	108%	113	129	143	65	84	101	77	-69	39	46	15	83
Dom Dev.	1 698	1 788	90	844	11%	1 153	1 196	1 284	157	204	209	0	0	0	126	165	169
Echo Inv.	2 365	3 881	1 517	1 843	82%	449	411	636	35	7	68	505	271	272	392	224	279
GTC	3 788	6 767	2 979	3 121	95%	531	614	691	313	370	433	390	379	110	698	532	357
JWC	431	742	312	663	47%	464	497	644	62	84	106	-2	0	0	31	60	81
LC Corp	922	1 635	713	1 366	52%	544	713	944	162	193	260	70	-59	41	140	109	216
Lokum Dew.	248	296	49	219	22%	188	204	264	46	50	61	0	0	0	40	41	49
P.A. Nova	248	635	387	315	123%	159	175	178	46	51	47	0	0	0	26	29	26
Polnord	270	659	389	729	53%	192	339	322	13	24	28	-9	0	0	6	28	29
Robyg	818	1 244	426	501	85%	529	440	698	123	98	164	0	0	0	106	81	131
Ronson	295	434	139	447	31%	485	266	315	85	22	51	0	0	0	65	14	37
Vantage Dev.	219	456	237	347	68%	123	275	315	13	41	51	17	0	0	24	26	35
Suma	13 668	22 383	8 715	12 642	69%	5 796	6 430	7 817	1 281	1 490	1 888	1 045	522	473	1 835	1 536	1 740
Dynamika r/r						30%	11%	22%	47%	16%	27%				-	-16%	13%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	nowe	stare				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	OW	OW	-	15,10	-2,6%	7,0	7,5	6,7	0,91	0,86	0,80	7,3	7,8	7,2	6,1%	7,1%	6,7%
Atal	OW	OW	-	31,85	+9,8%	13,6	7,4	6,6	1,85	1,57	1,38	13,1	6,7	5,8	1,9%	3,7%	6,7%
BBI Dev.	UW	UW	-	0,83	+2,5%	-	-	9,6	0,37	0,37	0,36	-	92,5	7,2	-	-	-
Capital Park	OW	OW	8,09	6,45	-2,1%	14,8	46,0	8,4	0,68	0,68	0,64	27,3	21,0	18,4	-	-	1,6%
Dom Dev.	OW	OW	72,50	68,50	+11,4%	13,5	10,3	10,1	1,83	1,75	1,74	10,5	8,1	8,0	4,7%	7,4%	9,7%
Echo Inv.	OW	OW	6,64	5,73	-2,6%	6,0	10,5	8,5	1,54	1,40	1,27	84,3	520,4	52,6	104%	3%	4,7%
GTC	OW	OW	9,59	8,23	-2,3%	5,4	7,1	10,6	1,07	1,00	0,93	22,7	19,6	17,4	-	1,9%	2,5%
JWC	N	N	-	4,85	+3,2%	14,0	7,2	5,3	0,66	0,60	0,54	12,3	8,6	5,9	-	-	-
LC Corp	OW	OW	-	2,06	+1,5%	6,6	8,5	4,3	0,65	0,63	0,57	11,2	10,7	8,1	8,7%	7,3%	7,8%
Lokum Dew.	OW	OW	-	13,76	+1,3%	6,2	6,0	5,0	1,04	0,93	0,82	6,1	5,3	4,0	4,5%	5,2%	5,4%
P.A. Nova	N	N	-	24,80	-5,3%	9,6	8,6	9,6	0,78	0,75	0,74	13,4	11,8	12,7	3,0%	4,0%	6,0%
Polnord	N	N	-	8,28	+6,8%	44,5	9,7	9,4	0,37	0,36	0,34	48,9	26,0	20,4	-	-	-
Robyg	OW	OW	3,95	3,11	+4,4%	7,7	10,1	6,3	1,49	1,44	1,29	9,4	11,3	6,4	6,4%	7,7%	8,0%
Ronson	UW	N	-	1,80	+9,8%	4,6	21,5	8,0	0,82	0,86	0,81	5,3	21,8	9,4	4,4%	10,6%	5,6%
Vantage Dev.	N	N	-	3,51	-0,3%	9,2	8,3	6,3	0,62	0,60	0,56	34,2	11,4	9,2	3,7%	5,4%	4,4%
Mediana						8,5	8,6	8,0	0,82	0,86	0,80	12,7	11,4	8,1	4,6%	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.)*



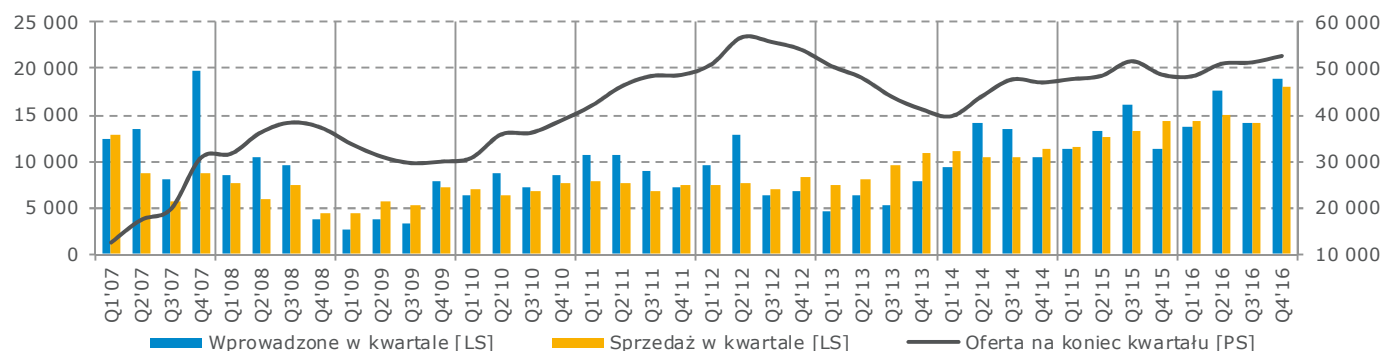
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

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

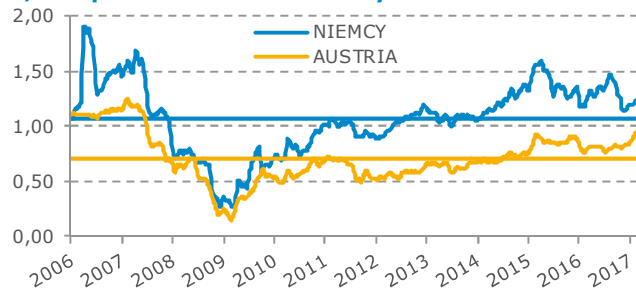
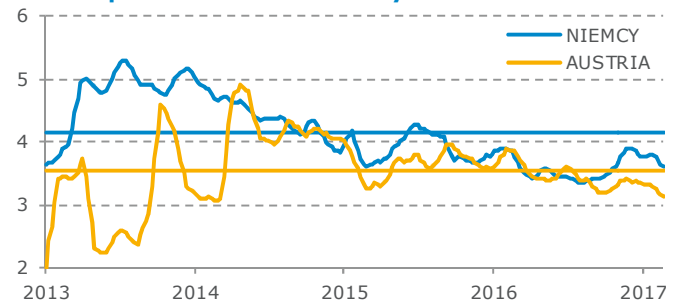
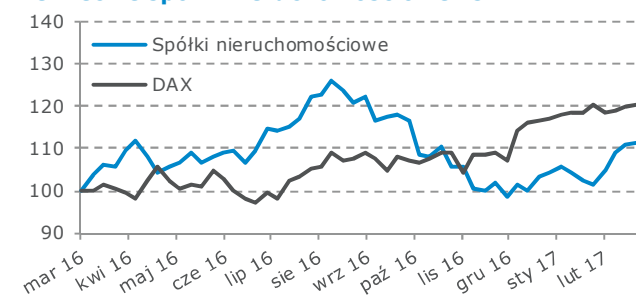
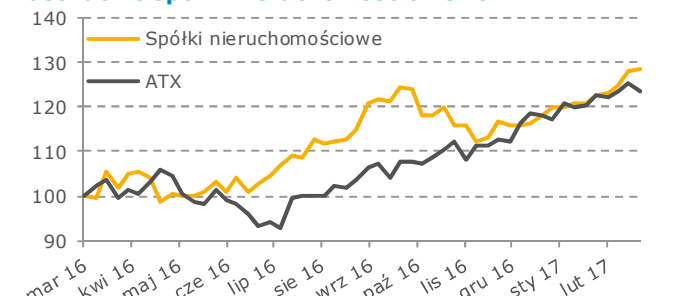
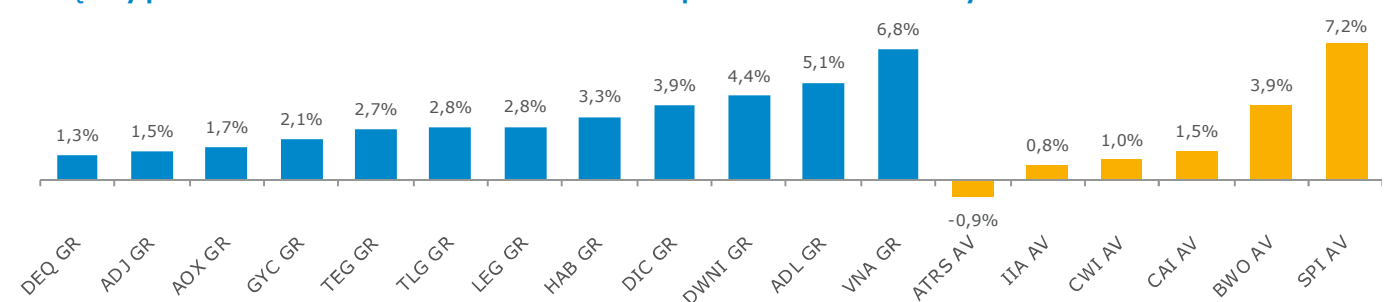
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield			
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
Adler Real Estate	Resi	14,59	+5,1%	696	221%	6,8	9,2	8,4	0,87	0,77	0,69	3,4%	4,6%	5,8%	-	-	0,2%	
ADO Properties	Resi	34,01	+1,5%	1 500	58%	12,2	15,0	16,8	0,98	0,86	0,76	3,2%	3,8%	4,3%	1,6%	2,0%	2,3%	
Alstria Office	Office	11,49	+1,7%	1 760	71%	9,9	15,2	14,8	1,02	0,97	0,94	6,6%	5,9%	6,2%	4,5%	4,7%	4,9%	
Deutsche Wohnen	Resi	31,63	+4,4%	11 218	57%	14,2	19,3	19,7	1,23	1,08	0,99	3,6%	3,9%	4,2%	2,3%	2,6%	2,7%	
DIC Asset	Office	9,53	+3,9%	653	165%	-	19,4	18,6	0,87	0,87	0,86	7,2%	9,1%	9,5%	4,2%	4,5%	4,8%	
Duutsche EuroShop	Retail	39,08	+1,3%	2 108	67%	14,2	15,3	14,5	1,10	1,05	1,02	5,9%	6,1%	6,2%	3,6%	3,7%	3,8%	
Grand City Properties	Resi	17,45	+2,1%	2 683	81%	19,1	16,2	14,9	1,14	1,00	0,86	5,1%	6,2%	7,1%	2,8%	3,3%	3,9%	
Hamborner REIT	Mixed	9,30	+3,3%	741	98%	42,6	39,2	34,4	1,44	1,33	1,32	5,3%	5,6%	6,5%	4,6%	4,8%	5,0%	
LEG Immobilien	Resi	76,20	+2,8%	4 815	90%	17,2	15,2	14,8	1,40	1,16	1,05	5,5%	5,8%	6,2%	3,6%	4,0%	4,3%	
TAG Immobilien	Resi	12,70	+2,7%	1 861	152%	8,6	17,4	15,9	1,60	1,29	1,21	5,3%	5,8%	6,3%	4,3%	4,7%	4,9%	
TLG Immobilien	Mixed	18,02	+2,8%	1 337	81%	15,1	14,6	13,6	1,14	1,06	1,00	6,3%	6,5%	6,9%	4,6%	4,9%	5,3%	
Vonovia	Resi	32,85	+6,8%	15 321	94%	22,4	17,3	18,0	1,15	1,09	1,00	4,8%	5,4%	5,6%	3,4%	3,9%	4,1%	
Mediana						85%	14,2	15,8	15,4	1,14	1,05	0,99	5,3%	5,8%	6,2%	3,6%	4,0%	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			
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
BUWOG	Resi	23,18	+3,9%	2 312	106%	9,8	25,1	19,2	1,37	1,21	1,11	4,3%	3,8%	4,6%	3,0%	3,2%	3,8%	
CA Immobilien	Office	18,77	+1,5%	1 854	57%	14,0	14,6	14,0	0,79	0,76	0,73	5,0%	5,7%	6,3%	3,1%	3,4%	3,7%	
Conwert Immobilien	Resi	16,42	+1,0%	1 673	58%	13,0	15,9	15,5	1,11	1,07	1,03	5,1%	4,9%	5,2%	2,9%	3,1%	3,5%	
Immofinanz	Mixed	1,74	+0,8%	1 807	105%	-	23,8	20,9	0,58	0,59	0,59	4,0%	1,2%	5,8%	-	3,5%	4,2%	
Atrium European RE	Retail	3,88	-0,9%	1 461	39%	12,6	12,3	13,5	0,73	0,72	0,71	7,1%	7,5%	7,8%	7,0%	7,0%	7,1%	
S Immo	Mixed	11,74	+7,2%	785	134%	7,9	16,1	14,9	1,01	0,95	0,92	6,9%	5,6%	6,1%	2,9%	3,2%	3,4%	
Mediana						81%	12,6	16,0	15,2	0,90	0,86	0,83	5,0%	5,3%	5,9%	3,0%	3,3%	3,7%

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


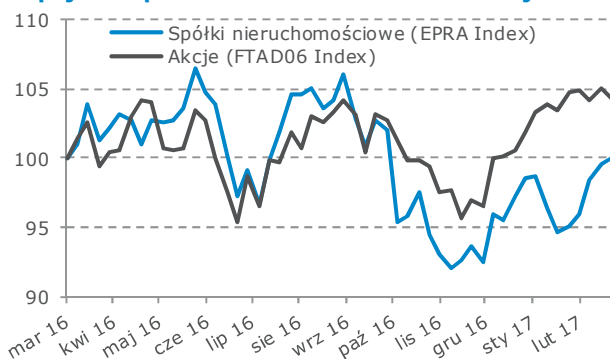
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

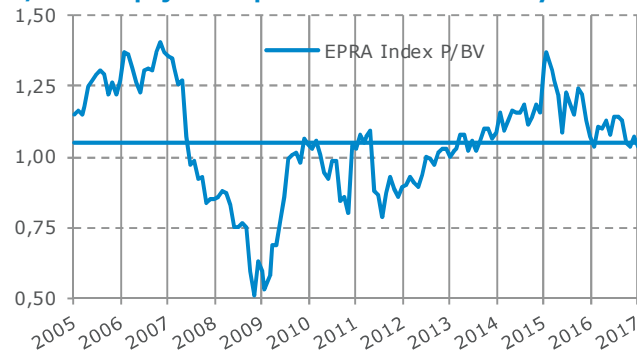
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield			
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
Cofinimmo	BE Mixed	105,60	+1,0%	2 149	82%	22,8	15,9	16,0	1,20	1,16	1,12	5,5%	5,5%	5,9%	5,2%	5,2%	5,3%	
PSP Swiss Property	CH Office	93,90	+3,9%	4 027	56%	25,1	25,1	24,8	1,11	1,10	1,09	4,1%	4,1%	4,4%	3,5%	3,6%	3,6%	
Swiss Prime Site	CH Mixed	86,65	+3,3%	5 790	87%	19,6	23,6	23,0	1,20	1,20	1,19	4,9%	5,1%	5,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Fonciere Des Regions	FR Office	78,44	+1,8%	5 792	99%	6,8	15,1	14,5	1,02	0,98	0,92	6,6%	6,6%	7,0%	5,6%	5,7%	5,9%	
Gecina	FR Office	121,10	+2,2%	7 682	43%	9,4	23,7	22,1	2,39	0,87	0,84	4,6%	4,3%	4,6%	4,3%	4,2%	4,3%	
Icade	FR Office	67,33	+1,3%	4 990	139%	85,2	14,7	14,1	1,45	1,53	1,64	5,9%	6,3%	6,5%	5,9%	6,1%	6,3%	
Klepierre	FR Retail	35,48	+1,0%	11 152	77%	9,3	15,0	14,3	1,09	0,98	0,95	6,3%	6,6%	6,8%	5,1%	5,3%	5,6%	
EuroCommercial	NL Retail	33,72	-0,4%	1 648	67%	7,8	15,0	14,1	0,90	0,83	0,83	6,5%	6,6%	7,0%	6,1%	6,3%	6,5%	
Unibail - Rodamco	NL Retail	217,45	+1,1%	21 613	76%	8,9	18,4	17,3	1,25	1,10	1,05	5,2%	5,5%	5,7%	4,7%	4,9%	5,2%	
Wereldhave	NL Retail	41,19	+0,9%	1 659	77%	16,5	11,9	11,6	0,84	0,84	0,82	9,2%	8,7%	8,9%	7,5%	7,6%	7,8%	
Castellum	SE Mixed	120,90	-1,6%	3 465	115%	5,7	14,0	13,1	1,10	1,10	1,07	5,7%	7,7%	8,3%	4,1%	4,3%	4,5%	
British Land Co	UK Mixed	6,24	+6,4%	7 433	51%	4,8	17,1	17,2	0,69	0,73	0,79	5,4%	6,0%	5,8%	4,5%	4,7%	4,9%	
Capital & Counties	UK Retail	2,92	+5,6%	2 863	31%	-	-	-	0,88	0,92	0,87	0,8%	1,0%	1,1%	0,5%	0,5%	0,5%	
Derwent London	UK Office	27,54	+10,4%	3 552	27%	52,2	31,4	28,4	0,78	0,85	1,00	3,0%	3,0%	3,8%	1,4%	1,9%	2,1%	
Great Portland Estates	UK Office	6,47	+2,9%	2 574	18%	4,0	43,1	38,9	0,76	0,82	0,85	2,1%	2,0%	2,5%	1,4%	1,4%	1,5%	
Hammerson	UK Retail	5,86	+6,4%	5 381	59%	14,6	19,0	18,5	0,80	0,81	0,79	5,2%	5,3%	5,6%	4,1%	4,3%	4,6%	
Intu Properties	UK Retail	2,84	+5,7%	4 457	97%	20,7	19,1	18,6	0,77	0,79	0,80	5,0%	5,1%	5,2%	4,9%	4,9%	5,0%	
Land Securities Group	UK Mixed	10,61	+5,7%	9 713	28%	6,3	22,4	21,3	0,72	0,75	0,78	4,1%	4,4%	4,6%	3,3%	3,4%	3,6%	
Segro	UK Industr	4,97	+5,1%	4 779	49%	9,2	24,0	21,9	0,99	0,96	0,92	3,8%	3,9%	4,1%	3,3%	3,4%	3,6%	
Shaftesbury	UK Mixed	9,17	+2,2%	2 962	34%	25,8	56,3	50,1	1,07	1,03	0,98	1,5%	1,9%	2,3%	1,6%	1,7%	1,8%	
Mediana						63%	9,4	19,0	18,5	1,00	0,94	0,92	5,1%	5,2%	5,4%	4,3%	4,3%	4,5%

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

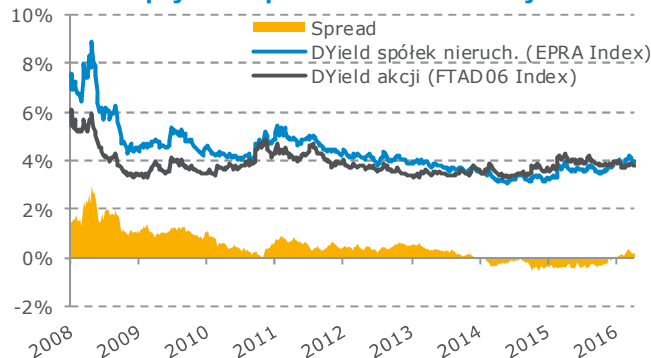
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



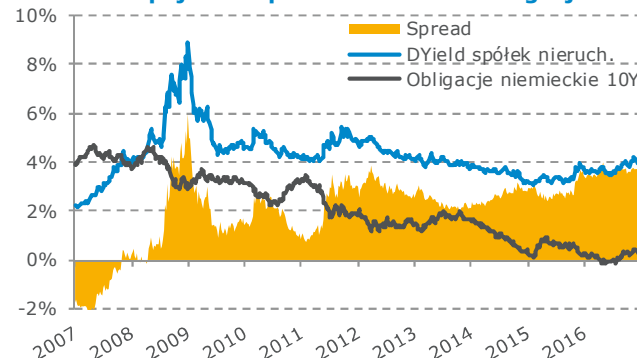
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



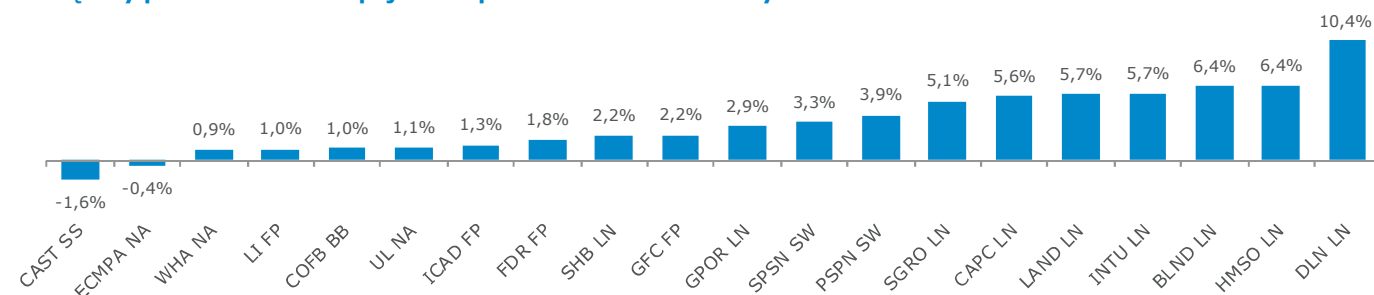
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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		P/E		EV/EBITDA			DYield			
							2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
Strabag	AT	15%	100%	36,70	+4,0%	4 037	-23%	1,13	15,5	14,9	14,1	4,9	4,9	4,8	2,6%	2,8%	3,1%
Porr	AT	60%	100%	38,55	-1,7%	1 121	-49%	2,65	15,8	13,7	12,1	6,3	5,8	5,5	3,4%	3,8%	4,2%
Hochtief	DE	5%	100%	150,13	+10,6%	9 653	-42%	4,23	30,1	24,1	21,6	10,8	8,9	8,5	1,7%	1,8%	2,1%
Bouygues	FR	65%	75%	37,26	+7,7%	13 225	30%	1,59	17,7	17,2	15,4	6,0	5,7	5,4	4,3%	4,3%	4,3%
Salini	IT	15%	100%	3,24	+11,3%	1 595	21%	1,23	17,1	11,6	8,5	5,4	4,6	4,0	1,3%	2,3%	3,5%
Astaldi	IT	25%	80%	6,59	+11,6%	649	130%	0,82	7,0	6,0	5,4	6,5	6,3	6,3	3,1%	3,5%	4,2%
Mota Engil	PT	30%	80%	1,67	+1,0%	395	222%	0,85	4,9	10,2	6,9	5,2	4,7	4,4	6,0%	4,2%	6,4%
Skanska	SE	25%	60%	216,40	-4,5%	9 083	-23%	3,05	15,5	16,0	17,0	13,1	10,2	10,1	3,8%	3,9%	4,0%
PEAB	SE	80%	80%	85,35	+16,0%	2 343	19%	2,50	14,6	14,9	14,4	9,9	9,5	9,1	4,2%	4,4%	4,6%
NCC	SE	50%	100%	214,20	-1,1%	2 110	-7%	3,71	2,9	14,8	14,0	10,5	8,2	7,9	3,7%	4,3%	4,5%
Mediana							6%	2,05	15,5	14,8	14,1	6,4	6,0	5,9	3,6%	3,9%	4,2%

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

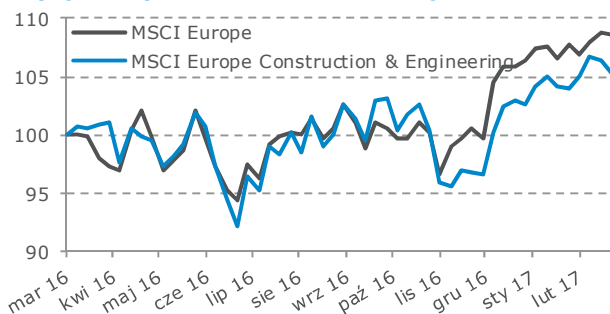
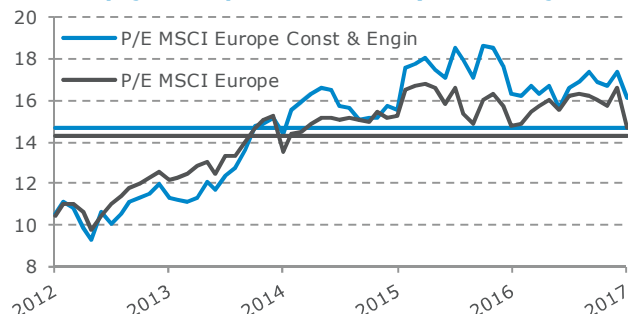
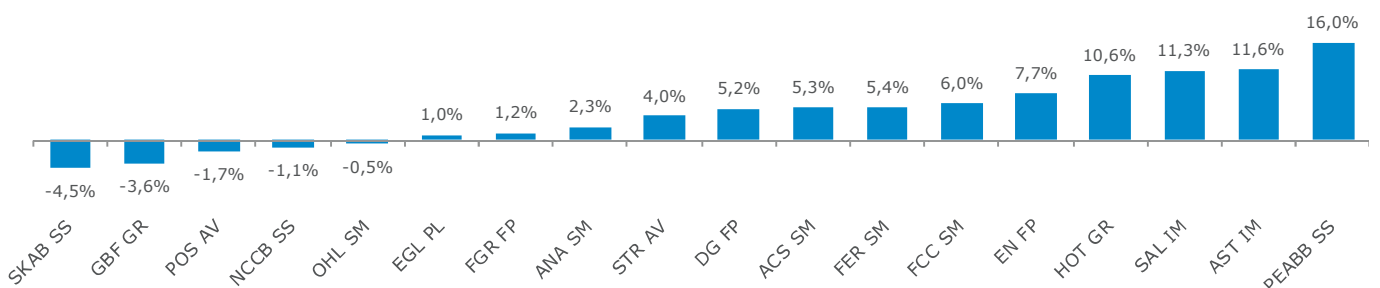
Wycena europejskich zdwersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

Spółka	Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV		P/E		EV/EBITDA			DYield			
							2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	
OHL	ES	20%	20%	3,43	-0,5%	1 025	102%	0,32	-	8,0	6,5	35,1	6,3	5,9	1,4%	2,5%	2,8%
Ferrovial	ES	20%	35%	17,94	+5,4%	13 142	91%	2,28	34,9	33,8	29,1	14,6	19,1	18,8	4,1%	4,2%	4,4%
Acciona	ES	55%	10%	74,70	+2,3%	4 277	144%	1,16	12,1	18,0	15,6	5,1	7,8	7,5	3,3%	3,7%	3,9%
FCC	ES	55%	25%	8,68	+6,0%	3 287	320%	2,85	-	23,4	20,1	14,3	8,7	8,2	-	-	-
ACS	ES	15%	50%	30,41	+5,3%	9 569	25%	2,32	12,7	12,9	12,1	7,0	5,6	5,5	3,9%	3,9%	4,1%
Eiffage	FR	80%	30%	69,05	+1,2%	6 773	277%	1,69	13,5	14,3	12,5	8,1	7,9	7,6	2,2%	2,7%	3,1%
Vinci	FR	60%	30%	70,00	+5,2%	41 299	69%	2,24	15,5	15,2	14,1	9,3	8,9	8,6	3,0%	3,2%	3,5%
Mediana							102%	2,24	13,5	15,2	14,1	9,3	7,9	7,6	3,2%	3,5%	3,7%

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**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

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

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. 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 6 marca 2017 o godzinie 8:50

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 6 marca 2017 o godzinie 8:50.

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, Opono, 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, Opono, 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, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, 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, Opono, 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, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokół, 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 abonamentową 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	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10	2016-07-05
kurs z dnia rekomendacji	217,00	207,00	178,40	174,00
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	47 900,66	48 260,19	44 294,15

CAPITAL PARK

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	6,30	6,55
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-01-27	2016-05-30
kurs z dnia rekomendacji	64,94	54,40
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	46 634,55

ECHO INVESTMENT

rekomendacja	kupuj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-04-06
kurs z dnia rekomendacji	5,69	6,52
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 790,29

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj
data wydania	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	98,50
WIG w dniu rekomendacji	51 223,85

ELEKTROTIM

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-03-06	2016-09-12	2016-08-12	2016-07-14
kurs z dnia rekomendacji	15,07	12,22	14,63	16,08
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38	47 326,14	48 675,96	45 017,78

ERBUD

rekomendacja	akumuluj
data wydania	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	29,50
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23

GTC

rekomendacja	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51	47 900,66

HERKULES

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-10-11
kurs z dnia rekomendacji	3,79
WIG w dniu rekomendacji	48 027,79

J.W. CONSTRUCTION

rekomendacja	równoważ
data wydania	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	4,50
WIG w dniu rekomendacji	48 127,63

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	2017-01-27	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,00	2,93
WIG w dniu rekomendacji	55 560,23	48 651,28

RONSON

rekomendacja	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-03-06	2016-10-28	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	1,80	1,34	1,54
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38	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
data wydania	2016-09-12	2016-08-12	2016-03-08
kurs z dnia rekomendacji	11,80	12,31	12,60
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96	46 843,48

ULMA

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

UNIBEP

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04	2016-09-06
kurs z dnia rekomendacji	12,59	10,79	10,00	10,85	11,79
WIG w dniu rekomendacji	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61	47 980,57

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 Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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