piątek, 4 sierpnia 2017 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: sierpień 2017

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

Budownictwo

- **WIG-Budownictwo** był w VII'17 jednym z najsłabszych indeksów sektorowych na GPW, (**-5,6% m/m** vs. WIG: +2,4%) mimo poprawy oceny ogólnego klimatu w budownictwie. Przyczynami korekty mogły być obawy o: **(1)** słabe wyniki branży w 2Q'17, **(2)** rentowność sektora w obliczu presji płacowej i spadającej dostępności wykwalifikowanych pracowników, **(3)** fundusze unijne dla Polski w kontekście sporu o SN.
- **Wyniki sektora** za **2Q'17** powinny być **słabe**. Szacujemy, że EBITDA sektora spadła w minionym kwartale o ok. **30% r/r** (pomijając Budimex), a największe rozczarowanie może mieć miejsce w spółkach budownictwa kolejowego (**Trakcja**, **Torpol**, **ZUE**), w przypadku których istnieje ryzyko **obniżenia naszych prognoz na 2017** (aktualizacji dokonamy w najbliższym czasie).
- **Wykonanie całorocznej prognozy** EBITDA'17 po 1H'17 szacujemy na niskie **25%** (pomijając Budimex) vs. średnio 39% minionych 4 latach. Obserwowany spadek kursów spółek budowlanych i publikacje słabych wyników 2Q'17 będą okazją do przeważenia sektora przed oczekiwaną przez nas **poprawą wyników w 2H'17**.
- Spadek kursu **Erbudu** przy jednoczesnym wzroście **Unibepu**, zatarł dysparytet w wycenie obu spółek na P/E (11-12x). VII'17 był drugim z rzędu bardzo udanym miesiącem pod względem pozyskanych zamówień: 233 mln PLN w ERB, 170 mln PLN w UNI.
- **Torpol** jest według nas najtańszą spółką z ekspozycją na rynek kolejowy. Backlog w wysokości 3,1 mld PLN, pozyskany przy relatywnie dobrych cenach, w 100% zabezpiecza nasze prognozy przychodów na '18-19. Poprawy w wynikach spodziewamy się jednak po 2Q'17, który wynikowo będzie jeszcze mocno rozczarowującym kwartałem.
- W raporcie z 24 lipca podnieśliśmy pozycjonowanie **Budimeksu** z „N" do „OW".
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
  PRZEWAŻENIE: ELEKTROBUDOWA, UNIBEP, ERBUD, TORPOL, BUDIMEX

Deweloperzy

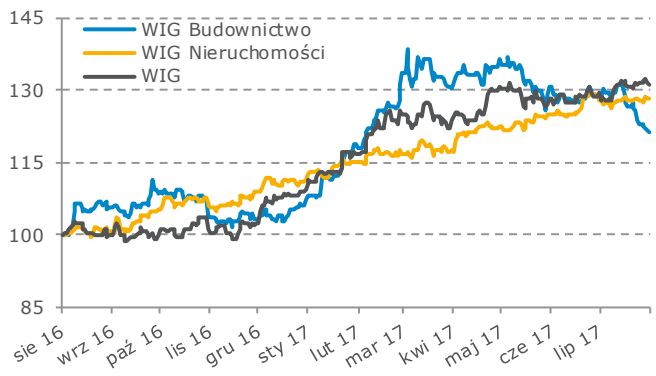
- **Sprzedaż mieszkań** deweloperów giełdowych wzrosła w **2Q'17** o **21% r/r** (vs. +17% na całym rynku), a w 1H'17 o 23% r/r. Nasza **całoroczna prognoza** sprzedaży sektora jest wykonana w **50%**. Spółkami, które dostarczyły w ostatnich tygodniach argumentów do podniesienia prognoz finansowych na '18-19 są **Lokum** (świetna sprzedaż) oraz **DOM** (akwizycja Euro Styl, przyśpieszenie inwestycji i zakup gruntu na Żoliborzu).
- **Oferta** mieszkań na największych rynkach pozostała stabilna w 2Q'17, a **efektywność sprzedaży** mieszkań wzrosła r/r o 4 p.p. do **35%**. **Ceny** sprzedawanych mieszkań rosły średnio w tempie **2,7% r/r**, przy czym w Trójmieście, gdzie efektywność sprzedaży była najwyższa ceny wzrosły w 2Q o 8,7% r/r. Podsumowując, otoczenie sprzyja deweloperom.
- **Wyniki deweloperów mieszkaniowych** za **2Q'17** będą relatywnie słabe ze względu na **13% spadek przekazań** mieszkań r/r. Z perspektywy całorocznych prognoz nie ma to większego znaczenia. W 2H'17 dynamika przekazań wyniesie ok. +40%, co przełoży się na silny wzrost zysku sektora, notowanego na **P/E'17=8,9x** oraz **P/E'18=6,8x**.
- W *Przeglądzie miesięcznym* z 2 sierpnia obniżyliśmy pozycjonowanie **GTC** z „OW" do „N" po osiągnięciu naszej ceny docelowej. Przy bieżącym kursie preferujemy **Echo**.
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
  PRZEWAŻENIE: LC CORP, LOKUM, ATAL, ROBYG, DOM, ARCHICOM, ECHO

Zmiana kursu M/M* i YTD

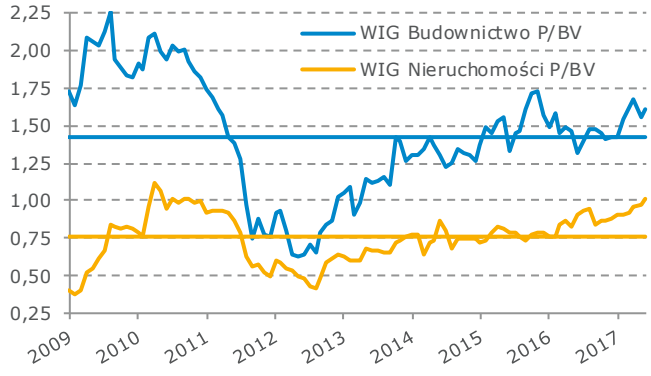
Budownictwo	M/M	YTD
Torpol	+3,2%	+17%
Unibep	+2,8%	+28%
Ulma	+1,4%	+17%
Elektrotim	-2,6%	+12%
Elbudowa	-3,4%	+10%
ZUE	-5,4%	+5%
Budimex	-6,1%	+22%
Herkules	-7,5%	+13%
Erbud	-9,6%	+6%
Trakcja	-13,6%	-6%
WIG Bud.	-5,6%	+14%
WIG	+2,1%	+20%
Deweloperzy	**M/M**	**YTD**
Polnord	+5,7%	+26%
Dom Dev.	+5,7%	+43%
Ronson	+5,6%	+14%
Atal	+5,5%	+46%
BBI Dev.	+5,0%	+0%
Lokum Dew.	+1,3%	+53%
Archicom	+1,0%	+4%
Robyg	+0,9%	+23%
JWC	+0,9%	+7%
Capital Park	+0,8%	-2%
Vantage Dev.	+0,0%	+14%
GTC	+0,0%	+21%
LC Corp	-2,0%	+3%
Echo Inv.	-3,6%	+15%
P.A. Nova	-4,5%	-4%
WIG Nieruch.	+0,2%	+15%
WIG	+2,1%	+20%
Zagranica	**M/M**	**YTD**
DE Dewel.	+3,0%	+11%
DAX	-2,4%	+6%
AT Dewel.	+2,4%	+17%
ATX	+3,4%	+24%
EU Dewel.	+0,9%	+3%
EU Bud.	-2,1%	+11%
EU Akcje	+3,8%	+18%

*zmiana w okresie 05.07-03.08

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości



Źródło: Bloomberg

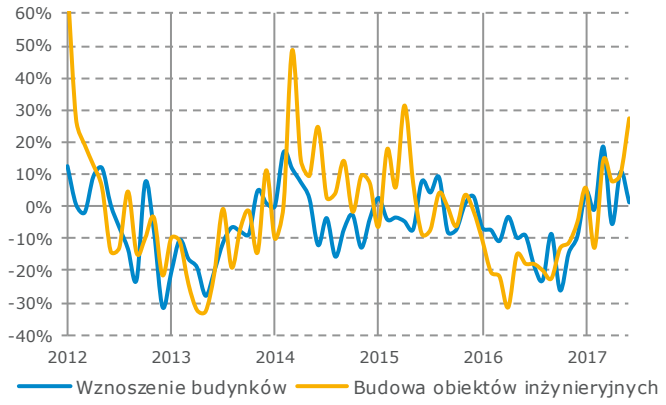
Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

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	5 688	3 088	-2 600	801	-325%	5 572	6 402	7 037	531	603	575	505	569	538	410	453	440
Elektrobudowa	531	429	-102	423	-24%	971	971	961	75	74	70	62	59	55	55	49	46
Elektrotim	128	108	-20	83	-25%	258	273	265	5	15	13	2	12	10	-1	9	8
Erbud	363	209	-153	252	-61%	1 790	1 903	1 964	57	61	62	46	49	50	2	32	33
Herkules	160	251	91	227	40%	128	137	141	36	43	45	14	21	23	10	15	17
Torpol	301	231	-70	219	-32%	767	670	1 071	32	29	52	18	14	36	10	9	27
Trakcja	662	636	-26	771	-3%	1 381	1 546	2 062	97	99	131	74	76	108	55	59	85
Ulma	384	314	-70	302	-23%	180	217	245	66	78	96	17	28	41	13	21	31
Unibep	467	475	8	233	3%	1 249	1 497	1 536	42	63	61	33	55	52	32	42	40
ZUE	216	121	-95	209	-45%	343	416	701	10	13	36	0	3	26	1	3	21
Suma	8 899	5 861	-3 038	3 521	-86%	12 641	14 031	15 983	951	1 078	1 141	770	885	938	587	692	748
Dynamika r/r						-4%	11%	14%	15%	13%	6%	18%	15%	6%	18%	18%	8%
Dynamika r/r bez BDX						-12%	8%	17%	-18%	13%	19%	-26%	19%	27%	-32%	35%	29%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	OW	▲	267,00	222,80	-6,1%	13,9	12,6	12,9	5,8	5,4	6,0	7,1	6,5	6,6	3,7%	6,7%	7,8%
Elektrobudowa	OW	-	146,00	111,75	-3,4%	9,6	10,9	11,5	5,7	5,5	5,6	1,3	1,2	1,1	3,6%	8,9%	5,5%
Elektrotim	UW	-	-	12,86	-2,6%	-	13,6	16,7	21,7	7,9	9,3	1,6	1,5	1,5	9,6%	2,7%	6,2%
Erbud	OW	-	33,50	28,30	-9,6%	-	11,4	11,1	3,7	4,3	4,1	1,4	1,1	1,0	4,2%	4,1%	4,4%
Herkules	OW	-	-	3,68	-7,5%	15,5	10,8	9,3	6,9	5,9	5,4	0,7	0,7	0,6	4,3%	4,3%	4,3%
Torpol	OW	-	-	13,10	+3,2%	29,1	32,6	11,1	7,1	9,3	5,4	1,4	1,4	1,3	5,3%	3,4%	2,5%
Trakcja	OW	-	-	12,88	-13,6%	12,1	11,3	7,8	6,5	6,3	4,7	0,9	0,8	0,8	2,6%	3,9%	3,9%
Ulma	N	-	-	72,99	+1,4%	29,8	18,0	12,2	4,8	4,2	3,4	1,3	1,2	1,1	-	7,4%	3,4%
Unibep	OW	-	12,80	13,33	+2,8%	14,8	11,2	11,7	11,4	7,6	7,7	2,0	1,7	1,6	1,3%	1,5%	2,8%
ZUE	OW	-	-	9,37	-5,4%	-	67,3	10,2	12,5	14,0	5,3	1,0	1,0	1,0	3,5%	-	0,7%
Mediana						14,8	12,0	11,3	6,7	6,1	5,4	1,3	1,2	1,1	3,7%	4,1%	4,1%

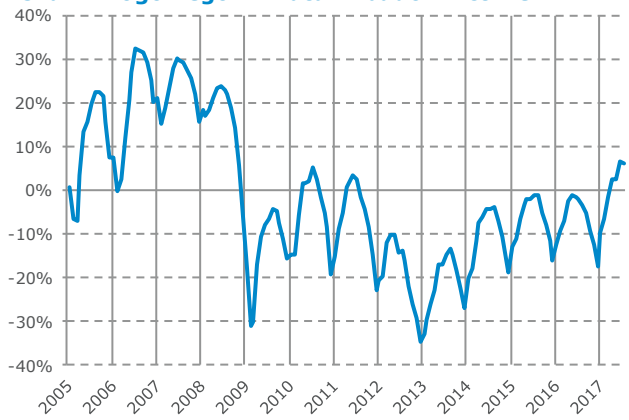
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (*overweight*) – przeważenie, N (*neutral*) – równoważenie, UW (*underweight*) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



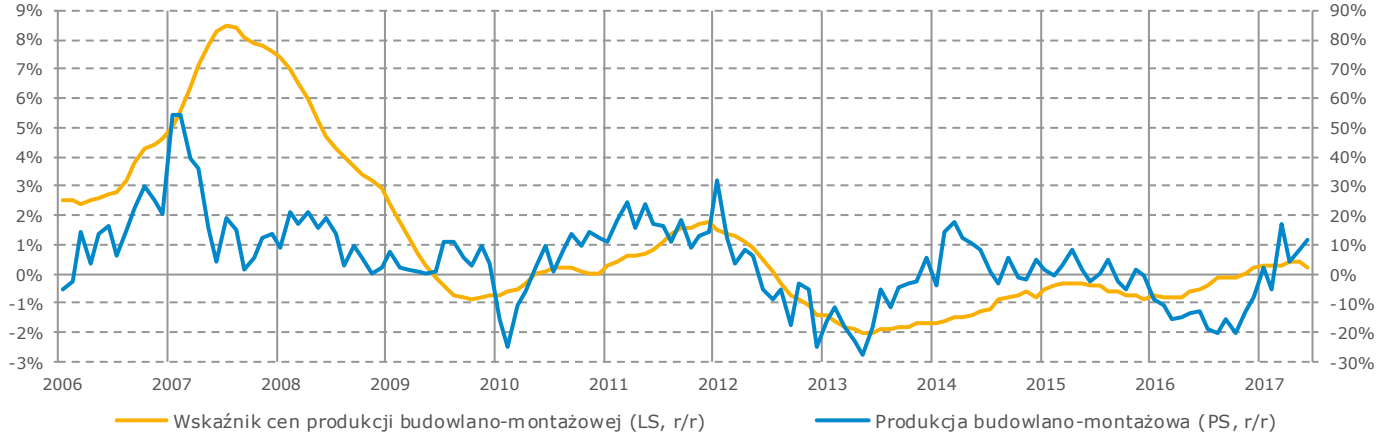
Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



Źródło: GUS

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



Źródło: GUS

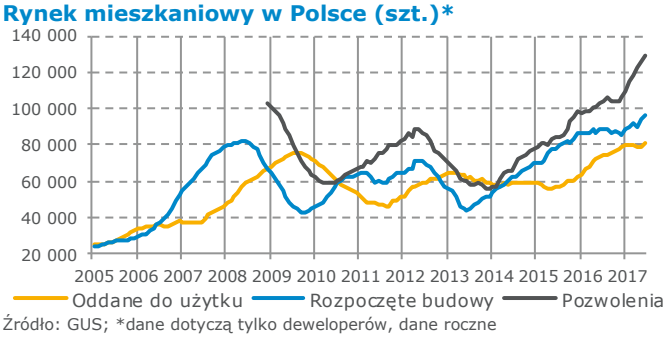
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

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	370	413	43	375	11%	282	291	328	46	54	61	-1	0	10	37	41	54
Atal	1 521	1 845	324	688	47%	507	913	918	115	230	234	0	0	0	89	180	183
BBI Dev.	88	216	128	215	60%	84	28	83	1	2	14	0	0	-	-5	-1	9
Capital Park	663	1 750	1 086	989	110%	108	129	143	56	84	101	69	-69	39	30	15	83
Dom Dev.	1 945	1 888	-57	930	-6%	1 153	1 312	1 498	157	222	259	0	0	0	126	180	209
Echo Inv.	2 229	2 574	346	1 528	23%	480	411	636	45	7	68	560	271	272	388	224	279
GTC	4 418	7 464	3 046	3 307	92%	525	607	683	306	365	428	369	375	109	691	526	353
JWC	419	682	263	653	40%	491	513	561	51	85	98	-8	0	0	25	62	74
LC Corp	868	1 605	737	1 396	53%	547	697	878	170	190	242	34	-38	58	113	130	220
Lokum Dew.	310	355	45	243	19%	189	211	264	34	50	60	0	0	0	43	40	49
P.A. Nova	230	612	382	317	121%	183	175	178	47	51	47	0	0	0	27	29	26
Polnord	333	677	344	706	49%	177	318	320	-14	13	22	-13	0	0	-17	22	23
Robyg	871	1 289	418	564	74%	517	819	1 104	123	167	244	0	0	0	109	90	147
Ronson	280	436	155	360	43%	485	246	217	85	23	25	0	0	0	65	15	16
Vantage Dev.	230	466	236	355	67%	133	275	315	18	41	51	19	0	0	25	26	35
Suma	14 776	22 273	7 496	12 625	59%	5 861	6 945	8 127	1 237	1 584	1 953	1 030	539	488	1 745	1 579	1 758
Dynamika r/r						31%	19%	17%	42%	28%	23%				-	-10%	11%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	OW	-	-	15,90	+1,0%	9,9	9,0	6,9	0,99	0,94	0,88	9,0	8,2	7,6	5,8%	6,5%	6,6%
Atal	OW	-	44,10	39,30	+5,5%	17,0	8,4	8,3	2,21	1,89	1,81	16,1	7,6	7,6	1,6%	4,3%	9,6%
BBI Dev.	N	-	-	0,84	+5,0%	-	-	9,7	0,41	0,41	0,39	204,3	92,9	7,2	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,09	6,15	+0,8%	21,8	43,9	8,0	0,66	0,65	0,61	31,5	20,6	18,1	-	-	1,6%
Dom Dev.	OW	-	81,70	78,20	+5,7%	15,4	10,8	9,3	2,08	1,97	1,91	12,1	8,9	7,6	4,2%	6,5%	9,3%
Echo Inv.	OW	-	6,64	5,40	-3,6%	5,7	9,9	8,0	1,46	1,32	1,20	57,7	499,9	50,6	110%	12,2%	9,3%
GTC	N	▼	9,59	9,60	+0,0%	6,4	8,4	12,5	1,27	1,18	1,10	25,2	21,5	19,0	-	2,8%	2,1%
JWC	N	-	-	4,72	+0,9%	16,8	6,8	5,7	0,64	0,59	0,53	13,5	7,8	6,3	-	-	-
LC Corp	OW	-	-	1,94	-2,0%	7,7	6,7	3,9	0,62	0,58	0,53	9,5	10,0	7,9	9,3%	3,6%	8,2%
Lokum Dew.	OW	-	-	17,22	+1,3%	7,2	7,7	6,4	1,28	1,15	1,02	10,4	7,3	5,5	3,6%	4,5%	4,2%
P.A. Nova	N	-	-	23,00	-4,5%	8,6	8,0	8,9	0,73	0,70	0,69	13,0	11,4	12,3	3,3%	3,3%	6,5%
Polnord	UW	-	-	10,20	+5,7%	-	15,3	14,2	0,47	0,46	0,44	-	49,7	27,5	-	-	-
Robyg	OW	-	4,35	3,31	+0,9%	8,0	9,6	5,9	1,54	1,49	1,32	10,5	7,3	4,6	6,0%	8,2%	8,2%
Ronson	UW	-	-	1,71	+5,6%	4,3	18,3	17,9	0,78	0,82	0,82	5,2	20,4	19,0	4,7%	11,1%	5,8%
Vantage Dev.	N	-	-	3,69	+0,0%	9,1	8,7	6,7	0,65	0,63	0,59	26,6	11,7	9,4	3,5%	3,5%	4,2%
Mediana						8,6	8,9	8,0	0,78	0,82	0,82	13,2	11,4	7,9	4,4%	4,5%	6,6%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (szt.)*



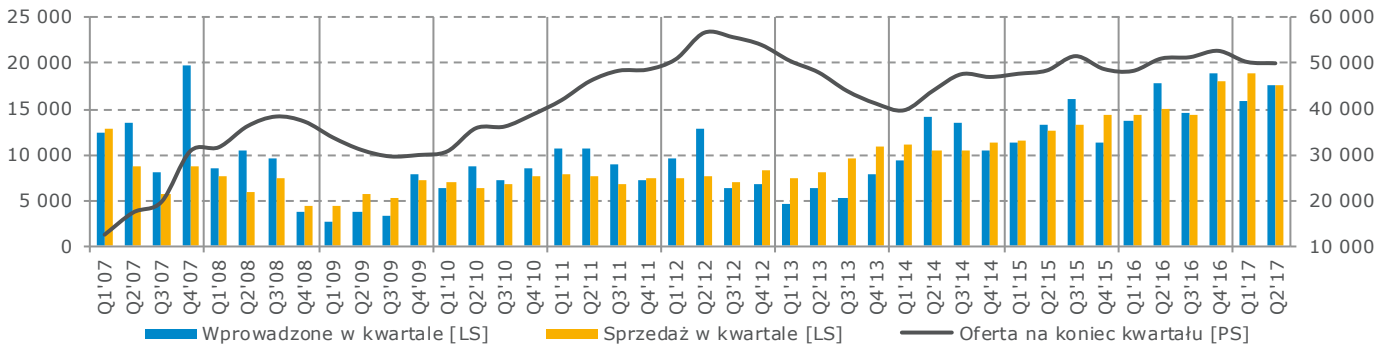
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

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	13,48	-1,3%	776	184%	7,0	7,1	10,4	0,84	0,81	0,74	3,2%	4,3%	5,4%	-	-	0,2%
ADO Properties	Resi	39,31	+5,9%	1 734	58%	3,9	32,6	27,5	1,19	0,97	0,85	2,8%	3,2%	3,6%	1,4%	1,7%	2,0%
Alstria Office	Office	12,62	+7,3%	1 935	75%	10,9	17,0	15,8	1,12	1,06	1,02	6,0%	5,8%	6,0%	4,1%	4,2%	4,4%
Deutsche Wohnen	Resi	34,85	+5,1%	12 360	60%	7,4	29,0	25,5	1,48	1,20	1,10	3,3%	3,5%	3,7%	2,1%	2,3%	2,4%
DIC Asset	Office	9,42	+2,0%	646	149%	-	37,4	19,7	0,86	0,85	0,84	7,3%	9,2%	9,4%	4,2%	4,6%	4,8%
Duutsche EuroShop	Retail	35,12	+1,4%	2 055	69%	8,5	13,7	13,7	0,99	0,93	0,91	6,8%	7,0%	7,0%	4,0%	4,1%	4,3%
Grand City Properties	Resi	17,67	+1,5%	2 911	74%	5,0	15,8	16,2	0,87	1,03	0,89	5,7%	6,1%	6,5%	1,4%	4,1%	4,5%
Hamborner REIT	Mixed	9,11	+0,3%	726	103%	35,0	24,8	22,4	1,29	1,29	1,29	5,4%	6,2%	7,1%	4,7%	4,8%	5,1%
LEG Immobilien	Resi	83,67	+3,7%	5 287	97%	9,1	19,2	16,9	1,55	1,32	1,18	5,0%	5,2%	5,6%	3,3%	3,6%	3,9%
TAG Immobilien	Resi	13,98	+2,1%	2 048	144%	9,4	17,9	16,4	1,51	1,33	1,21	4,8%	5,5%	6,0%	4,1%	4,3%	4,5%
TLG Immobilien	Mixed	18,82	+4,9%	1 396	82%	13,5	15,3	14,5	1,26	1,09	1,08	6,1%	6,3%	6,7%	4,3%	4,5%	5,0%
Vonovia	Resi	35,55	+3,3%	17 243	90%	7,3	20,7	18,6	1,33	1,14	1,05	4,4%	4,4%	5,6%	3,2%	3,7%	4,0%
Mediana					86%	8,5	18,5	16,7	1,22	1,07	1,04	5,2%	5,6%	6,0%	4,0%	4,1%	4,3%

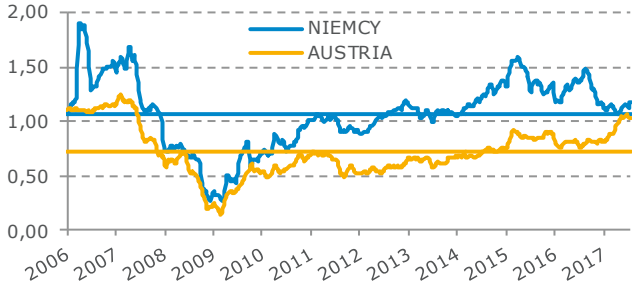
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

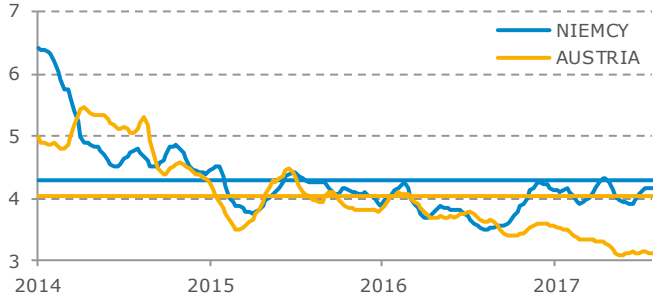
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
BUWOG	Resi	25,40	+0,6%	2 851	93%	10,8	22,8	20,5	1,51	1,25	1,13	3,9%	4,0%	4,9%	2,7%	2,9%	3,3%
CA Immobilien	Office	21,90	+3,1%	2 164	51%	11,3	21,4	19,1	0,93	0,90	0,87	4,3%	5,0%	5,5%	3,0%	3,5%	3,9%
Conwert Immobilien	Resi	17,50	+2,4%	1 783	49%	14,1	13,9	15,9	1,24	1,14	1,11	4,8%	-	-	2,0%	3,0%	3,4%
Immofinanz	Mixed	2,10	+4,9%	2 205	108%	-	24,9	39,5	0,70	0,86	0,86	1,1%	2,0%	2,7%	-	2,8%	2,8%
Atrium European RE	Retail	3,98	+2,5%	1 499	36%	25,8	12,2	11,4	0,77	0,73	0,72	7,0%	7,5%	8,2%	6,8%	6,8%	7,0%
S Immo	Mixed	12,73	+1,0%	852	151%	4,3	17,8	15,7	1,06	1,02	0,98	4,8%	5,1%	5,7%	-	3,1%	3,5%
Mediana					72%	11,3	19,6	17,5	0,99	0,96	0,93	4,5%	5,0%	5,5%	2,8%	3,1%	3,4%

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

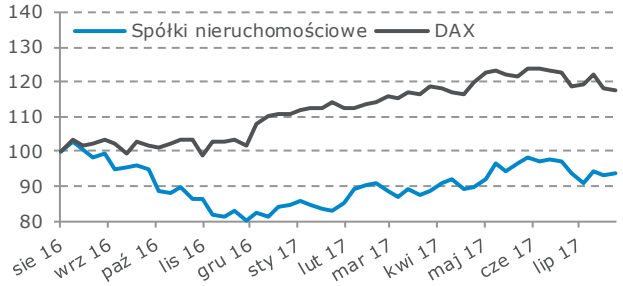
P/BV spółek nieruchomościowych



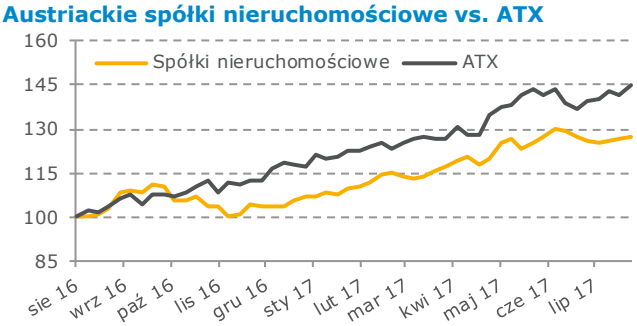
DYield spółek nieruchomościowych



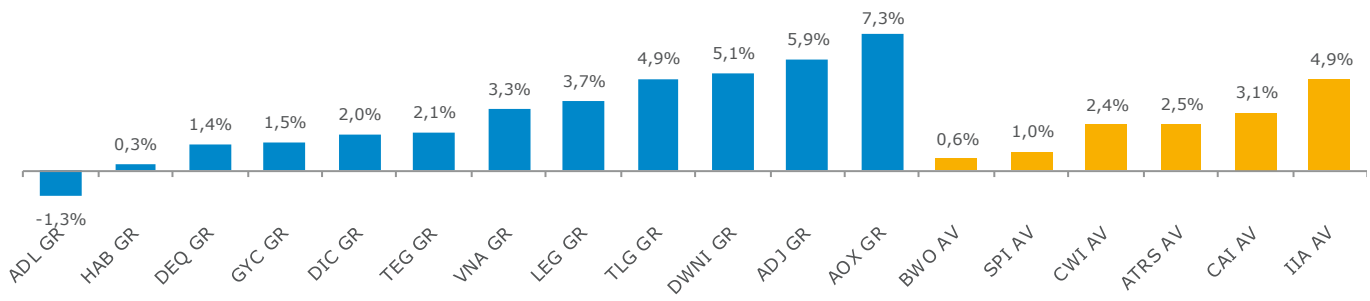
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



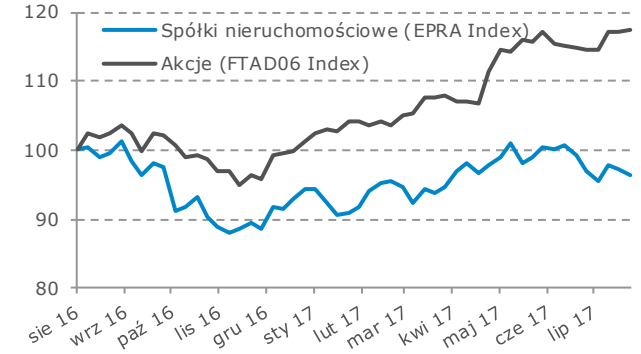
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

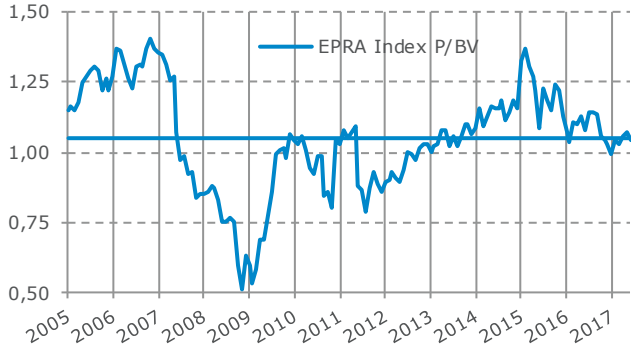
Spółka		Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
							2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Cofinimmo	BE	Mixed	107,95	+0,7%	2 231	81%	23,3	16,4	16,0	1,22	1,18	1,14	5,4%	6,0%	6,2%	5,1%	5,1%	5,3%
PSP Swiss Property	CH	Office	89,35	+0,6%	3 564	59%	30,4	23,8	23,7	1,06	1,05	1,04	4,3%	4,4%	4,3%	3,7%	3,7%	3,8%
Swiss Prime Site	CH	Mixed	88,35	+1,3%	5 493	92%	20,0	23,3	22,3	1,22	1,29	1,28	4,8%	4,5%	4,7%	4,2%	4,2%	4,2%
Fonciere Des Regions	FR	Office	82,50	+0,5%	6 094	95%	7,1	15,9	15,0	1,07	0,99	0,95	6,2%	6,0%	6,4%	5,3%	5,4%	5,6%
Gecina	FR	Office	129,05	-2,4%	8 186	50%	10,2	26,2	24,0	1,01	0,92	0,88	4,2%	3,9%	4,5%	3,9%	3,9%	4,0%
Icade	FR	Office	73,70	+0,6%	5 462	145%	93,3	15,8	15,0	1,59	1,70	1,81	5,9%	6,2%	6,5%	5,4%	5,6%	5,9%
Klepierre	FR	Retail	34,46	-3,2%	10 831	78%	9,1	14,5	13,7	1,06	0,95	0,91	6,5%	7,0%	7,5%	5,3%	5,5%	5,9%
EuroCommercial	NL	Retail	34,34	-1,7%	1 679	70%	7,9	15,3	14,3	0,91	0,86	0,82	6,4%	6,6%	7,0%	6,0%	6,2%	6,4%
Unibail - Rodamco	NL	Retail	214,05	-0,1%	21 378	79%	8,8	17,9	17,0	1,22	1,11	1,05	5,3%	5,6%	5,9%	4,8%	5,0%	5,3%
Wereldhave	NL	Retail	40,96	-4,0%	1 649	75%	16,4	11,9	11,6	0,83	0,82	0,81	9,2%	8,8%	8,9%	7,5%	7,5%	7,7%
Castellum	SE	Mixed	128,70	+3,9%	3 657	114%	6,1	15,6	14,1	1,17	1,10	1,06	5,4%	6,6%	7,2%	3,9%	4,1%	4,3%
British Land Co	UK	Mixed	6,17	+1,8%	7 014	50%	4,7	16,8	17,1	0,68	0,71	0,74	5,5%	5,7%	6,1%	4,6%	4,7%	4,9%
Capital & Counties	UK	Retail	2,88	-2,7%	2 702	28%	-	-	-	0,87	0,88	0,84	0,8%	0,1%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Derwent London	UK	Office	28,79	+8,9%	3 550	21%	54,6	32,5	28,9	0,82	0,86	0,89	2,8%	3,2%	3,4%	1,8%	2,4%	2,2%
Great Portland Estates	UK	Office	6,08	+2,5%	2 196	28%	3,7	42,2	34,9	0,71	0,87	0,78	2,2%	2,2%	3,2%	1,5%	2,2%	2,1%
Hammerson	UK	Retail	5,77	+0,3%	5 059	57%	14,3	18,7	17,8	0,79	0,76	0,73	5,2%	5,4%	5,5%	4,2%	4,4%	4,7%
Intu Properties	UK	Retail	2,55	-4,8%	3 826	91%	18,6	17,4	16,9	0,69	0,68	0,75	5,6%	5,7%	5,8%	5,5%	5,5%	5,6%
Land Securities Group	UK	Mixed	10,26	+1,1%	8 975	27%	6,1	21,7	20,1	0,69	0,72	0,73	4,2%	4,5%	4,9%	3,4%	3,5%	3,9%
Segro	UK	Industr	5,34	+9,8%	5 899	43%	10,4	27,5	25,2	1,11	1,05	0,99	3,4%	3,5%	4,0%	2,9%	3,1%	3,3%
Shaftesbury	UK	Mixed	9,86	+1,3%	3 042	35%	27,7	60,1	53,3	1,15	1,10	1,05	1,4%	1,8%	2,2%	1,5%	1,6%	1,7%
Mediana						65%	10,4	17,9	17,1	1,03	0,93	0,90	5,3%	5,5%	5,6%	4,2%	4,3%	4,5%

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

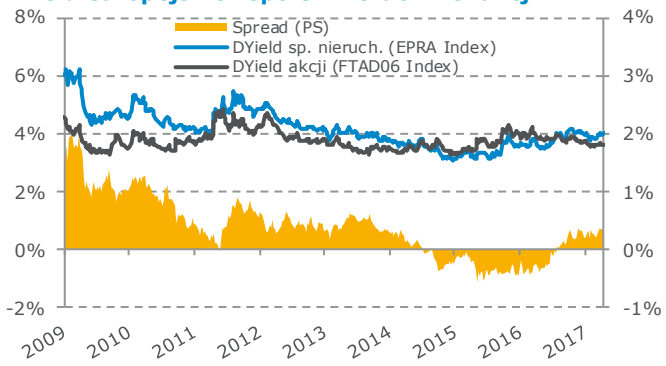
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



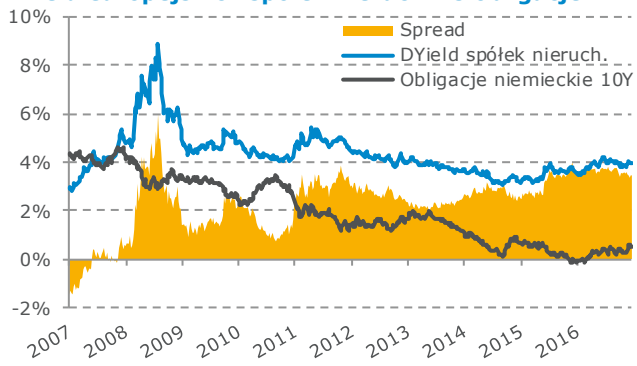
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



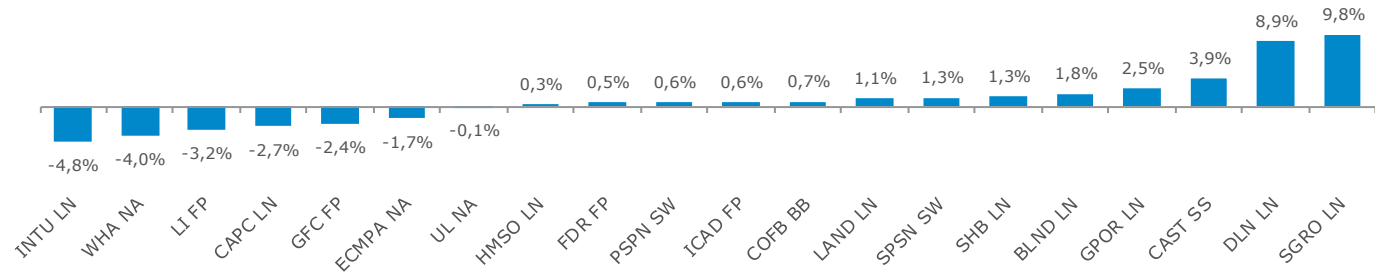
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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	P/E			EV/EBITDA			DYield		
								2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Strabag	AT	15%	100%	36,85	+3,0%	4 054	-23%	1,13	13,6	14,2	13,1	5,4	4,5	4,4	2,6%	2,8%	3,1%
Porr	AT	60%	100%	30,50	+10,9%	887	-18%	2,12	13,7	11,9	10,7	5,8	4,0	3,7	3,6%	4,1%	4,5%
Hochtief	DE	5%	100%	149,25	-6,9%	9 597	-50%	4,60	30,0	21,9	20,1	10,7	8,1	7,7	1,7%	2,0%	2,3%
Bouygues	FR	65%	75%	37,14	+0,7%	13 274	26%	1,54	17,6	16,2	14,6	6,6	5,9	5,6	4,3%	4,3%	4,3%
Salini	IT	15%	100%	2,97	-1,3%	1 462	22%	1,12	24,8	13,3	9,3	4,7	4,1	3,6	1,8%	2,4%	3,3%
Astaldi	IT	25%	80%	5,55	+2,2%	546	131%	0,71	7,5	5,6	5,0	7,6	6,1	6,0	3,6%	4,0%	4,3%
Mota Engil	PT	30%	80%	2,43	+0,6%	576	286%	1,52	11,6	24,3	9,8	7,1	5,3	4,8	11,2%	3,5%	5,1%
Skanska	SE	25%	60%	182,80	-11,0%	7 607	-13%	2,59	13,1	14,2	15,6	11,6	9,5	9,4	4,5%	4,6%	4,7%
PEAB	SE	80%	80%	95,30	-8,4%	2 594	13%	2,77	16,3	15,7	15,7	10,6	9,6	9,4	3,8%	4,0%	4,1%
NCC	SE	50%	100%	208,30	-11,6%	2 034	-13%	3,60	2,8	14,1	14,4	10,5	7,8	8,0	3,8%	4,3%	4,6%
Mediana							0%	1,83	13,6	14,2	13,7	7,4	6,0	5,8	3,7%	4,0%	4,3%

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

Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

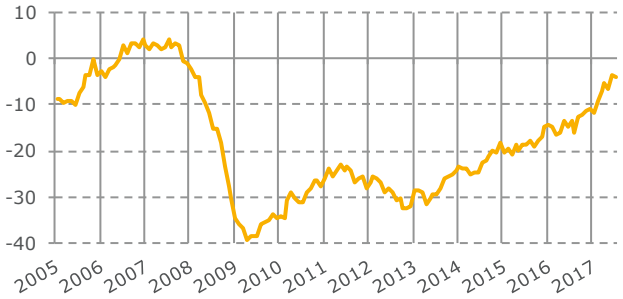
Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV	P/E			EV/EBITDA			DYield		
								2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
OHL	ES	20%	20%	3,46	+9,6%	1 035	108%	0,41	-	9,2	6,5	37,4	6,4	5,4	1,3%	1,1%	2,8%
Ferrovial	ES	20%	35%	18,38	-5,9%	13 592	81%	2,46	35,7	35,7	33,5	17,7	23,2	23,0	4,0%	4,1%	4,3%
Acciona	ES	55%	10%	72,29	-4,5%	4 139	136%	1,06	11,7	16,7	14,9	5,3	8,0	7,6	3,5%	4,1%	4,3%
FCC	ES	55%	25%	9,39	-2,0%	3 556	338%	3,39	-	20,3	15,9	15,4	9,4	9,0	-	-	-
ACS	ES	15%	50%	32,05	-6,7%	10 085	15%	2,54	13,4	13,1	12,1	7,5	5,9	5,6	3,7%	3,7%	3,9%
Eiffage	FR	80%	30%	82,13	+2,1%	8 049	259%	1,89	16,0	16,7	14,4	9,1	8,2	7,9	1,8%	2,3%	2,7%
Vinci	FR	60%	30%	75,56	+0,3%	44 838	69%	2,39	16,7	16,0	14,8	10,1	9,5	9,1	2,8%	3,1%	3,3%
Mediana							108%	2,39	16,0	16,7	14,8	10,1	8,2	7,9	3,1%	3,4%	3,6%

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

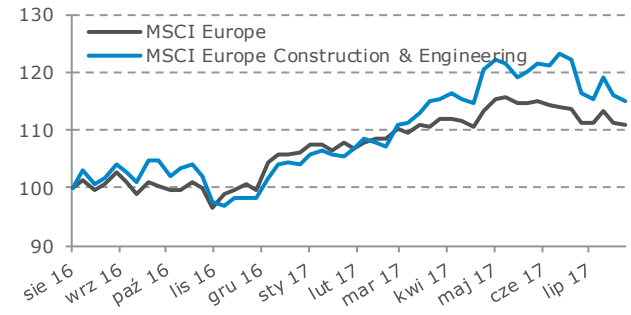
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



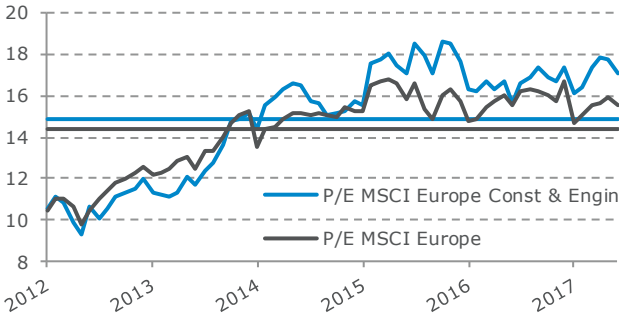
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



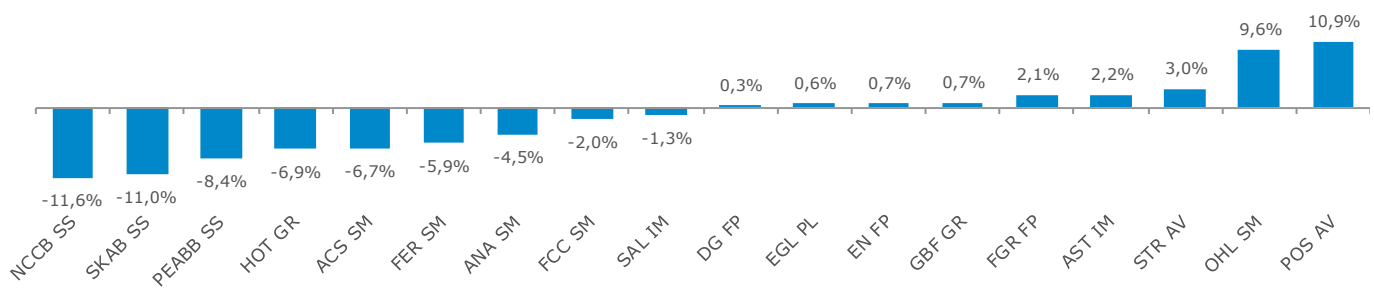
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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 posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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

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

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy 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 4 sierpnia 2017 o godzinie 8:47.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 4 sierpnia 2017 o godzinie 8:47.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, 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, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, 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, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, 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, Pfleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, Zastal S.A., ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: 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	akumuluj	kupuj	przeważaj
data wydania	2017-06-02	2017-04-10	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	40,00	34,89	27,77
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	59 287,92	48 651,28

BBI DEVELOPMENT

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	równoważ
data wydania	2017-06-02	2017-01-10	2016-11-09
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87	0,86
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63	48 127,63

BUDIMEX

rekomendacja	kupuj	trzymaj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-07-24	2017-05-08	2017-01-27	2016-10-05	2016-08-10
kurs z dnia rekomendacji	229,50	275,65	217,00	207,00	178,40
WIG w dniu rekomendacji	61 979,52	61 831,40	55 560,23	47 900,66	48 260,19

CAPITAL PARK

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,30
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51

DOM DEVELOPMENT

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-06-02	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	76,10	70,20	64,94
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	61 598,78	55 560,23

ECHO

rekomendacja	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	61 018,36	53 988,51

ELEKTROBUDOWA

rekomendacja	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	61 831,40	59 015,12	51 223,85

ELEKTROTIM

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

ERBUD

rekomendacja	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	59 015,12	55 560,23

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-08-02	2017-01-25	2016-10-05
kurs z dnia rekomendacji	9,62	8,65	8,25
WIG w dniu rekomendacji	62 800,96	53 988,51	47 900,66

HERKULES

rekomendacja	przeważaj	równoważ
data wydania	2017-06-02	2016-10-11
kurs z dnia rekomendacji	4,17	3,79
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	48 027,79

JWC

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	**niedoważaj**
data wydania	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	10,00
WIG w dniu rekomendacji	61 795,32

ROBYG

rekomendacja	**kupuj**	**kupuj**	**kupuj**
data wydania	2017-05-12	2017-01-27	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	3,21	3,00	2,93
WIG w dniu rekomendacji	61 598,78	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**
data wydania	2016-09-12	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	10,68	10,80
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96

TRAKCJA

rekomendacja	**przeważaj**	**równoważ**
data wydania	2016-09-12	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	11,80	12,31
WIG w dniu rekomendacji	47 326,14	48 675,96

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	**przeważaj**	**równoważ**	**przeważaj**	**równoważ**
data wydania	2017-04-12	2016-11-07	2016-09-12	2016-08-12
kurs z dnia rekomendacji	12,35	8,55	8,19	8,18
WIG w dniu rekomendacji	58 510,03	47 610,85	47 326,14	48 675,96

Dom Maklerski mBanku
Senatorska 18
00-082 Warszawa
http://www.mbank.pl/

Departament Analiz

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

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

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

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 49 61
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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