

czwartek, 26 kwietnia 2018 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: kwiecień 2018

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

Budownictwo

- W sektorze budowlanym niezmiennie preferujemy **Budimex** i **Elbudowę**: spółki o silnej pozycji gotówkowej, wysokiej dywidendzie (DYield'18: 9-11%) oraz, w naszej ocenie, konserwatywnej polityce rachunkowości w latach ubiegłych. Szczególnie zwracamy uwagę na Budimex, którego kurs spadł o ponad 10% od połowy marca i w którym spodziewamy się nominalnie bardzo dobrych wyników 1Q.
- Zmieniamy nasze preferencje na parze **ERB-UNI** (przeważamy UNI). Od stycznia kurs Unibepu stracił 30% względem Erbudu, co istotnie zmienia relatywną atrakcyjność obu spółek. Ponadto widzimy ryzyko dla naszych prognoz na Erbud w związku z trudnym otoczeniem w budownictwie kubaturowym (w przeglądzie miesięcznym zaktualizujemy szacunki). Jednocześnie sądzimy, że Unibep jest w stanie zrealizować naszą prognozę ZN'18 dzięki sprzyjającemu otoczeniu w segmencie deweloperskim, który ma coraz większy wpływ na wyniki spółki. Ponadto spodziewamy się znacznie lepszych wyników 1Q'18 w UNI (+12 mln PLN) niż w ERB (-1 mln PLN).
- Nie zmieniamy neutralnego podejścia do pozostałych analizowanych spółek w ramach sektora, które w naszej ocenie charakteryzują się wyższym ryzykiem inwestycyjnym.

NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE

PRZEWAGA: UNIBEP, BUDIMEX, EKTROBUDOWA

Deweloperzy

- Podtrzymujemy przeważanie deweloperów. Uważamy, że 70% analizowanych spółek poprawi wyniki w '18. Preferowane przez nas spółki (1) **LCC**, (2) **ARH**, (3) **LKD**, (4) **I2D**, (5) **ECH**, (6) **1AT**, (7) **DOM** są wycenione na **P/E'18=7,0x** oraz **DYield'18=8,8%**. Pomimo presji kosztowej, oczekujemy utrzymania wyników w latach '19-20.
- Sprzedaż mieszkań:** Sprzedaż mieszkań ulega stabilizacji. W 1Q deweloperzy giełdowi sprzedali o 5% więcej mieszkań r/r (na sześciu największych rynkach spadek o 2% r/r).
- Oferta i ceny mieszkań:** W 1Q nastąpił dalszy spadek oferty na sześciu największych rynkach (-11% r/r, -7% q/q), a efektywność sprzedaży wzrosła do 38% (+ 2 p.p. r/r). Rośnie tempo wzrostu cen mieszkań (transakcyjne: +5,4% r/r; ofertowe: +8,4% r/r).
- Wyniki 1Q'18:** Spodziewamy się poprawy wyników sektora r/r, czemu sprzyja wzrost przekazań mieszkań o 30% r/r oraz umocnienie EUR/PLN o 0,9% q/q (istotne dla wyceny portfeli nieruchomości komercyjnych). Na szczególnie dobre wyniki liczymy w **LCC** i **1AT**.
- Zadłużenie:** Obecna sytuacja na rynku długu sprzyja spekulacjom nt. ewentualnych problemów z refinansowaniem obligacji. W analizowanych spółkach, na XII'17, gotówka aż w 70% pokryła zobowiązania z tytułu obligacji (w 300% krótkoterminowe zobowiązania). Najkorzystniejszą sytuację od strony zadłużenia mają: **DOM**, **LKD**, **ARH**, **LCC**.
- Archicom:** W IV spółka pozytywnie zaskoczyła rekomendowanym DPS (1,44 PLN, DYield=9,4%). Spadek sprzedaży mieszkań w 1Q (-30% r/r) według nas wynika z agresywnej polityki cenowej. Podnosimy prognozę ZN'19 o 6% i utrzymujemy „OW”.
- LC Corp:** Trwający od lutego spadek kursu jest według nas nieuzasadniony. Spółka zaprezentowała bardzo dobrą sprzedaż mieszkań w 1Q (34% całorocznej prognozy), a wyniki 1Q będą jednymi z najlepszych w sektorze.

NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE

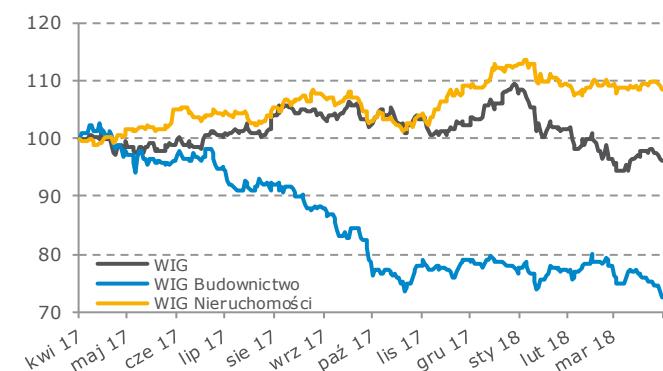
PRZEWAGA: LC CORP, ARCHICOM, LOKUM, I2D, ECHO, ATAL, DOM

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Elbudowa	+8,2%	+26%
Ulma	+5,3%	+0%
Torpol	+0,8%	-4%
ZUE	-1,0%	-1%
Erbud	-3,3%	+3%
Budimex	-3,6%	-8%
Herkules	-4,8%	-1%
Trakcja	-5,3%	-12%
Unibep	-8,3%	-28%
Elektrotim	-11,8%	-11%
WIG Bud.	-3,0%	-7%
WIG	+1,8%	-7%
Deweloperzy	M/M	YTD
P.A. Nova	+7,6%	+4%
Dom Dev.	+4,5%	+3%
GTC	+3,8%	-5%
Atal	+3,3%	+3%
Echo Inv.	+2,2%	+15%
Lokum Dew.	+0,0%	+1%
Ronson	-1,5%	-8%
LC Corp	-2,2%	-2%
Polnord	-3,2%	-17%
Archicom	-3,5%	-7%
BBi Dev.	-4,3%	+3%
i2 Dev.	-4,9%	+40%
Capital Park	-9,5%	-2%
JWC	-11,1%	-12%
WIG Nieruch.	+0,8%	-0%
WIG	+1,8%	-7%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	+1,4%	+0%
DAX	+4,2%	-4%
AT Dewel.	-0,4%	-0%
ATX	+0,6%	+1%
EU Dewel.	+2,4%	-2%
EU Bud.	+4,8%	-1%
EU Akcje	+1,7%	-1%

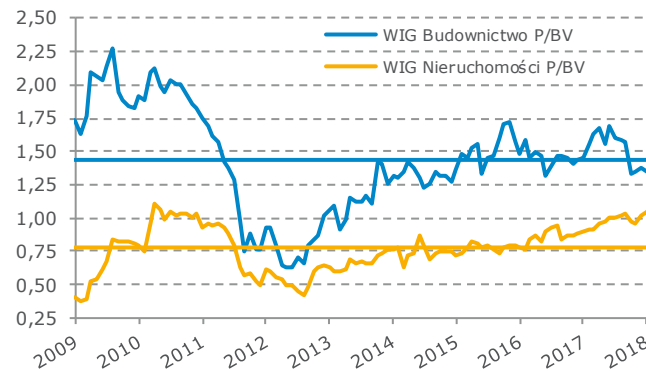
*zmiana w okresie 28.03-25.04

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



Źródło: Bloomberg

P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości



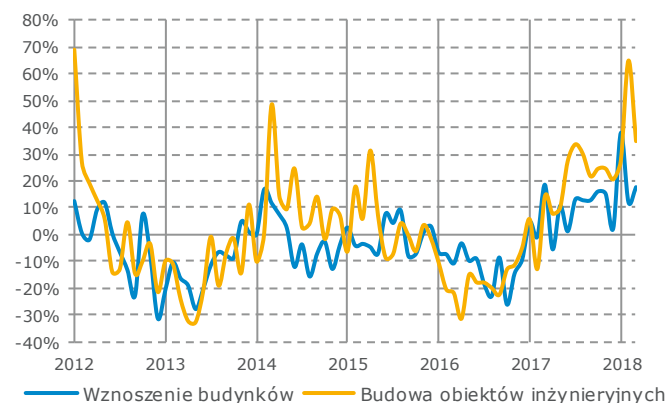
Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Budimex	4 958	2 667	-2 291	881	-260%	7 202	7 137	6 976	552	529	475	512	490	438	414	396	353
Elektrobudowa	463	349	-115	431	-27%	871	845	863	64	55	56	49	40	41	42	35	36
Elektrotim	78	69	-9	83	-11%	300	285	276	16	14	15	13	11	11	9	7	8
Erbud	266	194	-73	276	-26%	1 938	1 984	1 964	59	60	58	47	48	45	31	32	30
Herkules	137	228	91	211	43%	162	209	209	41	48	48	21	27	27	13	19	19
Torpol	174	69	-105	182	-57%	1 212	1 403	1 429	35	44	52	20	28	35	14	20	26
Trakcja	328	332	4	757	1%	1 393	1 662	1 771	52	74	98	22	43	67	15	31	50
Ulma	368	311	-57	296	-19%	218	234	237	86	97	99	37	45	43	29	35	34
Unibep	249	165	-84	254	-33%	1 643	1 656	1 631	48	58	56	37	47	44	31	36	32
ZUE	140	48	-92	210	-44%	741	959	969	23	32	41	13	22	31	11	17	24
Suma	7 161	4 432	-2 730	3 581	-76%	15 682	16 374	16 325	977	1 011	998	771	801	782	608	627	611
Dynamika r/r						13%	4%	0%	-1%	4%	-1%	-3%	4%	-2%	0%	3%	-3%
Dynamika r/r bez BDX						12%	9%	1%	18%	14%	8%	27%	20%	11%	36%	19%	11%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Budimex	OW	-	234,00	194,20	-3,6%	12,0	12,5	14,0	5,4	5,7	7,1	5,9	5,9	6,2	9,1%	8,2%	7,8%
Elektrobudowa	OW	-	116,00	97,60	+8,2%	11,1	13,1	12,9	4,5	5,2	5,1	1,1	1,1	1,0	10,8%	7,2%	6,1%
Elektrotim	OW	-	-	7,80	-11,8%	8,9	10,7	10,1	4,4	4,8	4,5	0,9	0,9	0,9	6,4%	7,1%	7,7%
Erbud	OW	-	29,60	20,80	-3,3%	8,5	8,4	9,0	4,3	4,2	4,4	0,9	0,9	0,8	5,3%	5,9%	7,1%
Herkules	N	-	-	3,16	-4,8%	10,6	7,4	7,4	5,4	4,5	4,3	0,6	0,6	0,6	5,1%	5,7%	6,3%
Torpol	N	-	-	7,56	+0,8%	12,2	8,7	6,7	4,8	4,3	3,3	0,9	0,8	0,7	-	2,5%	3,5%
Trakcja	N	-	-	6,39	-5,3%	21,9	10,6	6,6	6,9	5,2	3,6	0,4	0,4	0,4	3,1%	3,1%	6,3%
Ulma	N	-	-	70,00	+5,3%	12,6	10,5	11,0	3,7	3,3	3,2	1,2	1,2	1,1	5,4%	5,7%	5,7%
Unibep	OW	-	10,10	7,10	-8,3%	8,1	7,0	7,7	5,3	4,2	4,0	0,9	0,8	0,8	3,5%	4,3%	5,7%
ZUE	N	-	-	6,06	-1,0%	12,9	8,1	5,7	5,8	5,0	3,0	0,6	0,6	0,6	-	2,3%	6,1%
Mediana					-3,4%	11,5	9,6	8,3	5,0	4,6	4,1	0,9	0,8	0,8	5,4%	5,7%	6,2%

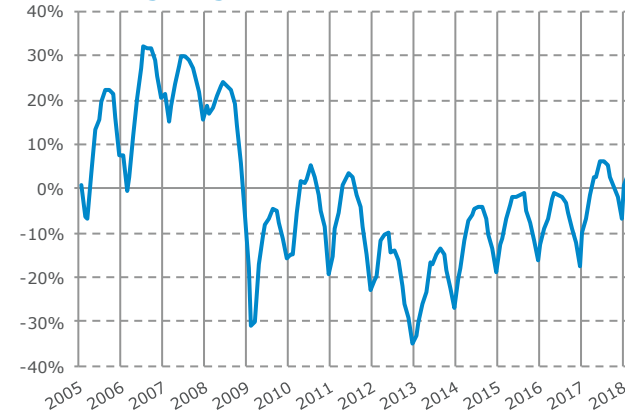
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



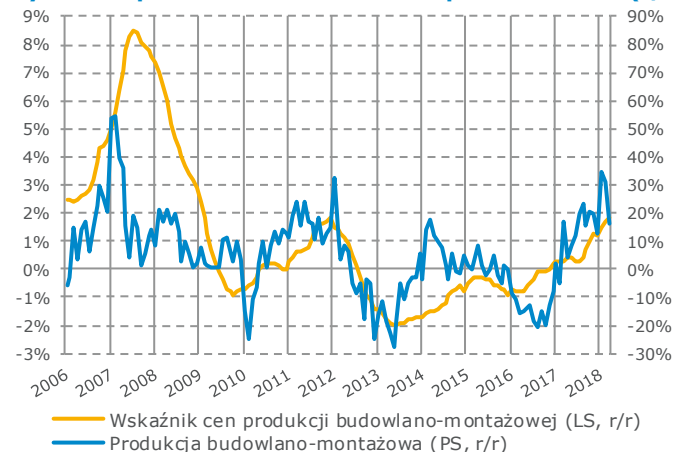
Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



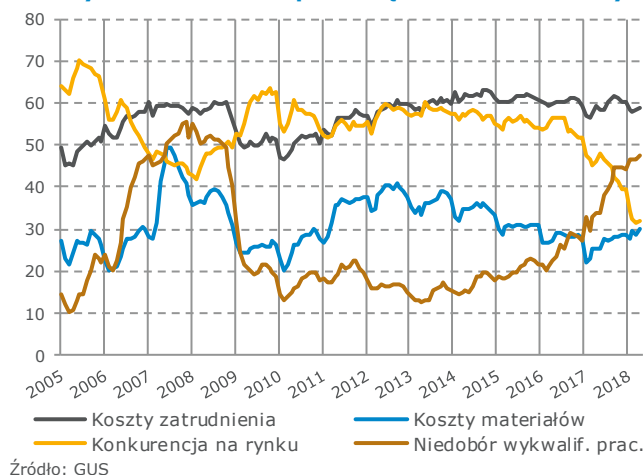
Źródło: GUS

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



Źródło: GUS

Bariera działalności dla przedsiębiorstw budowlanych



Źródło: GUS

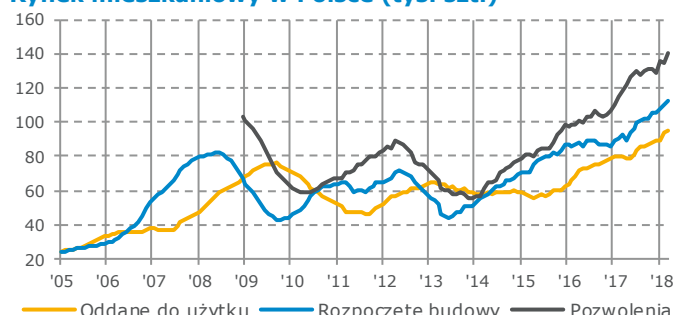
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Archicom	392	458	66	447	15%	438	548	528	64	93	84	10	10	0	55	78	62
Atal	1 700	1 914	214	795	27%	953	925	1 020	245	236	242	-	-	-	193	186	189
BBI Dev.	69	190	121	195	62%	74	30	24	1	-5	-6	10	20	15	5	9	5
Capital Park	620	1 734	1 115	984	113%	151	157	165	99	106	111	9	25	24	55	65	68
Dom Dev.	2 188	2 252	64	1 002	6%	1 737	1 692	1 792	296	289	308	-	-	-	238	233	248
Echo Inv.	2 150	3 030	879	1 588	55%	524	738	826	2	51	64	399	336	253	303	328	266
GTC	4 383	8 111	3 727	3 945	94%	633	690	767	386	437	494	170	190	223	380	436	503
i2 Dev.	168	301	134	231	58%	243	286	302	47	44	44	0	0	0	36	34	33
JWC	329	609	280	678	41%	491	637	606	74	94	91	0	0	0	49	68	64
LC Corp	1 204	1 941	737	1 448	51%	837	898	928	234	267	278	18	19	0	185	209	201
Lokum Dew.	320	360	40	299	13%	306	298	449	79	70	102	-	-	-	54	48	72
P.A. Nova	240	603	363	346	105%	220	223	226	50	44	45	-	-	-	31	27	28
Polnord	263	676	413	713	58%	309	331	337	20	28	28	0	0	0	20	24	26
Ronson	213	360	146	338	43%	309	320	396	35	41	51	0	0	0	23	29	36
Suma	14 239	22 538	8 299	13 009	64%	7 225	7 773	8 367	1 635	1 796	1 935	616	600	515	1 626	1 774	1 801
Dynamika r/r						18%	8%	8%	21%	10%	8%				-	9%	2%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Archicom	OW	►	-	15,30	-3,5%	7,1	5,0	6,3	0,84	0,77	0,74	8,2	6,1	7,4	9,4%	9,2%	9,8%
Atal	OW	-	47,00	43,90	+3,3%	8,8	9,1	9,0	2,00	1,97	1,97	7,5	8,0	8,2	8,1%	10,3%	11,1%
BBI Dev.	N	►	-	0,66	-4,3%	15,3	7,3	12,7	0,35	0,33	0,32	-	-	-	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,35	5,70	-9,5%	11,3	9,5	9,1	0,60	0,57	0,55	19,7	21,3	23,1	-	2,6%	3,5%
Dom Dev.	OW	-	103,10	88,00	+4,5%	9,2	9,4	8,8	2,08	2,09	2,06	7,6	7,9	7,5	8,6%	10,8%	10,7%
Echo Inv.	OW	-	6,13	5,21	+2,2%	7,1	6,5	8,1	1,28	1,19	1,17	-	62,1	49,5	9,6%	9,9%	10,7%
GTC	N	-	9,60	9,32	+3,8%	11,5	10,0	8,7	1,07	1,00	0,93	22,3	20,9	19,1	3,6%	3,8%	4,3%
i2 Dev.	OW	-	-	17,30	-4,9%	4,7	5,0	5,0	0,69	0,65	0,60	5,6	6,1	5,7	12,4%	10,6%	10,0%
JWC	UW	-	-	3,70	-11,1%	6,7	4,8	5,1	0,45	0,41	0,38	7,3	5,2	5,3	-	-	-
LC Corp	OW	-	3,50	2,69	-2,2%	6,5	5,8	6,0	0,79	0,75	0,72	9,1	8,2	8,0	8,9%	10,6%	12,0%
Lokum Dew.	OW	-	-	17,80	+0,0%	5,9	6,7	4,5	0,95	0,89	0,79	4,5	5,2	3,6	4,7%	8,4%	7,4%
P.A. Nova	N	-	-	24,00	+7,6%	7,8	9,0	8,7	0,64	0,61	0,58	11,5	12,9	12,2	-	3,1%	4,2%
Polnord	N	-	-	8,05	-3,2%	13,3	10,7	10,2	0,36	0,35	0,34	33,3	22,9	22,5	-	-	-
Ronson	N	-	-	1,30	-1,5%	9,3	7,4	5,9	0,60	0,57	0,54	10,9	9,5	7,2	3,8%	4,6%	6,2%
Mediana					-1,8%	8,3	7,4	8,4	0,74	0,70	0,66	8,7	8,2	8,0	8,6%	9,2%	9,8%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (tys. szt.)*



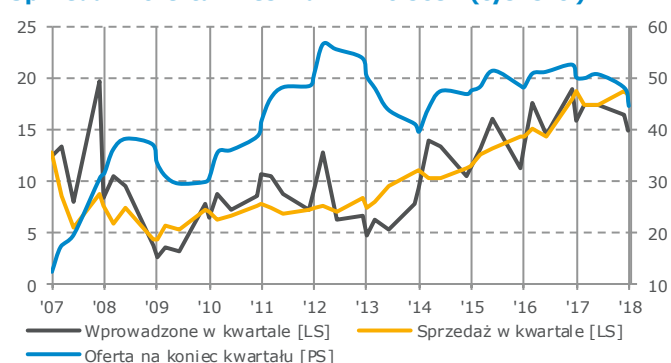
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



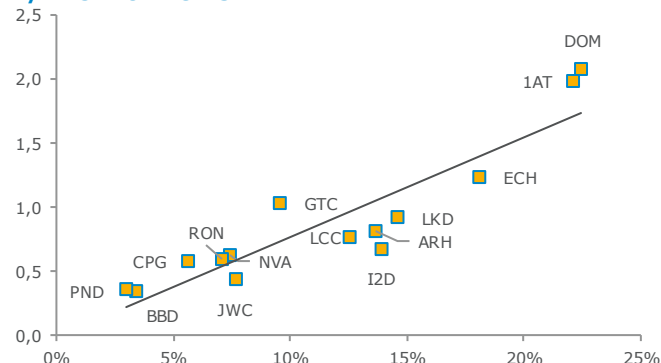
Źródło: Home Broker i Open Finance

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		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Adler Real Estate	Resi	14,72	+9,2%	847	247%	17,3	10,6	6,9	0,84	0,79	-	5,7%	6,5%	8,1%	-	-	-
ADO Properties	Resi	43,74	-2,1%	1 929	72%	31,4	27,8	25,8	0,94	0,86	0,77	3,3%	3,7%	4,0%	1,7%	1,9%	2,1%
Alstria Office	Office	12,68	+1,6%	2 246	52%	18,4	17,1	16,5	0,97	0,94	0,90	5,3%	5,6%	5,7%	4,2%	4,3%	4,5%
Deutsche Wohnen	Resi	37,43	+0,2%	13 275	64%	28,8	26,2	24,1	1,21	1,12	1,01	3,5%	3,7%	3,9%	2,3%	2,5%	2,6%
DIC Asset	Office	9,95	-3,2%	702	150%	14,1	13,7	12,9	0,87	0,85	0,82	9,2%	9,8%	10,7%	4,7%	5,0%	5,4%
Duutsche EuroShop	Retail	28,80	-2,0%	1 779	66%	12,4	12,4	13,1	0,77	0,75	0,67	8,3%	8,4%	8,4%	5,1%	5,3%	5,3%
Grand City Properties	Resi	19,36	+0,4%	3 190	72%	18,6	16,3	15,3	0,92	0,85	0,81	5,7%	6,1%	6,4%	4,0%	4,4%	4,6%
Hamborner REIT	Mixed	9,61	+2,9%	766	114%	20,1	18,8	17,4	1,39	1,40	1,41	6,2%	6,7%	7,0%	4,8%	5,1%	5,2%
LEG Immobilien	Resi	92,12	+2,4%	5 821	91%	19,7	18,2	17,1	1,24	1,13	1,05	5,6%	5,9%	6,2%	3,6%	3,9%	4,1%
TAG Immobilien	Resi	17,30	+3,5%	2 534	129%	17,5	14,3	12,9	1,44	1,31	1,08	5,5%	5,9%	6,2%	4,1%	4,4%	4,6%
TLG Immobilien	Mixed	23,14	+3,4%	2 368	77%	17,4	16,6	15,9	1,24	1,17	1,03	5,3%	5,7%	6,2%	3,8%	4,1%	4,5%
Vonovia	Resi	39,77	+0,5%	19 292	89%	22,2	20,3	19,5	1,15	1,09	0,96	4,9%	5,3%	5,7%	3,6%	3,8%	4,0%
Mediana			+1,0%		83%	18,5	16,9	16,2	1,06	1,02	0,96	5,5%	5,9%	6,2%	4,0%	4,3%	4,5%

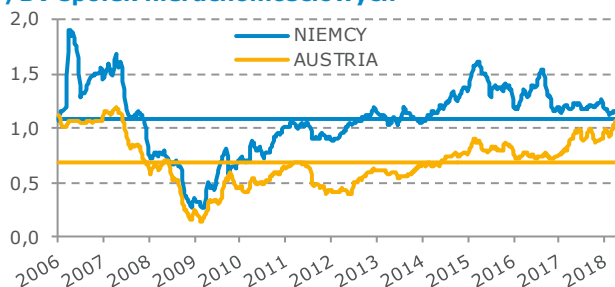
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

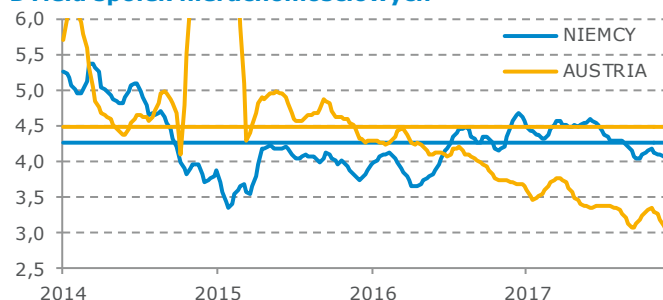
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Atrium European RE	Retail	3,91	-2,0%	1 476	51%	12,5	12,0	11,4	0,78	0,76	0,76	8,1%	8,3%	9,5%	9,3%	7,2%	7,1%
BUWOG	Resi	29,04	-0,1%	3 260	73%	22,3	19,2	17,6	1,20	1,12	1,05	2,9%	3,6%	3,6%	2,7%	3,1%	3,4%
CA Immobilien	Office	27,52	+1,9%	2 719	55%	22,3	21,3	17,4	1,05	1,02	1,02	4,3%	4,7%	5,1%	3,1%	3,4%	3,5%
Immofinanz	Mixed	2,08	-1,0%	2 331	67%	28,5	23,9	16,0	0,78	0,78	-	3,5%	4,3%	4,0%	3,3%	3,6%	4,3%
S Immo	Mixed	15,56	-3,7%	1 041	112%	14,1	13,6	13,1	1,07	1,01	0,95	4,1%	4,4%	4,7%	2,8%	3,1%	3,1%
UBS Development	Mixed	42,00	+2,4%	314	120%	8,9	8,5	8,9	0,82	0,78	0,74	9,8%	10,9%	10,0%	5,0%	5,4%	5,6%
Mediana			-0,6%		70%	18,2	16,4	14,6	0,94	0,89	0,95	4,2%	4,5%	4,9%	3,2%	3,5%	3,9%

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

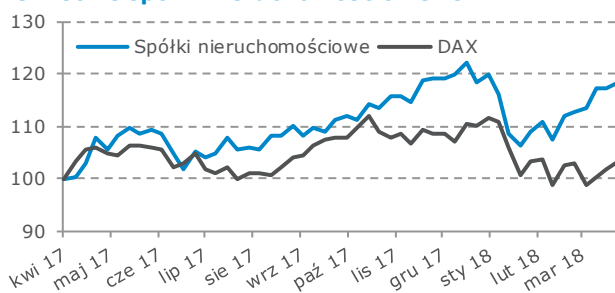
P/BV spółek nieruchomościowych



DYield spółek nieruchomościowych



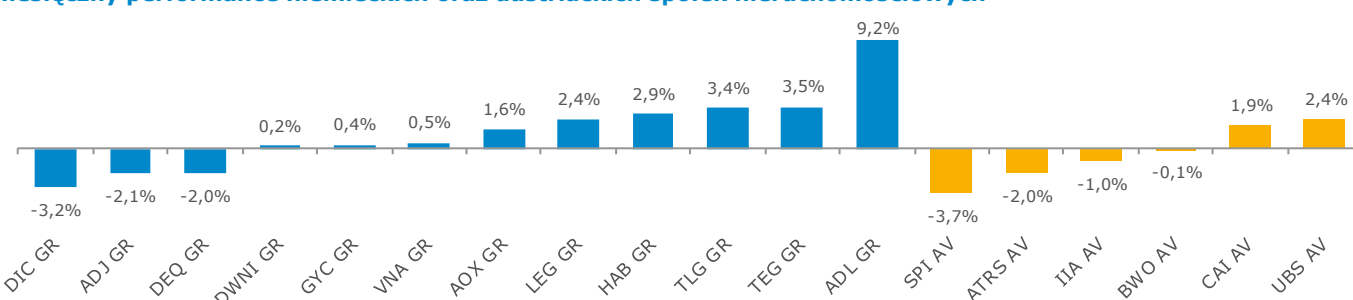
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



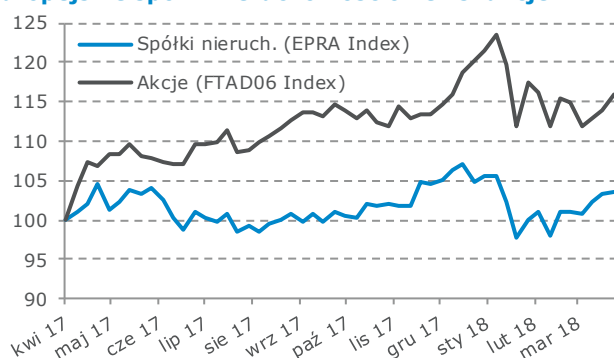
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

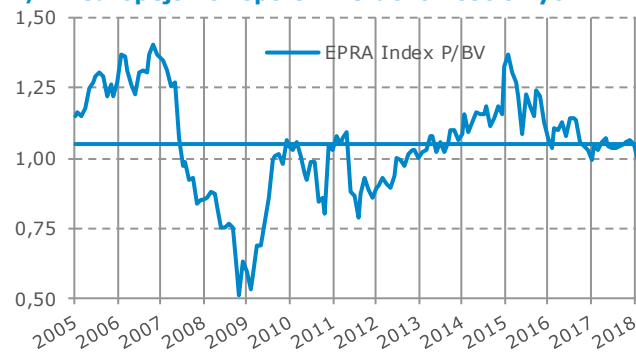
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Cofinimmo	BE Mixed	107,60	+2,8%	2 224	72%	16,2	15,3	14,9	1,14	1,09	1,07	6,1%	6,3%	6,6%	5,2%	5,2%	5,3%
PSP Swiss Property	CH Office	90,90	+1,8%	3 484	64%	23,9	23,3	22,3	1,03	1,03	1,01	4,4%	4,5%	4,6%	3,8%	3,8%	3,9%
Swiss Prime Site	CH Mixed	91,20	+3,6%	5 447	110%	21,6	21,0	21,4	1,35	1,34	1,32	4,8%	5,0%	5,2%	4,1%	4,2%	4,2%
Fonciere Des Regions	FR Office	89,65	+0,2%	6 711	82%	16,7	16,1	15,6	1,02	0,96	0,88	5,8%	6,1%	6,4%	5,1%	5,3%	5,5%
Gecina	FR Office	137,70	-2,7%	10 377	64%	24,0	21,5	20,0	0,87	0,82	0,78	4,1%	4,6%	4,9%	3,9%	4,1%	4,3%
Icade	FR Office	79,60	+1,7%	5 899	190%	15,4	14,5	14,0	1,91	2,05	2,15	6,6%	7,0%	7,2%	5,8%	6,0%	6,2%
Klepierre	FR Retail	34,75	+12,6%	10 924	72%	13,6	13,1	12,7	0,89	0,88	0,95	7,4%	7,8%	8,3%	6,1%	6,3%	6,6%
EuroCommercial	NL Retail	34,14	+1,7%	1 692	79%	14,3	13,7	13,2	0,84	0,82	0,76	6,8%	7,3%	7,6%	6,3%	6,5%	6,8%
Unibail - Rodamco	NL Retail	193,25	+5,3%	19 302	99%	15,0	14,2	13,5	0,95	0,92	0,89	6,7%	7,2%	7,2%	5,9%	6,2%	6,5%
Wereldhave	NL Retail	32,17	+4,8%	1 296	80%	9,5	9,5	9,5	0,68	0,68	0,68	10,7%	10,6%	10,8%	8,2%	8,4%	8,0%
Castellum	SE Mixed	136,65	+2,1%	3 586	113%	14,8	14,1	13,6	1,08	1,04	1,00	7,1%	7,4%	7,6%	4,1%	4,3%	4,5%
British Land Co	UK Mixed	6,61	+3,7%	7 432	43%	17,9	17,9	17,3	0,72	0,75	0,76	5,8%	5,8%	6,4%	4,6%	4,7%	4,5%
Capital & Counties	UK Retail	2,80	+4,7%	2 717	25%	-	-	-	0,81	0,79	0,78	-	-	-	0,5%	0,5%	0,5%
Derwent London	UK Office	30,71	+0,0%	3 920	21%	29,9	27,6	23,2	0,85	0,84	0,80	2,9%	2,8%	5,4%	2,1%	2,3%	2,5%
Great Portland Estates	UK Office	6,77	+1,8%	2 184	17%	33,9	31,9	28,3	0,75	0,76	0,77	2,7%	2,9%	3,2%	2,1%	1,9%	2,2%
Hammerston	UK Retail	5,39	+0,1%	4 902	57%	16,5	16,0	15,8	0,69	0,67	0,67	5,9%	6,1%	-	5,0%	5,2%	5,4%
Intu Properties	UK Retail	1,98	+0,4%	3 071	104%	13,4	12,9	12,8	0,55	0,66	0,60	7,6%	8,8%	-	7,1%	7,3%	7,3%
Land Securities Group	UK Mixed	9,66	+3,3%	8 197	30%	18,5	17,5	17,2	0,67	0,69	0,69	5,2%	5,1%	5,5%	4,2%	4,4%	4,5%
Segro	UK Industr	6,29	+5,3%	7 219	41%	28,7	26,1	24,0	1,04	0,98	0,86	3,5%	3,8%	-	2,8%	3,1%	3,3%
Shaftesbury	UK Mixed	9,83	+0,8%	3 456	29%	53,7	48,4	44,1	0,98	0,99	0,91	1,8%	2,1%	2,2%	1,7%	1,8%	2,0%
Mediana			+2,0%		68%	16,7	16,1	15,8	0,88	0,86	0,83	5,8%	6,1%	6,4%	4,4%	4,5%	4,5%

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

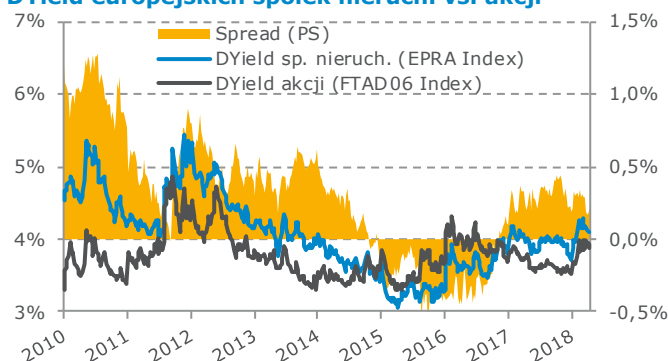
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



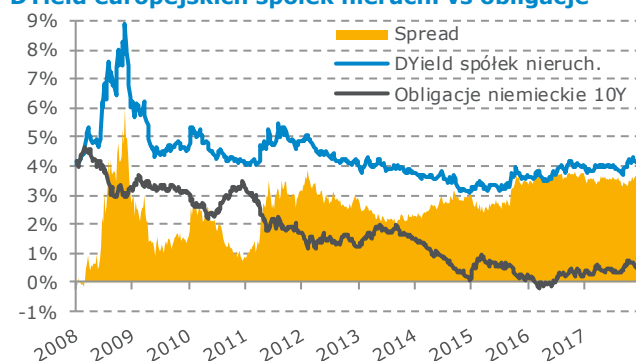
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



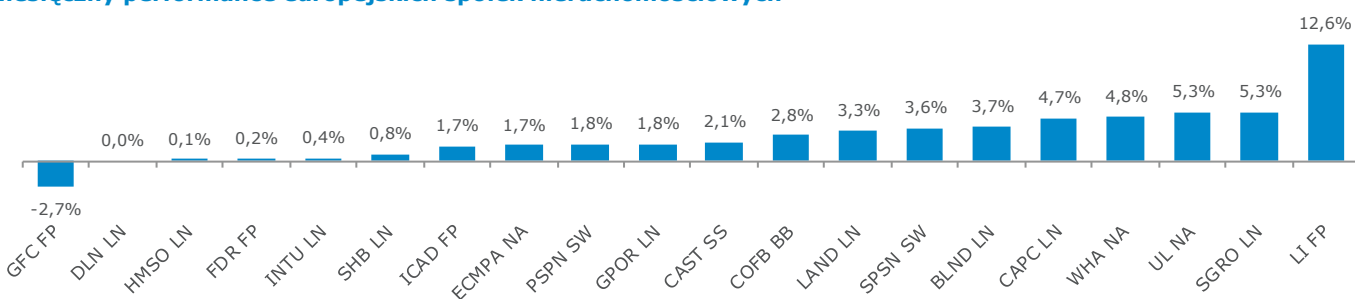
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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 2018	2018	P/E 2019	2020	EV/EBITDA 2018	2019	2020	DYield 2018	2019	2020
Strabag	AT	15%	100%	33,50	+3,6%	3 685	-15%	0,98	12,2	11,8	-	4,2	4,1	-	3,3%	3,6%	-
Porr	AT	60%	100%	28,80	+3,0%	838	22%	1,85	12,2	10,5	9,1	5,6	5,2	4,9	4,1%	4,6%	4,9%
Hochtief	DE	5%	100%	149,70	+0,4%	9 626	-69%	4,71	19,1	17,1	16,6	7,0	6,5	6,0	2,6%	3,0%	3,0%
Bouygues	FR	65%	75%	41,73	+3,4%	15 230	26%	1,64	15,9	14,3	12,7	5,8	5,4	5,1	4,0%	4,1%	4,2%
Salini	IT	15%	100%	2,27	-6,1%	1 115	51%	0,94	8,3	6,5	5,5	3,6	3,2	3,0	2,7%	3,3%	4,5%
Astaldi	IT	25%	80%	2,40	+8,9%	236	196%	0,40	3,2	3,1	3,1	5,6	5,6	5,8	2,1%	2,8%	-
Mota Engil	PT	30%	80%	3,58	+9,3%	849	274%	2,04	13,4	10,0	8,8	5,3	4,8	4,4	4,0%	3,9%	4,8%
Skanska	SE	25%	60%	166,70	+4,8%	6 408	-1%	2,53	14,3	12,5	11,9	10,4	9,1	8,5	5,0%	5,3%	5,5%
PEAB	SE	80%	80%	78,90	+8,0%	1 984	21%	2,12	12,9	13,0	12,7	8,1	8,0	7,9	5,1%	5,2%	5,2%
NCC	SE	50%	100%	168,10	+6,8%	1 536	-17%	3,10	14,1	11,2	10,2	6,8	5,8	5,5	5,7%	5,9%	6,5%
Mediana					+4,2%		21%	1,95	13,1	11,5	10,2	5,7	5,5	5,5	4,0%	4,0%	4,8%

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 2018	2018	P/E 2019	2020	EV/EBITDA 2018	2019	2020	DYield 2018	2019	2020
OHL	ES	20%	20%	3,82	+11,6%	1 094	51%	0,46	14,1	12,6	17,8	7,9	8,4	10,5	2,4%	2,9%	0,9%
Ferrovial	ES	20%	35%	17,80	+6,2%	13 034	82%	2,47	35,2	29,4	26,0	20,8	18,9	17,4	4,2%	4,3%	4,3%
Acciona	ES	55%	10%	68,66	+10,0%	3 931	128%	1,03	15,8	14,1	13,4	7,5	7,2	7,1	4,4%	4,7%	4,7%
FCC	ES	55%	25%	10,62	+7,7%	4 023	288%	3,30	17,9	15,3	16,1	9,1	8,7	8,9	0,1%	0,2%	1,2%
ACS	ES	15%	50%	34,20	+7,4%	10 762	-11%	2,60	12,9	11,7	11,2	5,2	5,0	4,9	3,8%	3,9%	4,1%
Eiffage	FR	80%	30%	97,52	+4,3%	9 557	206%	1,96	16,1	13,9	12,8	7,8	7,6	7,3	2,2%	2,6%	2,9%
Vinci	FR	60%	30%	82,50	+5,5%	48 836	63%	2,47	15,7	14,4	13,1	9,2	8,8	8,4	3,2%	3,4%	3,8%
Mediana					+7,4%		82%	2,47	15,8	14,1	13,4	7,9	8,4	8,4	3,2%	3,4%	3,8%

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

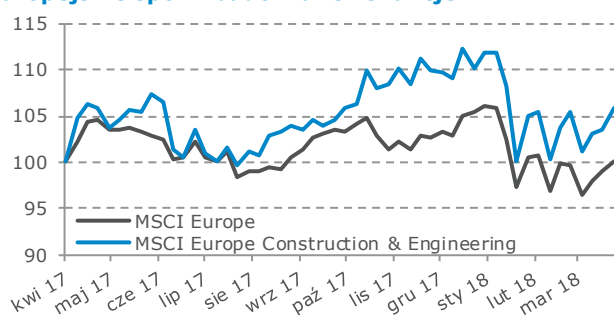
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



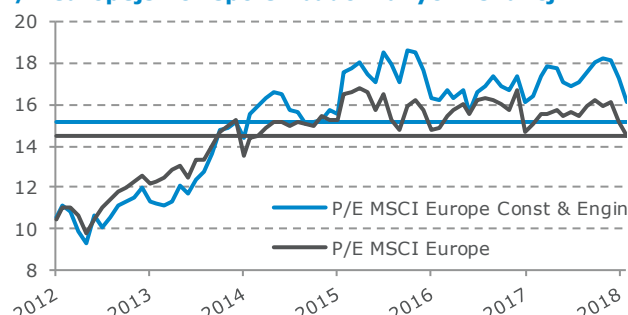
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



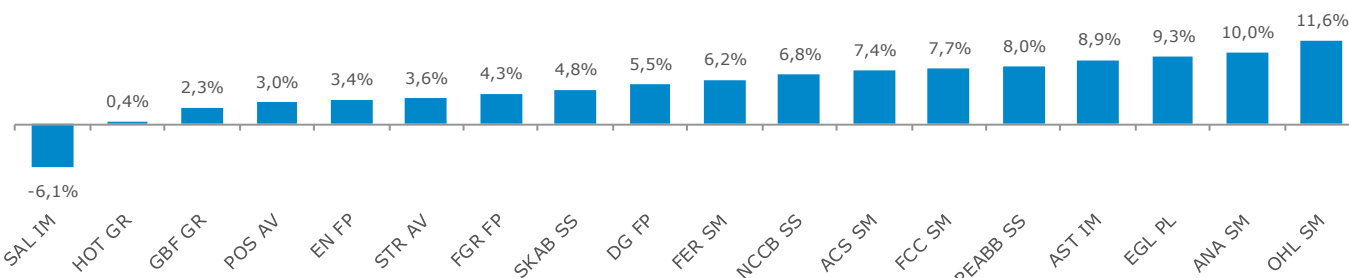
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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 przeciagu 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 między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie nowych rekomendacji zakończyło się 26 kwietnia 2018 o godzinie 8:36.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 kwietnia 2018 o godzinie 8:36.

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, Energia, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, Lotos, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Projprzem, 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, Energoaparatúra, 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, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawlplug, Robyg, Rubicon Partners NFI, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Stelmet, Sygnty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwheels, Vistal Gdynia, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym/współoferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki: GetBack, Cognor Holding.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę prowadzącego lub współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Asseco SEE, Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, Wirtualna 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 abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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)** – wyena 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	przeważają	przeważają
data wydania	2018-04-26	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	15,30	15,75

Atal

rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-10
cena docelowa (PLN)	47,00	49,20	45,00	44,10	44,10
kurs z dnia rekomendacji	43,40	42,40	40,40	40,00	34,89

BBI Development

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-04-26	2018-02-02	2017-06-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	0,66	0,70	0,73

Budimex

rekomendacja	akumuluj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-07-24	2017-05-08
cena docelowa (PLN)	234,00	246,00	267,00	238,40
kurs z dnia rekomendacji	215,00	197,80	229,50	275,65

Capital Park

rekomendacja	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	8,35	8,42
kurs z dnia rekomendacji	5,95	5,95

Dom Development

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj
data wydania	2018-03-20	2018-02-02	2017-09-01	2017-06-02	2017-05-12
cena docelowa (PLN)	103,10	103,00	101,10	81,70	81,70
kurs z dnia rekomendacji	85,80	82,00	82,25	76,10	70,20

Echo

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-10-02	2017-09-01	2017-07-03
cena docelowa (PLN)	6,13	6,31	6,42	6,64	6,64
kurs z dnia rekomendacji	5,23	5,05	5,19	5,21	6,26

Elektrobudowa

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-01	2017-05-08	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	116,00	113,00	134,00	146,00	146,00
kurs z dnia rekomendacji	96,40	81,20	109,50	120,55	139,90

Elektrotim

rekomendacja	przeważają	niedoważają	równoważ
data wydania	2017-11-16	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,61	9,76	11,98

Erbud

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05
cena docelowa (PLN)	29,60	29,40	28,70	29,80	31,30	33,50	33,50
kurs z dnia rekomendacji	21,60	21,30	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98

GTC

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2018-04-06	2018-03-05	2018-02-02	2018-01-05	2017-08-02
cena docelowa (PLN)	9,60	9,70	9,70	10,00	9,59
kurs z dnia rekomendacji	9,39	8,64	9,67	9,90	9,62

Herkules

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

JWC

rekomendacja	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-01-25
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	4,16	4,41

LC Corp

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2017-09-26
cena docelowa (PLN)	3,50	3,74	3,54
kurs z dnia rekomendacji	2,70	3,10	2,69

Lokum Deweloper

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-01-25	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	17,80	18,00	16,30

PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	22,30	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

Ronson

rekomendacja	równoważ	niedoważaj	niedoważaj
data wydania	2018-04-03	2018-03-29	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	1,32	1,32	1,45

Torpol

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	7,50	7,98	8,16	8,55	10,93	12,05

Trakcja

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,75	7,24	7,56	7,69	10,30	12,80

Ulma

rekomendacja	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	66,50	73,90

Unibep

rekomendacja	kupuj	kupuj	akumuluj	kupuj	kupuj
data wydania	2018-04-06	2018-02-02	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01
cena docelowa (PLN)	10,10	10,80	10,80	14,00	15,40
kurs z dnia rekomendacji	7,50	8,60	9,76	9,90	12,20

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	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