

środa, 28 lutego 2018 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: luty 2018

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

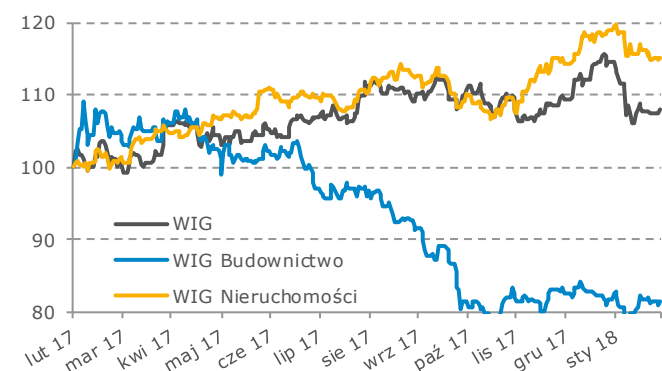
Budownictwo

- Rynek budowlany:** W I'18 produkcja budowlana w Polsce wzrosła o 35% r/r, odnotowując najsilniejszy wzrost od 2007 r. Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie wzrósł w II'18 o 10 pkt. r/r (najlepszy luty od 2008 r.). Wśród barier działalności gwałtownie spada konkurencja przy względnej stabilizacji barier związanych z rynkiem pracy. Dane GUS są lekko optymistyczne, szczególnie w kontekście Budimeksu.
- Wycena sektora:** II'18 był pierwszym miesiącem od III'17, w którym indeks WIG-Budownictwo zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku. Spółki budowlane „uklepują dołek” czwartym miesiącem z rzędu. Sektor jest notowany na medianie **P/E=11,9x** oraz **EV/EBITDA=5,6x** na 2018. Oczekiwania rynku są zawieszone nisko, co zmniejsza ryzyko negatywnych zaskoczeń w sezonie publikacji wyników za 4Q'17. Pierwsze wyniki były zbliżone do oczekiwań (Unibep) lub powyżej nich (ZUE).
- Podtrzymujemy nasze top-picki ze strategii (**BDX, ELB, ERB**), szczególnie zwracając uwagę na przeceniony w lutym ERB. Ponadto nie zmieniamy przeważenia dla **UNI** i **ELT**.
- Erbud:** Akwizycja spółki usługowej w Niemczech przy P/E 9-10x, zwiększa potencjalny ZN i EBITDA Grupy Erbud o 10-15%. Po akwizycji Erbud jest notowany na P/E'18-19 poniżej 8,0x z około 25-30% dyskontem do grupy porównawczej. Uważamy, że spadek kursu w lutym nie jest uzasadniony i stanowi okazję do kupna. Liczymy na dobre wyniki 4Q'17.
- Elbudowa:** Opublikowana w II'18 prognoza Zarządu (ZN'18) jest o 12% wyższa od naszych szacunków i o 8% wyższa od konsensusu. Ambitny cel odnośnie nowych zamówień w 2018 (1,0 mld PLN) oraz pozyskanie największego od 10 miesięcy kontraktu (39 mln PLN), poprawiają sentyment do spółki.
- NAJCIĘKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAŻENIE: ELEKTROBUDOWA, BUDIMEX, ERBUD

Deweloperzy

- Wydarzeniem lutego było podniesienie ceny w wezwaniu oraz transakcja zakupu **Robyga** na mnożnikach **P/B=1,8x** oraz **P/E'18-19=8,5x**. Względem siedmiu preferowanych deweloperów (**ARH, 1AT, DOM, ECH, I2D, LCC, LKD**) oznacza to 50% premii na P/B oraz 27% premii na P/E. Transakcja uwalniła do inwestorów ok. 1 mld PLN gotówki.
- Wyniki 4Q:** W 4Q deweloperzy mieszkaniowi rozliczyli w wynikach łącznie 44% więcej mieszkań r/r. Wzrost przekazanych przełoży się na ponad 50% wzrost ZN w 9 pokrywanych przez nas spółkach mieszkaniowych. Największej dodatniej dynamiki spodziewamy się w Atalu, i2 Development (+215% r/r), Lokum (+62% r/r), Dom Development (+37% r/r).
- Rynek mieszkaniowy:** Otoczenie rynkowe pozostaje wyjątkowo sprzyjające. Spodziewamy się pozytywnego wydzwieku marcowych konferencji wynikowych (silny popyt oraz wzrost cen mieszkań w 1Q).
- Selekcja:** W oparciu o Regresję P/B-ROE (patrz str. 3) relatywnie najtańszymi deweloperami pozostają I2D oraz LKD. Spadek kursu LCC o 11% m/m nie ma według nas uzasadnienia fundamentalnego, a spółka pozostaje najtańszą spośród liderów rynku. Wciąż preferujemy ECH względem GTC mimo 17 p.p. różnicy w stopie zwrotu YTD.
- P.A. Nova:** Obniżamy prognozę ZN'17 o 20% uwzględniając rezerwę zawiązaną w związku ze sporem z PKP. Podtrzymujemy neutralną rekomendację.
- NAJCIĘKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAŻENIE: LC CORP, LOKUM, I2D, ATAL, DOM, ARCHICOM, ECHO

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



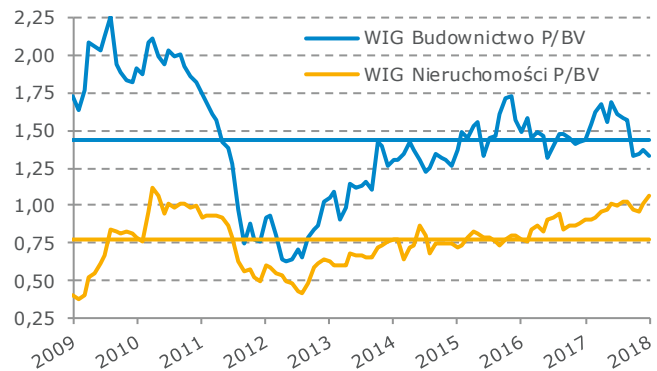
Źródło: Bloomberg

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Elektrotim	+7,8%	+7%
Elbudowa	+6,1%	+12%
Ulma	+1,7%	-14%
Budimex	+0,8%	-6%
ZUE	-1,9%	+4%
Torpol	-2,0%	+1%
Herkules	-2,7%	+12%
Trakcja	-4,0%	+0%
Unibep	-6,8%	-15%
Erbud	-9,3%	+1%
WIG Bud.	+0,1%	-1%
WIG	-6,6%	-1%
Deweloperzy	M/M	YTD
P.A. Nova	+7,4%	+1%
Atal	+4,4%	+1%
BBi Dev.	+2,8%	+16%
Archicom	+1,9%	-2%
Polnord	+1,4%	+2%
Dom Dev.	+1,0%	-1%
Ronson	+0,0%	+1%
Lokum Dew.	-1,1%	+1%
Echo Inv.	-1,2%	+11%
JWC	-2,5%	+2%
i2 Dev.	-3,8%	+33%
GTC	-7,0%	-6%
Capital Park	-10,5%	-4%
LC Corp	-10,7%	+0%
WIG Nieruch.	-2,9%	+1%
WIG	-6,6%	-1%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	-4,5%	-4%
DAX	-6,9%	-3%
AT Dewel.	-4,6%	-4%
ATX	-6,6%	+0%
EU Dewel.	-5,5%	-6%
EU Bud.	-5,3%	-3%
EU Akcje	-5,8%	-0%

*zmiana w okresie 24.01-27.02

P/BV dla WIG Budownictwo



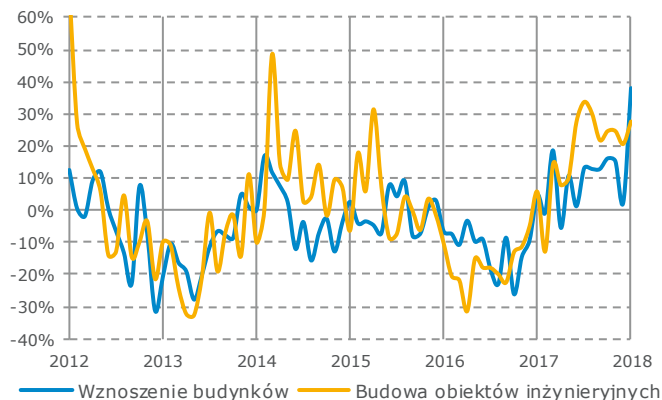
Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	5 096	3 577	-1 518	756	-201%	6 167	7 045	7 030	603	529	499	567	493	464	450	397	373
Elektrobudowa	412	320	-92	404	-23%	853	855	828	66	63	55	52	48	40	43	41	35
Elektrotim	94	87	-7	77	-9%	286	300	285	10	16	14	7	13	11	4	9	7
Erbud	261	310	48	270	18%	1 822	1 921	1 967	51	56	56	41	45	45	26	29	30
Herkules	155	254	99	220	45%	132	162	209	28	41	48	8	21	27	3	13	19
Torpol	184	104	-79	195	-41%	657	1 209	1 660	8	37	55	-7	22	39	-15	15	28
Trakcja	373	431	58	745	8%	1 411	1 482	1 753	70	60	81	41	30	50	28	21	36
Ulma	318	268	-50	284	-18%	195	212	227	71	81	95	22	34	43	17	26	33
Unibep	297	308	11	246	4%	1 637	1 607	1 621	33	47	58	24	38	49	25	31	37
ZUE	146	133	-12	198	-6%	465	739	956	11	20	29	2	10	19	0	8	15
Suma	7 336	5 793	-1 543	3 395	-45%	13 625	15 531	16 536	954	951	990	757	753	787	583	589	612
Dynamika r/r						8%	14%	6%	0%	0%	4%	-2%	-1%	5%	-1%	1%	4%
Dynamika r/r bez BDX						6%	14%	12%	-16%	20%	17%	-28%	37%	24%	-25%	45%	24%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	OW	-	246,00	199,60	+0,8%	11,3	12,8	13,7	5,5	6,8	7,6	5,9	6,2	6,4	7,5%	8,7%	7,8%
Elektrobudowa	OW	-	113,00	86,80	+6,1%	9,5	10,1	11,9	4,5	5,0	5,6	1,0	1,0	1,0	11,5%	9,2%	8,1%
Elektrotim	OW	-	-	9,38	+7,8%	23,7	10,7	12,9	8,4	5,4	5,9	1,1	1,1	1,1	3,7%	5,3%	5,9%
Erbud	OW	-	29,80	20,40	-9,3%	10,0	8,9	8,8	3,7	4,2	3,9	0,9	0,9	0,8	5,8%	5,0%	5,6%
Herkules	N	-	-	3,57	-2,7%	53,3	11,9	8,4	8,9	5,8	4,9	0,7	0,7	0,7	4,5%	4,5%	5,0%
Torpol	N	-	-	8,00	-2,0%	-	12,5	6,5	19,0	5,1	3,9	0,9	0,9	0,8	5,5%	-	2,4%
Trakcja	N	-	-	7,26	-4,0%	13,2	18,0	10,4	5,3	6,9	5,4	0,5	0,5	0,5	6,9%	2,8%	4,1%
Ulma	N	-	-	60,50	+1,7%	18,7	12,4	9,8	3,7	3,5	3,1	1,1	1,1	1,0	8,9%	6,6%	6,6%
Unibep	OW	-	10,80	8,48	-6,8%	11,7	9,6	8,1	9,3	6,7	5,3	1,2	1,1	1,0	2,3%	2,9%	3,6%
ZUE	N	-	-	6,32	-1,9%	-	17,6	9,9	10,7	8,1	6,7	0,7	0,7	0,7	-	-	1,7%
Mediana					-1,9%	12,4	12,1	9,8	7,0	5,6	5,4	1,0	1,0	0,9	5,8%	5,2%	5,3%

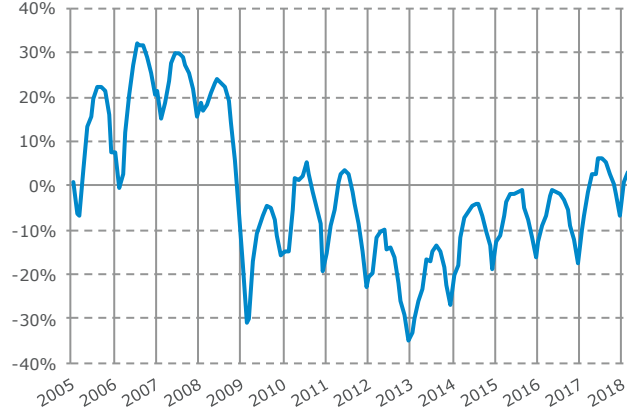
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



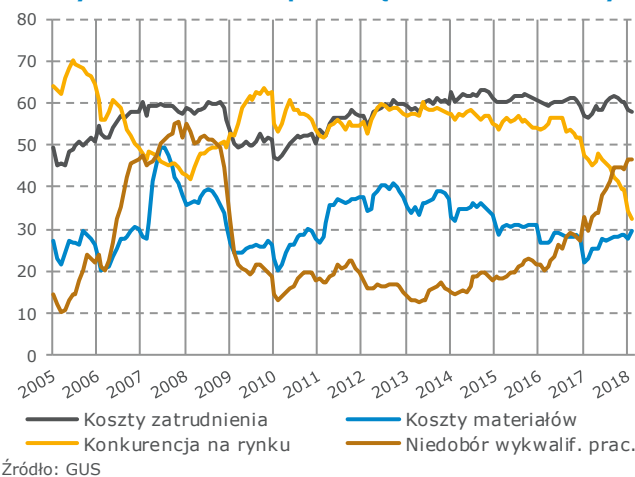
Źródło: GUS

Dynamika prod. bud.-mon. oraz cen pb-m w Polsce (r/r)



Źródło: GUS

Barierzy działalności dla przedsiębiorstw budowlanych



Źródło: GUS

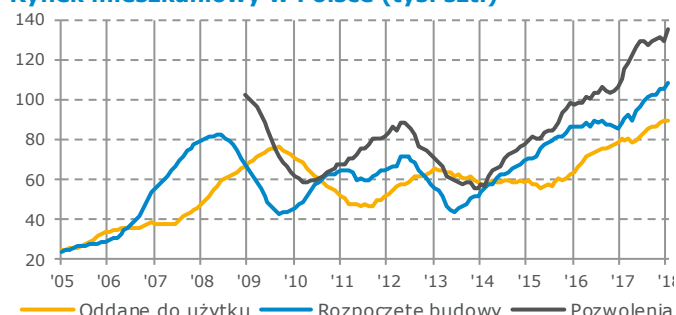
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	411	466	55	374	15%	333	439	540	53	63	88	11	10	10	56	55	74
Atal	1 665	1 939	274	756	36%	874	953	925	232	246	237	-	-	-	179	192	185
BBI Dev.	77	200	123	212	58%	30	74	30	-1	1	-5	1	10	20	-6	4	9
Capital Park	604	1 765	1 162	989	118%	129	151	157	75	101	107	-105	9	25	-12	55	66
Dom Dev.	2 104	2 167	63	881	7%	1 409	1 672	1 577	234	301	294	-	-	-	191	240	235
Echo Inv.	2 088	2 928	840	1 493	56%	612	524	738	32	4	52	220	398	337	305	303	330
GTC	4 350	7 812	3 462	3 842	90%	543	630	690	315	388	440	544	169	190	613	380	439
i2 Dev.	159	275	117	206	57%	76	243	286	14	47	44	0	0	0	11	36	34
JWC	382	604	222	656	34%	389	491	637	47	74	94	-2	0	0	26	49	68
LC Corp	1 231	1 916	685	1 468	47%	711	838	899	222	243	276	-101	6	15	108	183	213
Lokum Dew.	320	407	87	234	37%	223	306	385	56	69	84	0	0	0	43	53	65
P.A. Nova	233	606	373	341	109%	238	216	219	39	54	48	0	0	0	26	33	30
Polnord	321	652	331	704	47%	286	309	331	20	20	28	0	0	0	8	20	24
Ronson	235	400	166	329	50%	235	221	344	19	28	57	0	0	0	10	18	41
Suma	14 180	22 138	7 959	12 483	64%	6 089	7 066	7 759	1 358	1 640	1 845	568	602	597	1 555	1 622	1 812
Dynamika r/r						16%	16%	10%	24%	21%	13%				-	4%	12%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	OW	-	-	16,05	+1,9%	7,4	7,5	5,6	0,93	0,87	0,79	8,6	8,5	6,5	6,3%	6,8%	6,7%
Atal	OW	-	49,20	43,00	+4,4%	9,3	8,7	9,0	2,07	2,01	1,99	8,2	7,7	8,3	3,9%	10,0%	10,5%
BBI Dev.	N	-	-	0,74	+2,8%	-	17,5	8,2	0,37	0,36	0,35	-	149,4	-	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,42	5,55	-10,5%	-	11,0	9,1	0,60	0,58	0,56	24,5	19,3	20,8	-	-	2,7%
Dom Dev.	OW	-	103,00	84,60	+1,0%	11,0	8,8	8,9	2,11	2,01	2,02	9,5	7,3	7,6	6,0%	9,1%	11,4%
Echo Inv.	OW	-	6,31	5,06	-1,2%	6,8	6,9	6,3	1,25	1,19	1,11	100,3	923,2	63,3	13%	9,9%	10,2%
GTC	N	-	9,70	9,25	-7,0%	7,1	11,4	9,9	1,13	1,07	1,00	25,0	21,9	20,5	2,9%	3,2%	3,8%
i2 Dev.	OW	-	-	16,35	-3,8%	14,7	4,5	4,7	0,69	0,66	0,62	20,5	5,4	5,9	11,6%	15,3%	11,2%
JWC	N	-	-	4,30	-2,5%	14,8	7,8	5,6	0,56	0,53	0,48	12,5	8,0	5,8	-	-	-
LC Corp	OW	-	3,74	2,75	-10,7%	11,4	6,7	5,8	0,83	0,80	0,76	9,0	8,8	8,0	2,5%	9,7%	10,8%
Lokum Dew.	OW	-	-	17,80	-1,1%	7,5	6,0	4,9	1,19	1,04	0,90	7,1	5,4	4,7	4,4%	4,4%	5,4%
P.A. Nova	N	►	-	23,30	+7,4%	9,1	7,0	7,9	0,72	0,69	0,67	15,3	10,7	11,9	3,2%	3,2%	4,3%
Polnord	N	-	-	9,84	+1,4%	42,5	16,2	13,1	0,45	0,44	0,42	36,5	36,1	25,0	-	-	-
Ronson	UW	-	-	1,43	+0,0%	22,9	13,2	5,8	0,69	0,68	0,64	22,4	15,5	7,3	13,3%	5,6%	6,3%
Mediana					-0,6%	10,2	8,2	7,1	0,78	0,74	0,72	15,3	9,7	8,0	5,2%	7,9%	6,7%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (tys. szt.)*



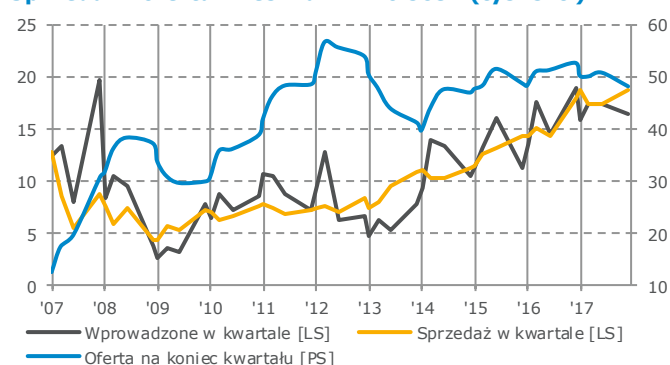
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



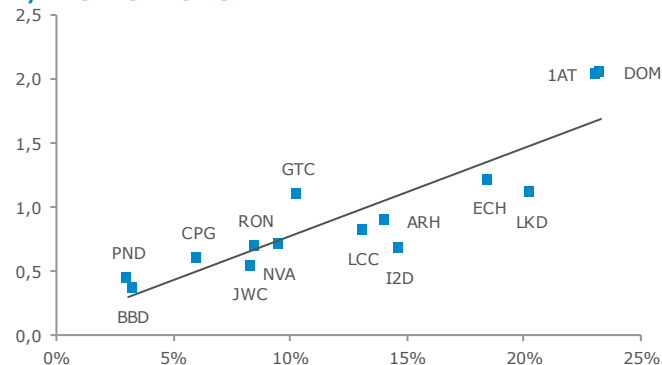
Źródło: Home Broker i Open Finance

Sprzedaż i oferta mieszkań w Polsce* (tys. szt.)



Źródło: REAS; *w 6 największych miastach

P/B vs. ROE'18-19



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena niemieckich spółek nieruchomościowych

Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Adler Real Estate	Resi	13,16	-1,8%	757	182%	8,3	11,0	13,1	0,84	0,77	0,71	4,8%	5,8%	6,4%	-	0,2%	-
ADO Properties	Resi	43,06	-4,3%	1 899	69%	36,2	29,2	26,2	1,02	0,90	0,82	2,9%	3,4%	3,7%	1,5%	1,8%	2,1%
Alstria Office	Office	12,00	-10,0%	2 037	61%	16,6	15,8	15,2	0,98	0,93	0,90	6,2%	6,1%	6,3%	4,4%	4,5%	4,7%
Deutsche Wohnen	Resi	34,13	-5,1%	12 105	61%	28,4	26,1	23,8	1,24	1,10	1,01	4,4%	4,6%	4,8%	2,3%	2,5%	2,7%
DIC Asset	Office	10,98	+4,6%	753	154%	11,8	15,6	15,1	0,91	0,96	0,94	8,0%	8,3%	8,9%	5,8%	4,3%	4,5%
Duutsche EuroShop	Retail	30,02	-5,6%	1 855	65%	12,7	12,9	12,8	0,81	0,80	0,79	8,2%	7,9%	8,0%	4,8%	5,0%	5,1%
Grand City Properties	Resi	18,47	-5,1%	3 044	68%	16,2	15,8	14,3	1,04	0,90	0,83	5,3%	5,8%	6,3%	3,8%	4,1%	4,6%
Hamborner REIT	Mixed	9,31	-6,9%	742	117%	41,9	18,7	18,1	1,32	1,34	1,35	6,1%	6,9%	7,1%	4,6%	4,9%	5,1%
LEG Immobilien	Resi	85,44	-7,4%	5 399	89%	17,1	16,8	16,0	1,28	1,11	1,02	5,5%	6,0%	6,4%	3,6%	3,9%	4,1%
TAG Immobilien	Resi	15,72	-4,6%	2 303	128%	7,3	16,4	14,3	1,69	1,31	1,19	5,3%	6,0%	6,5%	3,6%	4,5%	4,8%
TLG Immobilien	Mixed	22,50	-0,4%	2 296	80%	18,7	17,8	16,8	1,23	1,25	1,19	5,1%	5,4%	5,8%	3,7%	4,0%	4,3%
Vonovia	Resi	37,53	-7,3%	18 206	81%	21,1	19,2	18,5	1,13	1,04	0,97	4,9%	5,2%	5,6%	3,5%	3,8%	4,1%
Mediana			-5,1%		81%	16,8	16,6	15,6	1,08	1,00	0,96	5,3%	5,9%	6,4%	3,7%	4,0%	4,5%

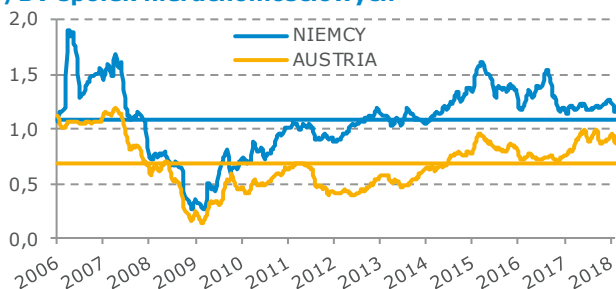
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

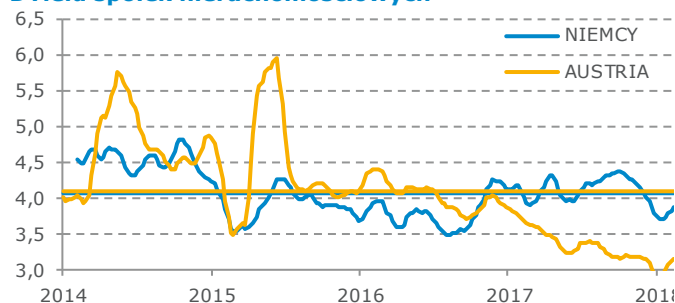
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Atrium European RE	Retail	4,16	-4,1%	1 569	45%	13,9	13,3	12,7	0,81	0,79	0,77	7,5%	7,8%	8,1%	8,7%	7,3%	6,9%
BUWOG	Resi	28,90	+0,3%	3 244	72%	8,1	23,1	20,3	1,47	1,22	1,14	3,3%	3,5%	4,3%	2,4%	2,7%	3,1%
CA Immobilien	Office	23,90	-6,3%	2 362	51%	19,6	20,0	19,1	0,97	0,93	0,90	4,8%	5,2%	5,7%	3,2%	3,6%	4,0%
Immofinanz	Mixed	1,98	-3,9%	2 212	93%	38,8	30,5	25,7	0,76	0,75	0,74	1,1%	3,8%	4,7%	3,0%	3,1%	3,5%
S Immo	Mixed	15,06	-3,2%	1 008	108%	11,5	14,7	13,7	1,12	1,05	0,97	4,6%	5,2%	5,8%	2,9%	3,2%	3,8%
UBS Development	Mixed	38,70	-10,4%	289	121%	9,4	8,3	8,2	0,82	0,77	0,73	7,4%	8,1%	10,9%	4,8%	5,3%	5,8%
Mediana			-4,0%		82%	12,7	17,3	16,4	0,90	0,86	0,83	4,7%	5,2%	5,7%	3,1%	3,4%	3,9%

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

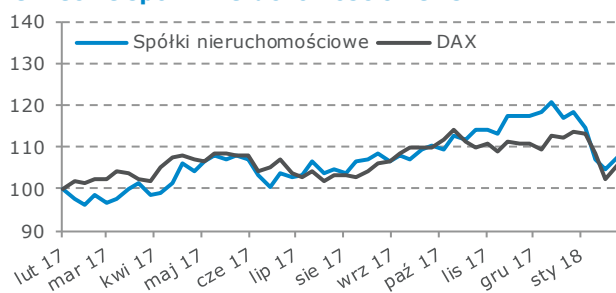
P/BV spółek nieruchomościowych



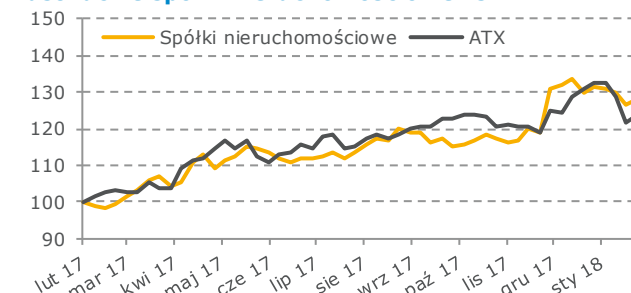
DYield spółek nieruchomościowych



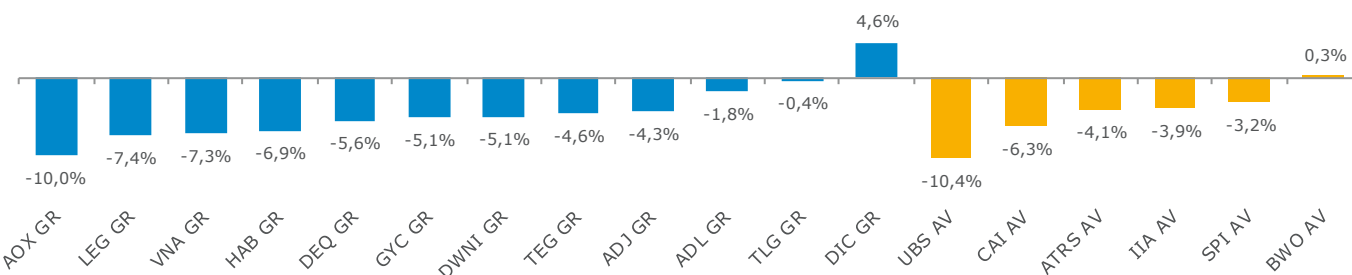
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



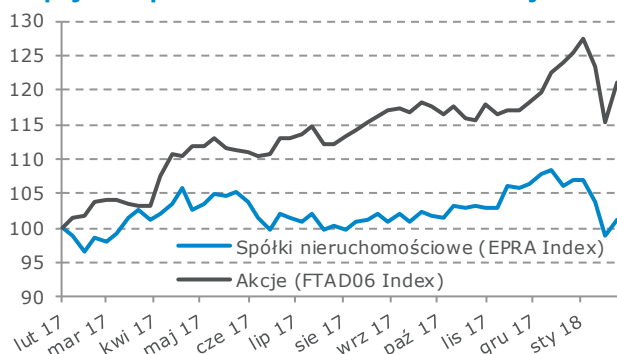
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

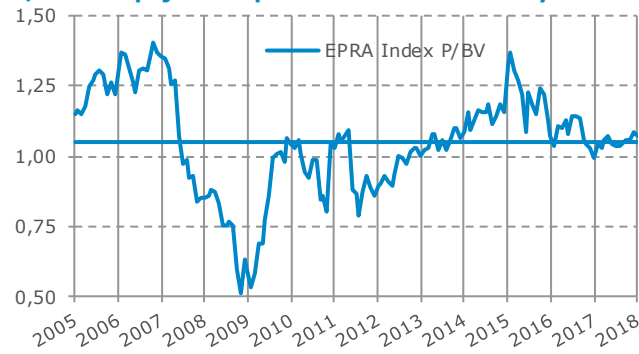
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Cofinimmo	BE Mixed	104,10	-4,1%	2 151	79%	16,1	15,7	15,0	1,17	1,09	1,05	6,3%	6,3%	6,5%	5,3%	5,4%	5,5%
PSP Swiss Property	CH Office	90,25	-2,8%	3 599	60%	16,1	24,0	23,3	1,04	1,04	1,03	4,3%	4,5%	4,6%	3,8%	3,8%	3,8%
Swiss Prime Site	CH Mixed	88,70	-1,6%	5 512	99%	22,4	21,8	21,2	1,32	1,30	1,30	4,6%	4,9%	5,1%	4,2%	4,2%	4,3%
Fonciere Des Regions	FR Office	86,90	-2,4%	6 506	87%	7,0	15,8	15,3	1,03	1,00	0,94	5,9%	6,1%	6,3%	5,2%	5,3%	5,5%
Gecina	FR Office	144,90	-8,8%	10 920	69%	5,1	25,1	22,4	0,97	0,94	0,89	3,6%	3,9%	4,3%	3,7%	3,7%	3,9%
Icade	FR Office	80,85	-6,7%	5 992	178%	35,2	15,8	15,0	1,79	1,93	2,07	6,2%	6,5%	6,8%	5,3%	5,6%	5,9%
Klepierre	FR Retail	33,90	-6,0%	10 657	75%	8,5	13,2	12,7	0,99	0,90	0,86	7,3%	7,7%	8,0%	5,8%	6,0%	6,3%
EuroCommercial	NL Retail	33,66	-10,2%	1 668	76%	6,2	14,2	13,5	0,83	0,80	0,78	6,7%	6,9%	7,4%	6,2%	6,4%	6,6%
Unibail - Rodamco	NL Retail	190,25	-8,0%	18 998	92%	7,8	14,8	14,1	1,00	0,93	0,89	6,4%	6,8%	7,2%	5,7%	6,0%	6,3%
Wereldhave	NL Retail	30,47	-25,4%	1 227	80%	18,1	9,0	8,9	0,64	0,65	0,65	11,8%	11,2%	11,2%	10,1%	8,8%	8,9%
Castellum	SE Mixed	131,15	-3,5%	3 559	113%	6,1	14,1	13,8	1,06	1,04	1,01	6,7%	7,2%	7,7%	4,0%	4,3%	4,5%
British Land Co	UK Mixed	6,37	-6,1%	7 117	43%	33,9	17,3	17,3	0,71	0,70	0,73	5,5%	6,0%	6,0%	4,6%	4,7%	4,8%
Capital & Counties	UK Retail	2,68	-11,9%	2 588	23%	-	-	-	0,81	0,78	0,75	-	-	-	0,6%	0,6%	0,6%
Derwent London	UK Office	29,67	+1,1%	3 758	22%	10,5	29,0	27,1	0,80	0,83	0,83	2,8%	3,0%	3,3%	2,0%	2,2%	2,4%
Great Portland Estates	UK Office	6,38	-1,5%	2 368	7%	-	35,4	32,6	0,80	0,79	0,80	0,2%	2,5%	2,4%	1,6%	2,1%	1,9%
Hammerston	UK Retail	4,56	-8,5%	4 112	58%	9,3	14,0	13,6	0,60	0,58	0,56	6,8%	6,9%	7,2%	5,6%	5,9%	6,2%
Intu Properties	UK Retail	2,10	-8,8%	3 227	129%	13,0	14,1	13,5	0,56	0,75	0,76	7,0%	7,2%	8,3%	6,7%	6,8%	6,9%
Land Securities Group	UK Mixed	9,28	-7,5%	7 814	30%	64,9	17,7	16,7	0,64	0,64	0,66	5,0%	5,4%	5,3%	4,2%	4,4%	4,5%
Segro	UK Industr	5,75	+0,7%	6 555	41%	5,8	26,6	24,1	1,03	0,99	0,95	3,4%	3,8%	4,1%	2,9%	3,1%	3,3%
Shaftesbury	UK Mixed	9,66	-4,1%	3 371	30%	8,9	53,0	47,3	1,02	1,01	0,98	1,6%	1,8%	2,0%	1,7%	1,8%	1,9%
Mediana			-6,1%		72%	9,9	15,8	15,3	0,98	0,91	0,88	5,9%	6,1%	6,3%	4,4%	4,6%	4,7%

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

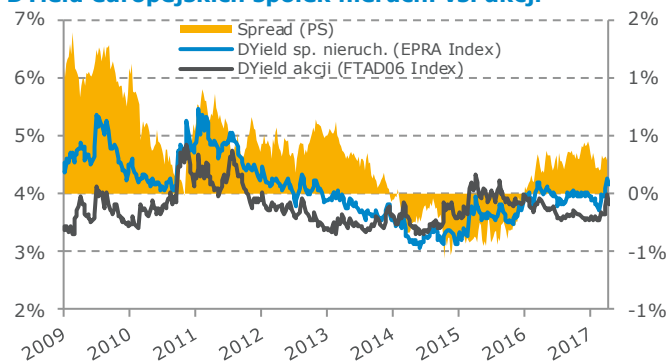
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



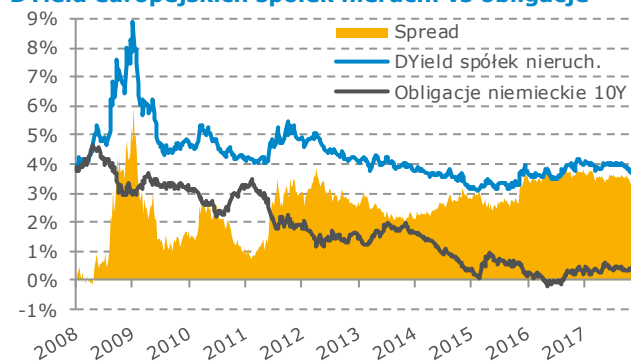
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



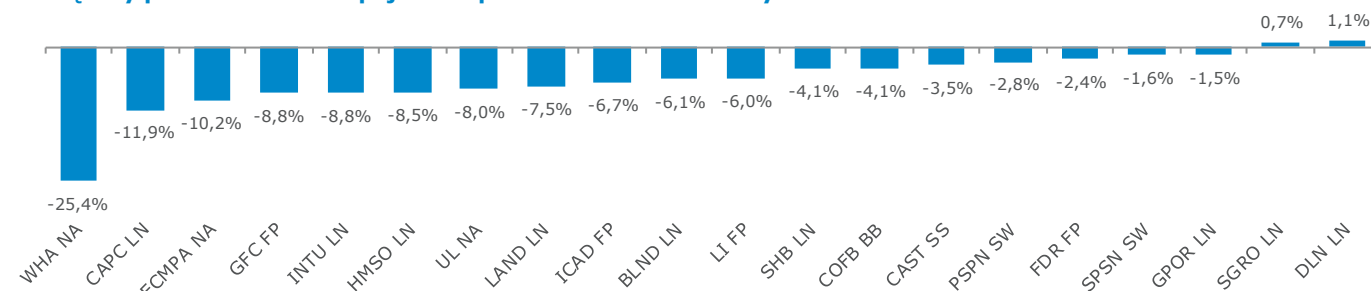
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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 2018	2017	P/E 2018	2019	EV/EBITDA			DYield		
Strabag	AT	15%	100%	32,80	-7,2%	3 608	-17%	0,96	13,0	12,0	11,6	4,2	4,1	4,1	3,1%	3,4%	3,7%
Porr	AT	60%	100%	27,70	-5,5%	806	11%	1,74	13,6	11,4	9,9	6,0	5,5	5,1	4,0%	4,3%	4,9%
Hochtief	DE	5%	100%	138,80	-6,8%	8 925	-69%	4,13	21,2	18,2	16,8	7,7	6,5	6,0	1,9%	2,5%	2,8%
Bouygues	FR	65%	75%	42,22	-7,1%	15 409	26%	1,65	13,9	16,1	14,4	5,9	5,9	5,5	3,8%	3,9%	4,0%
Salini	IT	15%	100%	2,52	-21,4%	1 238	16%	0,87	13,4	8,1	6,4	3,8	3,5	3,2	2,4%	3,8%	4,7%
Astaldi	IT	25%	80%	2,32	-18,3%	228	160%	0,34	18,8	2,6	2,3	5,4	5,6	5,4	5,2%	3,0%	5,1%
Mota Engil	PT	30%	80%	4,03	+0,8%	956	225%	2,12	28,8	12,6	9,4	6,3	5,8	5,5	2,6%	2,0%	3,2%
Skanska	SE	25%	60%	165,40	+2,7%	6 575	-4%	2,45	16,5	15,1	13,1	14,9	9,8	8,7	5,0%	5,1%	5,3%
PEAB	SE	80%	80%	76,85	+6,6%	1 998	19%	2,06	11,0	12,3	12,2	7,7	7,8	7,6	5,2%	5,3%	5,4%
NCC	SE	50%	100%	159,85	+1,2%	1 510	-17%	2,94	17,2	13,0	10,6	8,5	6,7	5,8	5,0%	5,9%	6,2%
Mediana					-6,1%		13%	1,90	15,2	12,4	11,1	6,2	5,8	5,5	3,9%	3,9%	4,8%

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

Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

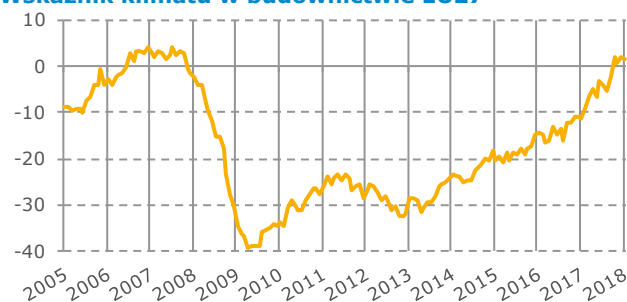
Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2018	2017	P/E 2018	2019	EV/EBITDA 2017	2018	2019	DYield 2017	2018	2019
OHL	ES	20%	20%	4,72	-8,9%	1 353	56%	0,52	11,4	14,3	14,9	6,5	9,3	9,9	0,9%	1,8%	1,8%
Ferrovial	ES	20%	35%	17,99	-4,0%	13 170	90%	2,50	35,1	35,5	30,4	20,5	21,3	19,8	4,2%	4,3%	4,4%
Acciona	ES	55%	10%	70,56	-6,7%	4 040	131%	0,99	18,3	16,0	14,2	7,0	7,4	7,1	4,1%	4,2%	4,5%
FCC	ES	55%	25%	10,06	+4,2%	3 811	277%	3,15	21,0	16,7	14,0	9,6	9,2	8,9	-	0,1%	0,2%
ACS	ES	15%	50%	28,80	-12,9%	9 062	0%	2,07	11,7	11,2	10,6	5,3	5,0	4,8	4,2%	4,4%	4,6%
Eiffage	FR	80%	30%	91,76	-4,9%	8 993	221%	1,93	17,9	15,0	13,4	8,5	8,1	7,9	2,0%	2,3%	2,7%
Vinci	FR	60%	30%	82,68	-4,9%	48 940	63%	2,46	16,7	15,7	14,4	9,8	9,3	8,8	3,0%	3,1%	3,4%
Mediana					-4,9%		90%	2,07	17,9	15,7	14,2	8,5	9,2	8,8	3,5%	3,1%	3,4%

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

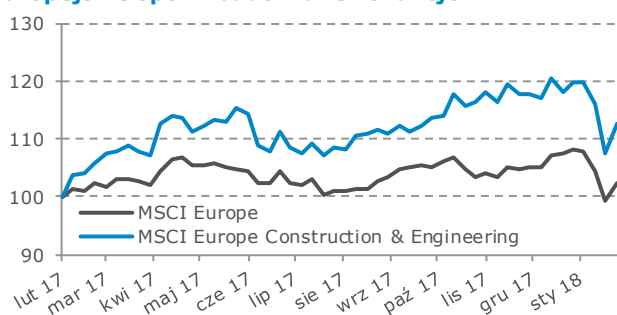
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



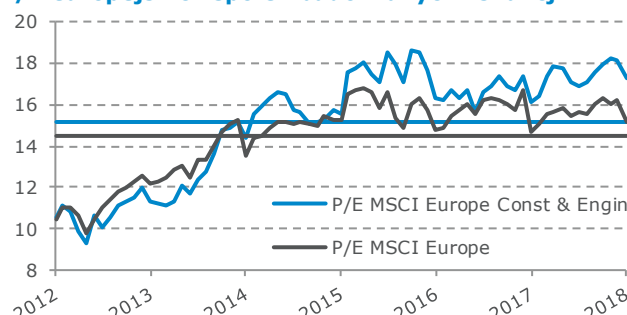
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



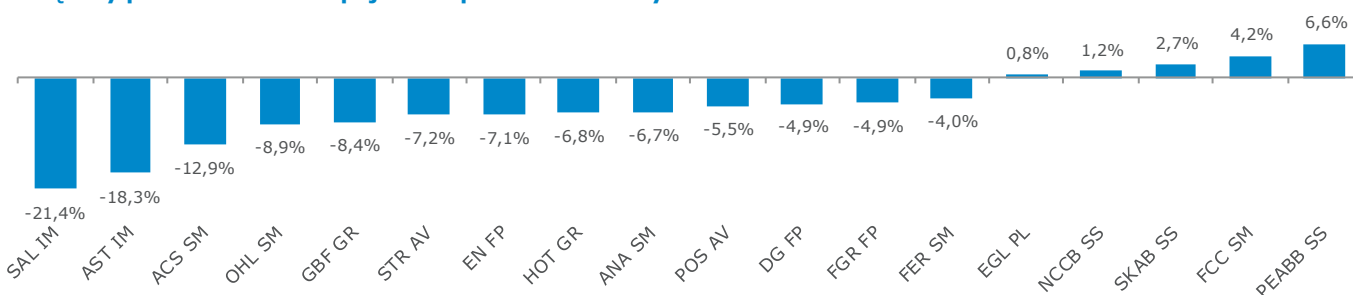
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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
NIEĐOWaŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 28 lutego 2018 o godzinie 8:55.
Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 lutego 2018 o godzinie 8:55.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, Ergis, ES-System, IMS, MLP Group, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, PBKM, Solar Company, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, Cyfrowy Polsat, Enea, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, Boryszew, BOŚ, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cognor, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energia, Energoaparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, ES-System, Eurocash, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Groclin, Grupa Azoty, i2 Development, Impexmetal, IMS, INDATA, ING BSK, JSW, KGHM, Kopex, Kruk, LC Corp, Lotos, LW Bogdanka, Mennica Polska, MLP Group, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Oponeo.pl, Orange Polska, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, Pemug, PGE, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Proprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawiplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Virtualna Polska.

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. 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.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

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
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	15,75

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	42,40	40,40	40,00	34,89

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,70	0,73

Budimex

rekomendacja	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	197,80	229,50	275,65

Capital Park

rekomendacja	kupuj
data wydania	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważaj	niedoważaj	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98	15,07

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,80	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

GTC

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,67	9,90	9,62

Herkules

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17

i2 Development

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	14,90

JWC

rekomendacja	równoważ
data wydania	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	4,41

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	18,00	16,30

PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	24,00

Polnord

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-12-27	2017-05-16
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	10,50	8,70	10,00

Robyg

rekomendacja	zawieszona	trzymaj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-02-28	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	-	4,03	4,25	4,35
kurs z dnia rekomendacji	3,99	3,86	3,40	3,21

Ronson

rekomendacja	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-02-02	2017-03-06
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,45	1,80

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

Ulma

rekomendacja	równoważ
data wydania	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-
kurs z dnia rekomendacji	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01
cena docelowa (PLN)	10,80	10,80	14,00	15,40	12,80
kurs z dnia rekomendacji	8,60	9,76	9,90	12,20	12,59

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@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 Szpigel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+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 86
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