mBank Dom Maklerski

mBank.pl

poniedziałek, 27 listopada 2017 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: listopad 2017

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

Budownictwo

- **Wyniki 3Q**: Wyniki sektora za 3Q'17 były słabe. Dynamika EBITDA wyniosła -34% r/r, a ZN -56% r/r (nie uwzględniając Budimeksu). Za tak słabe dane odpowiadają przede wszystkim spółki budownictwa kolejowego (TRK, TOR, ZUE) oraz elektroenergetycznego (PXM, MSW, MSZ, ELB), gdzie EBITDA spadła łącznie o 48%, a ZN o 84% r/r.
- **Zmiany w prognozach**: Uwzględniając wyniki 3Q, lekko obniżamy prognozy'17 na **Torpol** i **Trakcję** oraz podwyższamy na **ZUE**. W **Ulmie** obniżamy prognozy EBITDA'17-19 o średnio 13%, gdyż obserwowane tempo poprawy wyników jest niższe niż zakładaliśmy.
- Nie zmieniamy niedoważenia **Trakcji** i **ZUE** pomimo spadku kursów o ok. 20% m/m. Relatywnie lepiej oceniamy **Torpol** (równoważ), z uwagi na najsilniejszą pozycję gotówkową i najkrótszy backlog. Spółki budownictwa kolejowego są narażone na liczne trudne do oceny czynniki ryzyka, co zwiększa ich spekulacyjny charakter.
- W komentarzu z 16.XI na **Elektrotim** znacznie podwyższyliśmy prognozy (EBITDA'17: +63%, EBITDA'18: +35%) oraz rekomendację (z „UW" do „OW") po tym jak spółka pozytywnie zaskoczyła wynikami 3Q (największe pozytywne zaskoczenie w sektorze). Uważamy, że spółka wchodzi w pozytywny trend na wynikach, wzmocniony efektem niskiej bazy. Spadek kursu do historycznych minimów traktujemy jako okazję do kupna.
- **Unibep** pozostaje naszym faworytem w sektorze. Mimo istotnych problemów w segmencie drogowym, spółka 15 kwartał z rzędu wykazuje dodatnią dynamikę ZN (r/r). Obecnie jest to najtańsza spółka budowlana na P/E'18 (7,7x).
- Niezmiennie rekomendujemy kupno **Budimeksu** i **Elektrobudowy**. Spółki cechują się najwyższą w sektorze: (1) pozycją gotówkową, (2) potencjałem dywidendowym oraz (3) saldem rezerw.
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
  PRZEWAŻENIE: UNIBEP, ELEKTROBUDOWA, BUDIMEX, ERBUD

Deweloperzy

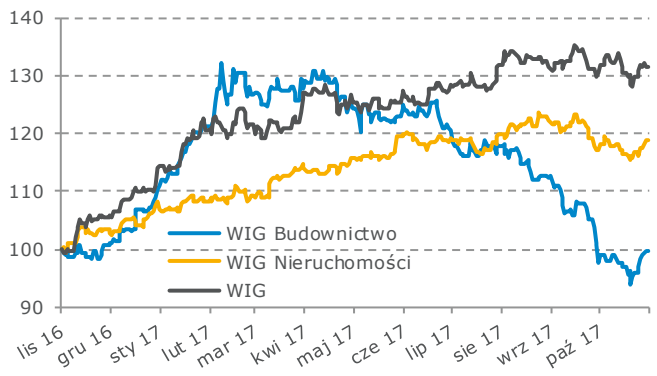
- **Wyniki 3Q**: Większość spółek deweloperskich zaraportowała w 3Q'17 wyniki zbliżone do oczekiwań. Wyjątkami były **Robyg**, **Lokum** oraz **Dom**, których wyniki zaskoczyły jednoznacznie pozytywnie. Zagregowana marża deweloperska na działalności mieszkaniowej wyniosła 28% i nie uległa zmianie r/r.
- **Główne trendy**, o których zarządy wspominały podczas wynikowych konferencji to: (1) bardzo dobra sprzedaż mieszkań w X'17, (2) utrzymujący się (umiarkowany) wzrost cen mieszkań, (3) zauważalny wzrost kosztów budowy, (4) długi okres pozyskiwania pozwoleń na budowę, (5) silna konkurencja na rynku gruntów.
- Z uwagi na rosnące koszty i przypadki opóźnień budów, wstrzymujemy się z podnoszeniem prognoz na lata '18-19. Nie zmienia to naszej opinii, że sektor jest wyceniony bardzo atrakcyjnie, a czynniki ryzyka są wyolbrzymiane przez rynek.
- Najbardziej preferujemy (1) **LC Corp**, (2) **Lokum**, (3) **Robyg**, (4) **Echo**, (5) **Dom**, (6) **Archicom**, (7) **Atal**, wycenione na P/BV'17=**1,1x**, P/E'18=**6,3x**, DYield'18=**8,8%**.
- Dla **P.A. Novej** podnosimy prognozy ZN'17-19 o średnio 17% z uwagi na poprawę w segmencie budowlanym oraz niższe koszty finansowe. Pozostawiamy rekomendację „N".
- **NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
  PRZEWAŻENIE: LC CORP, LOKUM, ATAL, ROBYG, DOM, ARCHICOM, ECHO, CAPITAL PARK

Zmiana kursu M/M* i YTD

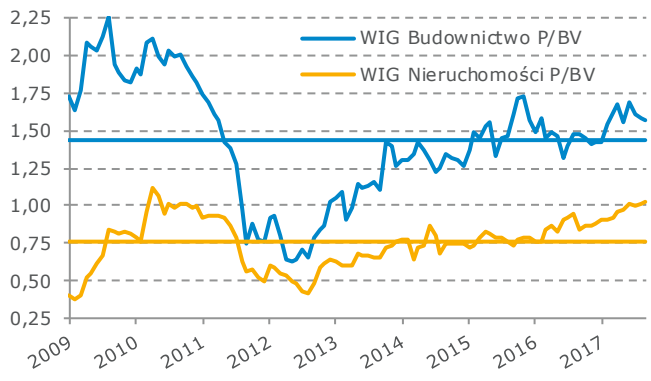
Budownictwo	M/M	YTD
Ulma	+5,6%	+18%
Budimex	-0,2%	+10%
Unibep	-6,4%	-6%
Elbudowa	-8,0%	-15%
Herkules	-10,0%	+5%
Erbud	-16,0%	-18%
ZUE	-18,0%	-23%
Torpol	-21,8%	-24%
Elektrotim	-25,0%	-36%
Trakcja	-25,3%	-44%
WIG Bud.	-3,9%	-2%
WIG	+0,2%	+23%
Deweloperzy	**M/M**	**YTD**
P.A. Nova	+5,7%	-0%
GTC	+4,5%	+19%
Lokum Dew.	+1,9%	+48%
Echo Inv.	+1,7%	-0%
JWC	+1,3%	+4%
Atal	-0,1%	+61%
Dom Dev.	-1,0%	+44%
Polnord	-1,4%	-1%
LC Corp	-2,2%	+39%
Robyg	-2,5%	+16%
Archicom	-3,7%	-6%
Capital Park	-6,3%	-13%
Ronson	-10,2%	-6%
BBI Dev.	-13,9%	-26%
WIG Nieruch.	+0,7%	+15%
WIG	+0,2%	+23%
Zagranica	**M/M**	**YTD**
DE Dewel.	+3,8%	+17%
DAX	+0,4%	+14%
AT Dewel.	-0,6%	+24%
ATX	-1,8%	+27%
EU Dewel.	+1,9%	+5%
EU Bud.	+5,4%	+22%
EU Akcje	+0,6%	+21%

*zmiana w okresie 23.10-26.11

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości



Źródło: Bloomberg

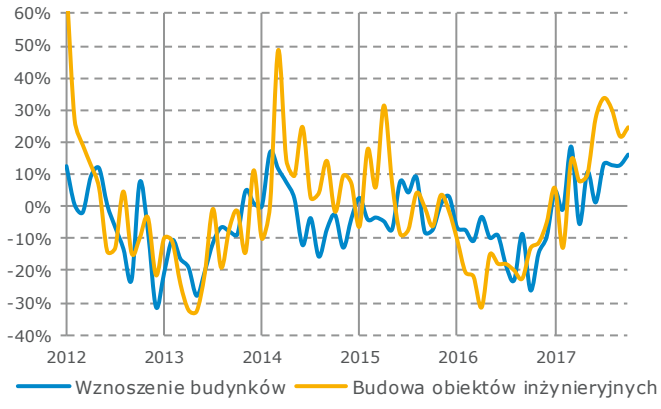
Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

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	5 125	3 607	-1 518	756	-201%	5 572	6 402	7 037	531	603	575	505	569	538	410	453	440
Elektrobudowa	411	319	-92	404	-23%	971	882	955	75	75	71	62	61	56	55	49	47
Elektrotim	73	66	-7	77	-9%	258	286	300	5	10	16	2	7	13	-1	4	9
Erbud	282	331	48	270	18%	1 790	1 830	1 921	57	53	55	46	43	44	2	27	29
Herkules	141	239	99	220	45%	128	138	159	36	37	40	14	18	20	10	11	13
Torpol	196	117	-79	195	-41%	767	657	1 129	32	8	46	18	-7	30	10	-10	22
Trakcja	395	453	58	745	8%	1 381	1 411	1 562	97	70	74	74	41	44	55	28	32
Ulma	388	338	-50	284	-18%	180	195	212	66	71	81	17	22	34	13	17	26
Unibep	345	356	11	246	4%	1 249	1 627	1 822	42	50	64	33	41	55	32	37	45
ZUE	159	146	-12	198	-6%	343	390	739	10	2	21	0	-8	11	1	-9	9
Suma	7 516	5 972	-1 543	3 395	-45%	12 641	13 817	15 835	951	980	1 042	770	786	844	587	607	671
Dynamika r/r						-4%	9%	15%	15%	3%	6%	18%	2%	7%	18%	3%	11%
Dynamika r/r bez BDX						-12%	5%	19%	-18%	-10%	24%	-26%	-18%	41%	-32%	-13%	50%

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	200,75	-0,2%	12,5	11,3	11,6	4,7	4,5	5,1	6,4	5,9	5,9	4,1%	7,5%	8,7%
Elektrobudowa	OW	-	134,00	86,50	-8,0%	7,5	8,3	8,8	4,1	4,3	4,5	1,0	1,0	0,9	4,6%	11,6%	7,2%
Elektrotim	OW	▲	-	7,32	-25,0%	-	18,5	8,4	10,6	6,2	4,0	0,9	0,9	0,8	16,9%	4,8%	6,8%
Erbud	OW	-	29,80	22,02	-16,0%	-	10,6	9,6	2,3	3,6	4,0	1,1	1,0	0,9	7,6%	5,3%	4,7%
Herkules	N	-	-	3,24	-10,0%	13,7	13,2	11,1	6,4	6,3	5,7	0,6	0,6	0,6	4,9%	4,9%	4,9%
Torpol	N	►	-	8,55	-21,8%	19,0	-	9,1	3,9	20,6	3,9	0,9	1,0	0,9	8,1%	5,1%	-
Trakcja	UW	►	-	7,69	-25,3%	7,2	13,9	12,2	3,8	5,5	5,4	0,5	0,5	0,5	4,4%	6,5%	3,9%
Ulma	N	►	-	73,90	+5,6%	30,1	22,8	15,1	4,9	4,6	4,4	1,3	1,3	1,3	-	7,3%	5,4%
Unibep	OW	-	14,00	9,84	-6,4%	10,9	9,4	7,7	8,4	7,0	5,3	1,5	1,3	1,2	1,7%	2,0%	3,0%
ZUE	UW	►	-	6,89	-18,0%	-	-	18,1	6,6	89,3	7,8	0,8	0,8	0,8	4,8%	-	-
Mediana					-13,0%	12,5	12,2	10,3	4,8	5,9	4,8	0,9	1,0	0,9	4,8%	5,3%	5,2%

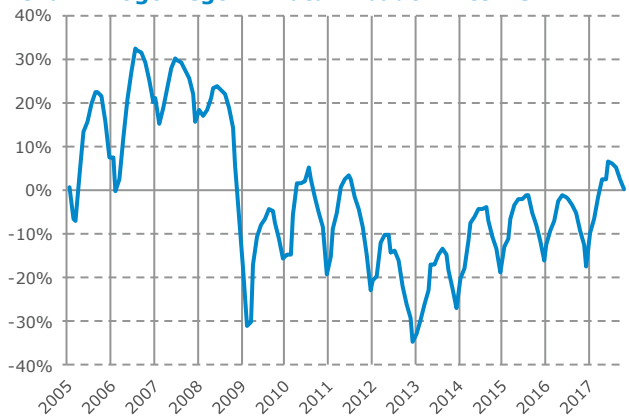
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (*overweight*) – przeważenie, N (*neutral*) – równoważenie, UW (*underweight*) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



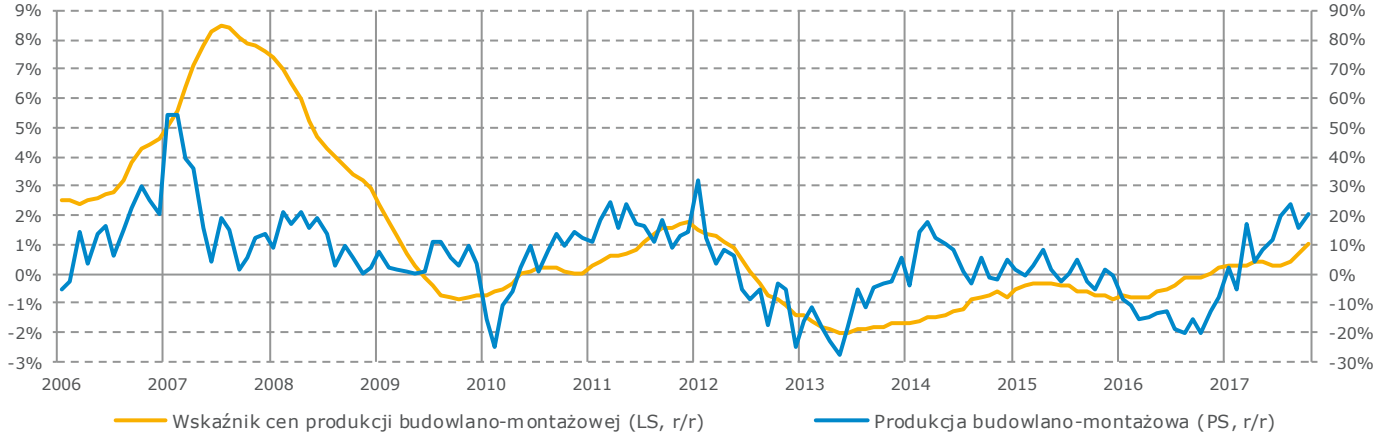
Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



Źródło: GUS

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



Źródło: GUS

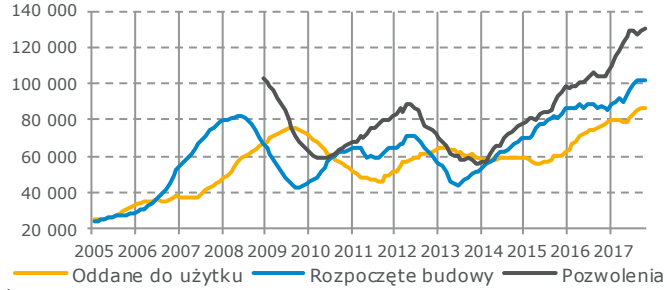
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

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	335	390	55	374	15%	282	291	328	46	54	61	-1	0	10	37	41	54
Atal	1 682	1 956	274	756	36%	507	912	935	115	236	244	0	0	0	89	182	190
BBI Dev.	65	188	123	212	58%	84	28	83	1	2	14	0	0	-	-5	-1	9
Capital Park	593	1 755	1 162	989	118%	108	129	143	56	84	101	69	-69	39	30	15	83
Dom Dev.	1 962	2 025	63	881	7%	1 153	1 398	1 705	157	237	290	0	0	0	126	193	234
Echo Inv.	1 936	2 776	840	1 493	56%	480	570	532	45	26	18	560	231	367	388	306	301
GTC	4 340	7 802	3 462	3 842	90%	525	607	683	306	365	428	369	375	109	691	526	353
JWC	407	629	222	656	34%	491	513	561	51	85	98	-8	0	0	25	62	74
LC Corp	1 173	1 857	685	1 468	47%	547	723	835	170	221	241	34	-72	4	113	120	189
Lokum Dew.	298	385	87	234	37%	189	214	314	34	52	73	0	0	0	43	41	57
P.A. Nova	240	613	373	341	109%	183	238	216	47	47	54	-	-	-	27	32	33
Polnord	261	592	331	704	47%	177	318	320	-14	13	22	-13	0	0	-17	22	23
Robyg	909	1 220	312	618	50%	517	793	1 059	123	187	226	0	0	0	109	102	144
Ronson	231	397	166	329	50%	485	246	217	85	23	25	0	0	0	65	15	16
Suma	14 431	22 585	8 154	12 895	63%	5 727	6 981	7 930	1 220	1 633	1 894	1 011	464	528	1 720	1 656	1 759
Dynamika r/r						31%	22%	14%	41%	34%	16%				-	-4%	6%

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	-	-	14,40	-3,7%	9,0	8,2	6,2	0,89	0,86	0,80	8,3	7,5	7,1	6,4%	7,2%	7,3%
Atal	OW	-	45,00	43,44	-0,1%	18,8	9,3	8,8	2,44	2,09	1,98	17,5	8,1	8,1	1,4%	3,9%	8,8%
BBI Dev.	N	-	-	0,62	-13,9%	-	-	7,2	0,30	0,30	0,29	182,5	83,3	5,6	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,09	5,50	-6,3%	19,5	39,2	7,2	0,59	0,58	0,54	30,2	19,8	17,4	-	-	1,8%
Dom Dev.	OW	-	101,10	78,90	-1,0%	15,6	10,2	8,4	2,10	1,96	1,89	12,2	8,3	6,9	4,1%	6,4%	9,9%
Echo Inv.	OW	-	6,42	4,69	+1,7%	5,0	6,3	6,4	1,27	1,20	1,13	51,1	112,7	148,9	127%	14,1%	10,7%
GTC	N	-	9,59	9,43	+4,5%	6,3	8,2	12,3	1,25	1,16	1,08	24,9	21,3	18,8	-	2,8%	2,1%
JWC	N	-	-	4,58	+1,3%	16,3	6,6	5,5	0,62	0,57	0,52	13,2	7,6	6,2	-	-	-
LC Corp	OW	-	-	2,62	-2,2%	10,4	9,7	6,2	0,84	0,79	0,72	11,3	9,2	8,8	6,9%	2,7%	4,8%
Lokum Dew.	OW	-	-	16,56	+1,9%	7,0	7,2	5,3	1,23	1,11	0,96	10,0	6,7	4,8	3,7%	4,7%	4,5%
P.A. Nova	N	▶	-	24,00	+5,7%	8,9	7,6	7,2	0,76	0,73	0,70	13,2	12,8	10,8	3,1%	3,1%	3,1%
Polnord	UW	-	-	8,00	-1,4%	-	12,0	11,1	0,37	0,36	0,35	-	44,3	24,2	-	-	-
Robyg	OW	-	4,25	3,14	-2,5%	7,6	8,9	6,3	1,46	1,35	1,23	10,8	6,6	5,5	6,4%	8,6%	8,9%
Ronson	UW	-	-	1,41	-10,2%	3,6	15,1	14,8	0,64	0,67	0,67	4,6	18,2	17,0	5,7%	13,5%	7,1%
Mediana					-1,2%	9,0	8,9	7,2	0,87	0,82	0,76	13,2	11,0	8,5	5,7%	5,6%	7,1%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (szt.)*



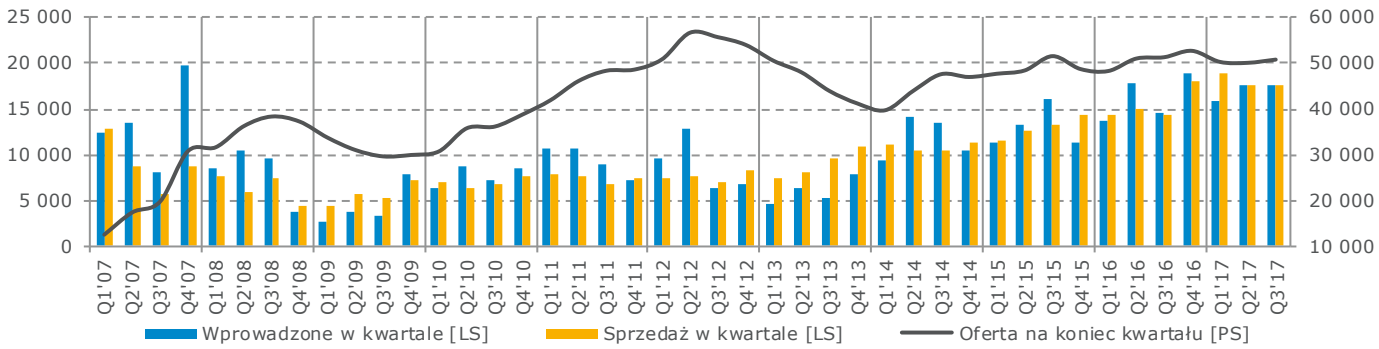
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

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	12,55	-4,5%	722	201%	6,5	7,5	8,7	0,78	0,80	0,73	3,5%	5,0%	6,2%	-	-	0,2%
ADO Properties	Resi	43,24	+5,5%	1 907	62%	4,3	35,7	29,2	1,30	1,05	0,92	2,5%	3,0%	3,3%	1,3%	1,5%	1,8%
Alstria Office	Office	12,39	+1,6%	1 900	74%	10,7	14,5	15,6	1,10	1,04	1,00	6,1%	6,0%	6,2%	4,2%	4,3%	4,5%
Deutsche Wohnen	Resi	37,08	+3,3%	13 151	63%	7,9	30,7	28,2	1,57	1,29	1,18	3,1%	3,9%	4,2%	2,0%	2,2%	2,3%
DIC Asset	Office	10,72	+7,8%	735	144%	-	13,7	18,5	0,98	0,95	0,95	6,4%	8,2%	8,4%	3,7%	5,3%	4,3%
Duutsche EuroShop	Retail	32,29	+3,5%	1 995	66%	7,9	12,8	13,2	0,91	0,87	0,86	7,4%	7,6%	7,5%	4,3%	4,5%	4,6%
Grand City Properties	Resi	19,00	+4,0%	3 131	75%	5,3	16,4	15,7	0,93	1,08	0,94	5,3%	5,2%	5,7%	1,3%	3,7%	4,1%
Hamborner REIT	Mixed	9,55	+4,8%	761	105%	36,7	20,0	18,8	1,36	1,36	1,36	5,1%	5,9%	6,8%	4,5%	4,6%	4,8%
LEG Immobilien	Resi	89,88	+4,3%	5 679	96%	9,8	21,4	17,5	1,66	1,36	1,17	4,7%	5,2%	5,7%	3,1%	3,4%	3,7%
TAG Immobilien	Resi	15,50	+6,5%	2 271	144%	10,4	18,9	16,5	1,67	1,46	1,33	4,3%	5,3%	6,1%	3,7%	4,0%	4,4%
TLG Immobilien	Mixed	20,45	+1,1%	2 087	62%	14,7	17,9	16,2	1,37	1,11	1,14	5,6%	5,8%	6,2%	3,9%	4,2%	4,5%
Vonovia	Resi	39,60	+7,3%	19 209	85%	8,2	22,3	20,7	1,48	1,21	1,14	3,9%	4,7%	5,0%	2,8%	3,3%	3,6%
Mediana			+4,2%		80%	8,2	18,4	17,0	1,33	1,10	1,07	4,9%	5,3%	6,1%	3,7%	4,0%	4,2%

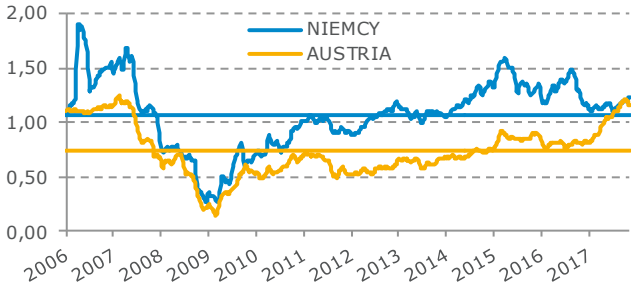
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

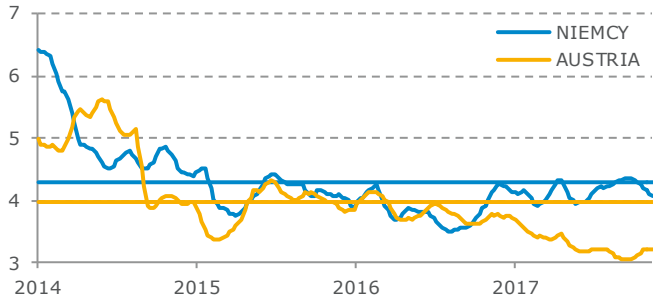
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
BUWOG	Resi	24,01	-1,2%	2 695	92%	10,2	22,0	17,7	1,43	1,17	1,05	4,1%	4,0%	4,5%	2,9%	3,1%	3,3%
CA Immobilien	Office	24,85	+2,3%	2 455	50%	12,8	22,1	21,4	1,05	1,02	0,98	3,8%	4,5%	5,0%	2,6%	3,1%	3,5%
Conwert Immobilien	Resi	18,37	+2,1%	1 834	3%	14,8	14,5	16,7	1,30	1,20	1,16	4,6%	-	-	1,9%	2,9%	3,2%
Immofinanz	Mixed	2,09	-5,0%	2 334	94%	-	31,2	25,5	0,70	0,79	0,80	1,4%	1,6%	3,5%	-	3,6%	10,6%
Atrium European RE	Retail	4,07	+1,1%	1 533	44%	26,4	13,8	13,2	0,79	0,80	0,78	6,8%	7,3%	7,6%	6,6%	8,9%	7,6%
S Immo	Mixed	14,62	-2,7%	978	106%	4,9	24,4	20,3	1,22	1,11	1,06	4,2%	6,8%	5,5%	-	2,9%	3,1%
Mediana			-0,0%		71%	12,8	22,0	19,0	1,13	1,06	1,02	4,2%	4,5%	5,0%	2,7%	3,1%	3,4%

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

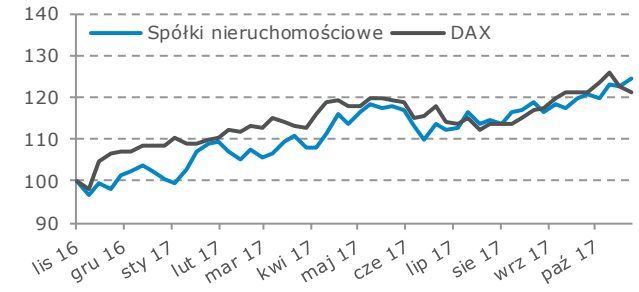
P/BV spółek nieruchomościowych



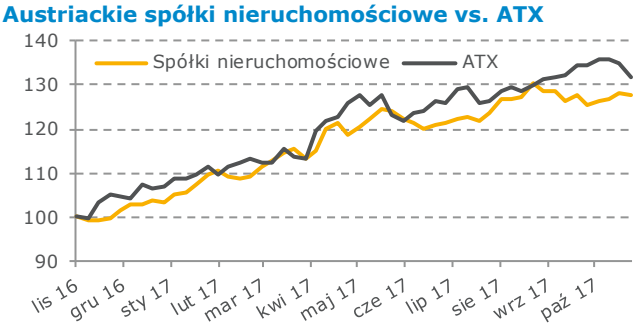
DYield spółek nieruchomościowych



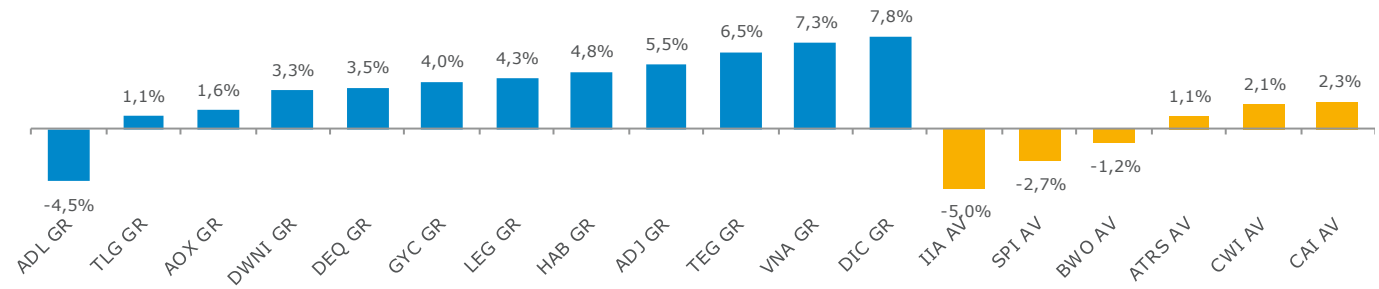
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



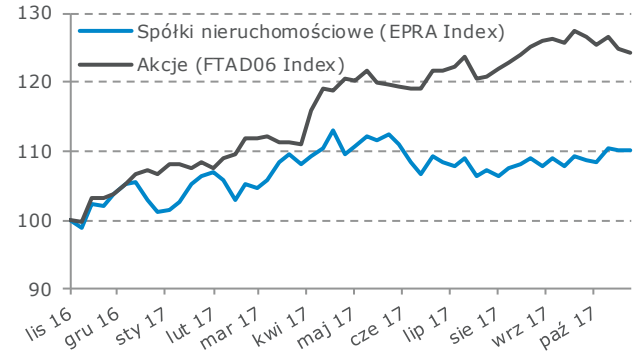
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

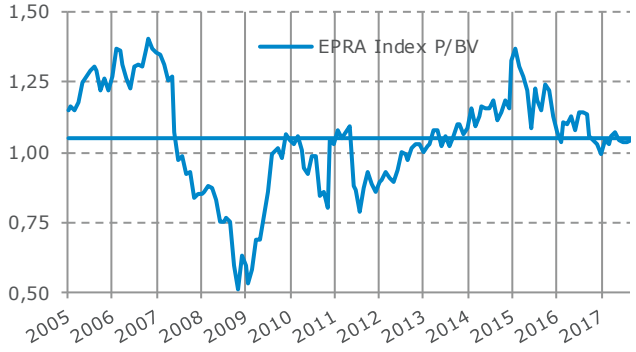
Spółka		Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
							2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Cofinimmo	BE	Mixed	108,25	+0,8%	2 237	86%	23,3	16,6	16,4	1,23	1,20	1,15	5,4%	5,9%	6,0%	5,1%	5,1%	5,2%
PSP Swiss Property	CH	Office	87,40	+0,4%	3 431	59%	29,7	23,2	23,3	1,04	1,02	1,02	4,4%	4,5%	4,4%	3,8%	3,8%	3,9%
Swiss Prime Site	CH	Mixed	85,60	+1,1%	5 236	91%	19,4	22,1	21,1	1,18	1,24	1,23	4,9%	4,8%	5,1%	4,3%	4,3%	4,4%
Fonciere Des Regions	FR	Office	88,88	+4,7%	6 566	90%	7,7	16,8	15,9	1,15	1,04	0,99	5,8%	5,6%	6,0%	5,0%	5,0%	5,2%
Gecina	FR	Office	137,80	+2,2%	10 365	60%	10,9	27,2	24,4	1,08	0,94	0,89	3,9%	3,7%	4,3%	3,7%	3,8%	3,9%
Icade	FR	Office	77,41	+4,7%	5 737	156%	98,0	16,5	15,1	1,67	1,76	1,87	5,6%	6,2%	6,5%	5,2%	5,4%	5,8%
Klepierre	FR	Retail	34,66	+6,7%	10 894	80%	9,1	14,3	13,6	1,07	0,95	0,92	6,5%	7,2%	7,6%	5,3%	5,6%	5,9%
EuroCommercial	NL	Retail	34,93	+2,7%	1 708	69%	8,0	15,5	14,6	0,93	0,86	0,82	6,3%	6,5%	7,0%	5,9%	6,1%	6,2%
Unibail - Rodamco	NL	Retail	218,30	+5,9%	21 796	80%	9,0	18,2	17,3	1,24	1,15	1,10	5,2%	5,5%	5,8%	4,7%	5,0%	5,2%
Wereldhave	NL	Retail	39,18	+0,3%	1 578	75%	15,7	11,4	11,1	0,80	0,79	0,78	9,6%	9,2%	9,3%	7,9%	7,9%	8,0%
Castellum	SE	Mixed	136,20	+3,5%	3 763	112%	6,4	16,6	14,4	1,24	1,13	1,08	5,1%	6,4%	7,2%	3,7%	3,9%	4,1%
British Land Co	UK	Mixed	6,19	+2,5%	6 940	52%	4,7	16,9	16,9	0,68	0,71	0,69	5,5%	5,6%	6,1%	4,6%	4,7%	4,9%
Capital & Counties	UK	Retail	2,57	+0,7%	2 437	21%	-	-	-	0,78	0,78	0,76	0,9%	0,5%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%
Derwent London	UK	Office	27,02	-0,3%	3 364	18%	51,2	30,4	26,8	0,77	0,74	0,77	3,0%	3,2%	3,5%	1,9%	2,2%	2,4%
Great Portland Estates	UK	Office	6,13	+0,1%	2 237	22%	3,8	42,6	34,8	0,72	0,88	0,77	2,2%	0,2%	2,7%	1,5%	2,2%	2,1%
Hammerson	UK	Retail	5,15	-1,2%	4 558	59%	12,8	16,6	15,8	0,71	0,67	0,66	5,9%	6,1%	6,3%	4,7%	5,0%	5,2%
Intu Properties	UK	Retail	1,97	-8,5%	2 986	92%	14,4	13,4	13,2	0,54	0,53	0,75	7,2%	7,3%	7,2%	7,1%	7,1%	7,2%
Land Securities Group	UK	Mixed	9,17	-5,2%	7 594	28%	5,4	19,4	17,7	0,62	0,64	0,62	4,7%	5,1%	5,7%	3,8%	4,0%	4,4%
Segro	UK	Industr	5,58	+2,3%	6 251	37%	10,8	28,3	25,8	1,16	1,08	1,01	3,2%	3,6%	3,8%	2,8%	3,0%	3,2%
Shaftesbury	UK	Mixed	9,91	+1,1%	3 089	35%	27,8	60,8	53,6	1,16	1,10	1,06	1,4%	1,6%	1,9%	1,5%	1,6%	1,7%
Mediana				+1,1%		65%	10,9	16,9	16,9	1,05	0,95	0,91	5,1%	5,6%	5,9%	4,5%	4,5%	4,6%

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

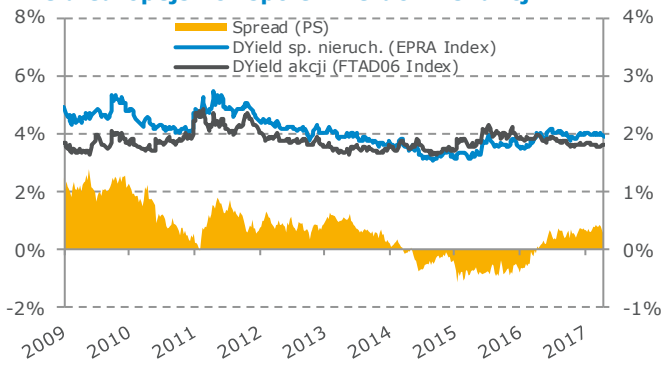
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



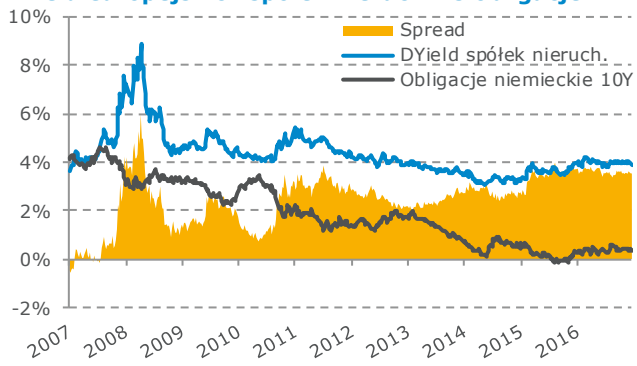
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



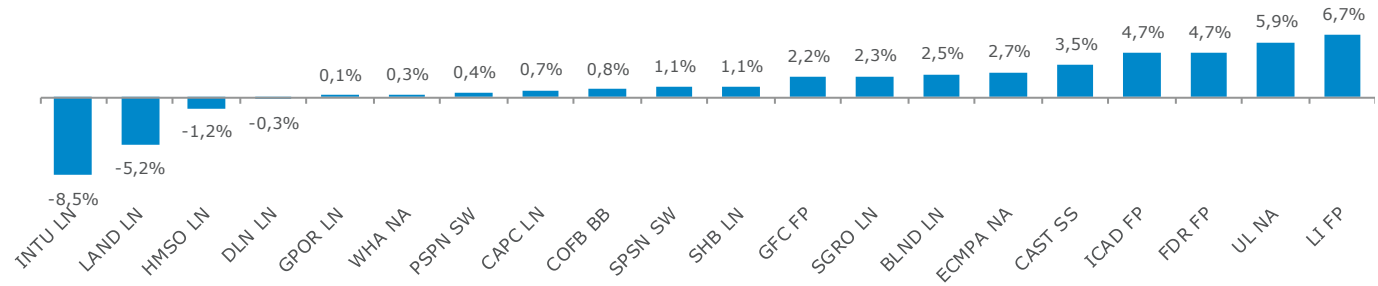
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



DYield europejskich spółek nieruch. vs obligacje



Miesięczny performance europejskich spółek nieruchomościowych



Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek budowlanych

Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV	P/E			EV/EBITDA			DYield		
								2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Strabag	AT	15%	100%	34,50	-0,2%	3 795	-16%	1,06	12,7	13,4	12,2	5,5	4,5	4,3	2,8%	3,0%	3,2%
Porr	AT	60%	100%	25,40	-4,8%	739	20%	1,79	11,4	12,0	10,3	7,3	5,5	5,0	4,3%	4,4%	4,9%
Hochtief	DE	5%	100%	147,24	-2,0%	9 467	-49%	4,53	29,6	21,9	20,0	10,7	8,3	7,8	1,8%	2,1%	2,4%
Bouygues	FR	65%	75%	43,13	+7,1%	15 527	26%	1,75	20,4	18,2	16,6	7,6	6,8	6,4	3,7%	3,7%	3,8%
Salini	IT	15%	100%	3,07	-11,0%	1 510	25%	1,18	25,6	14,5	9,6	4,9	4,3	3,8	1,7%	2,1%	3,1%
Astaldi	IT	25%	80%	2,38	-59,2%	234	180%	0,37	3,2	10,3	2,6	6,9	5,5	5,7	8,4%	7,2%	5,6%
Mota Engil	PT	30%	80%	3,39	+1,5%	804	273%	1,96	16,1	24,2	10,6	8,3	5,9	5,4	8,0%	3,1%	2,4%
Skanska	SE	25%	60%	180,00	-1,8%	7 285	-7%	2,53	12,9	13,1	15,2	11,7	9,8	9,6	4,6%	4,7%	4,8%
PEAB	SE	80%	80%	76,75	-8,9%	2 032	18%	2,19	13,1	11,7	12,6	9,4	8,5	8,4	4,7%	5,0%	5,1%
NCC	SE	50%	100%	171,70	-5,7%	1 631	-7%	3,14	2,3	14,1	12,7	8,6	7,4	6,9	4,7%	5,3%	5,7%
Mediana					-3,4%		19%	1,88	13,0	13,7	12,4	7,9	6,4	6,0	4,5%	4,1%	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

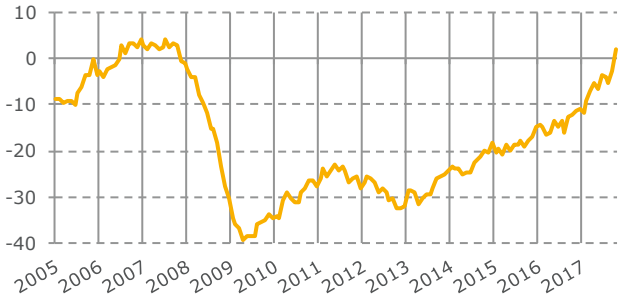
Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV	P/E			EV/EBITDA			DYield		
								2017	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
OHL	ES	20%	20%	4,95	-4,1%	1 479	89%	0,58	-	15,7	11,6	38,1	6,6	7,3	0,9%	0,6%	1,3%
Ferrovial	ES	20%	35%	18,24	+3,1%	13 485	80%	2,44	35,4	32,7	33,7	15,0	20,2	20,4	4,0%	4,2%	4,3%
Acciona	ES	55%	10%	67,84	+1,0%	3 885	141%	1,00	11,0	15,3	14,5	5,2	7,8	7,6	3,7%	4,3%	4,6%
FCC	ES	55%	25%	9,19	+9,2%	3 482	338%	3,27	-	17,5	14,6	15,1	9,2	8,8	-	-	0,1%
ACS	ES	15%	50%	33,05	+0,6%	10 398	15%	2,63	13,8	13,5	12,4	7,6	5,9	5,6	3,6%	3,6%	3,8%
Eiffage	FR	80%	30%	92,19	+3,6%	9 035	264%	2,16	18,0	18,5	15,6	9,7	8,6	8,2	1,6%	2,0%	2,3%
Vinci	FR	60%	30%	86,65	+8,6%	51 712	69%	2,75	19,2	18,2	16,7	11,3	10,5	10,0	2,4%	2,7%	2,9%
Mediana					+3,1%		89%	2,44	18,0	17,5	14,6	11,3	8,6	8,2	3,0%	3,2%	2,9%

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

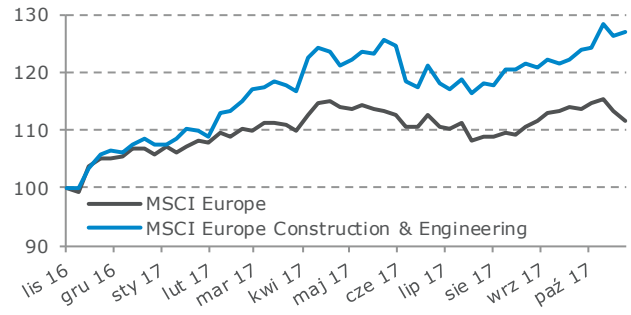
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



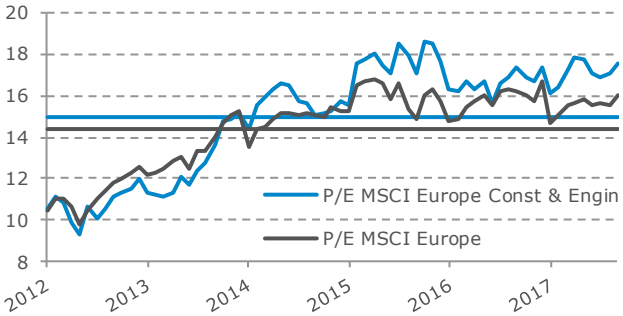
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



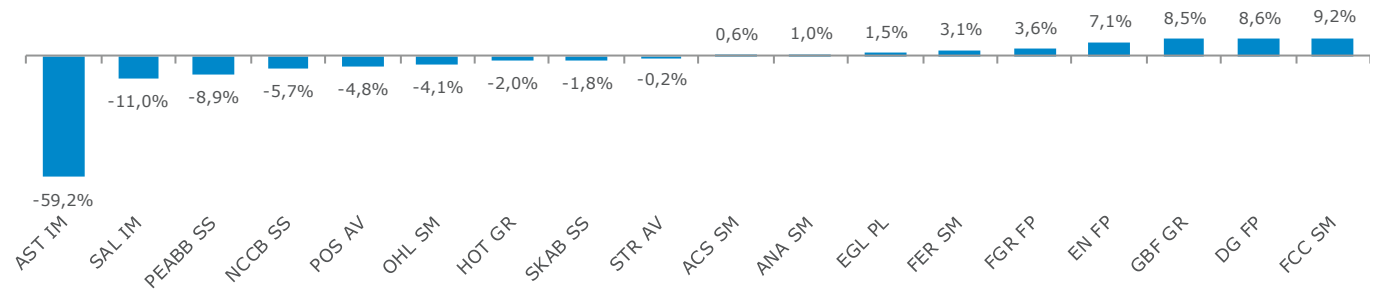
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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 27 listopada 2017 o godzinie 8:46.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 listopada 2017 o godzinie 8:46.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Capital Park, Erbud, Ergis, Kruk, Polski Bank Komórek Macierzystych, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Eurocash, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Orange Polska, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Erbud, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PA Nova, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Polski Bank Komórek Macierzystych, Polwax, PZU, Raiffeisen Bank International, Robyg, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: TXM.

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.

mBank Dom Maklerski

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

Archicom

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2017-01-10
kurs z dnia rekomendacji	15,24
WIG w dniu rekomendacji	53 006,63

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
kurs z dnia rekomendacji	40,40	40,00	34,89
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	59 287,92

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
data wydania	2017-07-24	2017-05-08	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	229,50	275,65	217,00
WIG w dniu rekomendacji	61 979,52	61 831,40	55 560,23

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	kupuj	akumuluj	kupuj	akumuluj
data wydania	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	82,25	76,10	70,20	64,94
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	60 181,96	61 598,78	55 560,23

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	5,19	5,21	6,26	5,69
WIG w dniu rekomendacji	64 289,69	64 973,76	61 018,36	53 988,51

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj	kupuj
data wydania	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05	2016-12-22
kurs z dnia rekomendacji	109,50	120,55	139,90	98,50
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 831,40	59 015,12	51 223,85

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07
WIG w dniu rekomendacji	62 345,85	63 714,74	64 719,80	59 313,38

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

GTC

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

Herkules

rekomendacja	równoważ	przeważaj
data wydania	2017-10-24	2017-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,60	4,17
WIG w dniu rekomendacji	63 714,74	60 181,96

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	**kupuj**
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

Lokum Deweloper

rekomendacja	**przeważaj**
data wydania	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	16,30
WIG w dniu rekomendacji	64 719,80

PA Nova

rekomendacja	**równoważ**
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	24,00
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

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	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23

Ronson

rekomendacja	**niedoważaj**
data wydania	2017-03-06
kurs z dnia rekomendacji	1,80
WIG w dniu rekomendacji	59 313,38

Torpol

rekomendacja	**równoważ**	**równoważ**	**przeważaj**
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	8,55	10,93	12,05
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

Trakcja

rekomendacja	**niedoważaj**	**niedoważaj**	**równoważ**
data wydania	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	7,69	10,30	12,80
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	63 714,74	64 719,80

Ulma

rekomendacja	**równoważ**	**równoważ**
data wydania	2017-11-27	2016-12-12
kurs z dnia rekomendacji	73,90	63,50
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	50 693,75

Unibep

rekomendacja	**kupuj**	**kupuj**	**akumuluj**	**kupuj**	**kupuj**	**akumuluj**
data wydania	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27	2016-12-06	2016-11-04
kurs z dnia rekomendacji	9,90	12,20	12,59	10,79	10,00	10,85
WIG w dniu rekomendacji	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23	49 647,48	47 899,61

ZUE

rekomendacja	**niedoważaj**	**niedoważaj**	**przeważaj**	**równoważ**
data wydania	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12	2016-11-07
kurs z dnia rekomendacji	6,89	9,20	12,35	8,55
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97	64 719,80	58 510,03	47 610,85

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

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

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

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

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

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

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

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