

środa, 7 października 2015 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: październik 2015

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

Budownictwo

- Drogi:** We wrześniu i październiku mają być uruchomione postępowania przetargowe na budowę około 650 km dróg oraz podpisane umowy na budowę ok. 1500 km.
- W samym wrześniu **Budimex** podpisał umowy na 1,4 mld PLN. Kontrakty zasilają backlog spółki szybciej niż oczekiwaliśmy, co zwiększa bezpieczeństwo naszych prognoz na 2016 r.
- Kolej:** Rząd ustanowił Krajowy Program Kolejowy do 2023 r., zakładający inwestycje w kwocie 67 mld PLN. Program zakłada spadek wydatków w 2016 r. o ok. 30% r/r do 5,4 mld PLN. W szczycie w latach 2019-2020 wydatki mają wynieść 16 mld PLN rocznie. Do końca bieżącego roku PKP PLK ma uruchomić przetargi za minimum 11 mld PLN.
- W **Trakcji** obniżamy prognozy na 2016 rok dla przychodów o 12% oraz EBITDA o 5%, jednocześnie podnosząc prognozę zysku netto o 9% do 41 mln PLN (szybsza redukcja długu i kosztów finansowych). Portfel na 2016 r. 1,1-1,2 mld PLN wypełnia w 80-90% naszą prognozę. W 2016 r. liczymy na pierwszą dywidendę w wys. 0,25 PLN (DY=2,7%).
- W raporcie z 2 października istotnie podnieśliśmy prognozy na **Elektrobudowę**. Od 2016 r. spodziewamy się powrotu spółki do wysokich dywidend (DYield'16=4,5%).
- Aneks **Torpolu** na łodzi Fabrycznej wydłużył termin realizacji kontraktu do końca sierpnia 2016 r. Uważamy, że w 2016 r. realne jest podpisanie aneksu zwiększającego wartość kontraktu, co mogłoby istotnie wpłynąć na nasze prognozy zysków przyszłego roku.
- Podnosimy prognozy wyników **Herkulesa** na 2015 r. o 4% na EBITDA i 6% na zysku netto. Zwiększamy oczekiwania odnośnie DPS'16 do 0,13 PLN (DYield=3,1%).
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: TRAKCJA, TORPOL, ELEKTROTIM, ELEKTROBUDOWA

Deweloperzy

- 3Q'15 był kolejnym bardzo dobrym kwartałem pod względem **sprzedaży mieszkań**. Dotychczas 10 spółek opublikowało wzrost sprzedaży o łącznie 27% r/r oraz spadek o 7% q/q (+1% q/q po oczyszczeniu o transakcje pakietowe). Najlepszy kwartalny wynik w historii osiągnęły **Dom** (640 szt.), **Robyg** (638), **Ronson** (248) oraz **Inpro** (168).
- W **LC Corp** zmieniamy prognozy oczyszczonego zysku netto o +27% w 2015 r. do 83 mln PLN, -4% w 2016 r. do 98 mln PLN oraz +18% w 2017 r. do 140 mln PLN. Przy P/B=0,64x i oczyszczonym P/E'16=8,6x oraz P/E'17=6,1x spółka jest jedną z najtańszych propozycji w portfelu. Oczekujemy bardzo dobrej przedsprzedaży mieszkań w 2H'15.
- Plany **BBI Development** na 4Q'15 to: (1) start budowy Centrum Marszałkowska (16 tys. m² GLA) oraz Kwartalu Centralnego Konesera (51 tys. m² GLA), (2) zakończenie budowy dwóch pierwszych etapów mieszkaniowych Konesera i start budowy kolejnych, (3) objęcie planem miejscowym inwestycji Roma Tower (55 tys. m² GLA). Realizacja tych planów może być katalizatorem wzrostu kursu od obecnych minimów (P/B=0,35x).
- W październiku podnieśliśmy rekomendację **GTC** do akumuluj (Przegląd miesięczny z dn. 02.10.2015). Spółka wkracza w okres lepszych wyników i większej aktywności inwestycyjnej, która będzie skutkować istotnym wzrostem NAV.
- Zalecamy przeważenie deweloperów w portfelu inwestycyjnym. Mniej ryzyk i wyższy potencjał widzimy w segmencie mieszkaniowym.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: ROBYG, LC CORP, DOM DEVELOPMENT, BBI DEVELOPMENT

Miesięczna zmiana kursu*

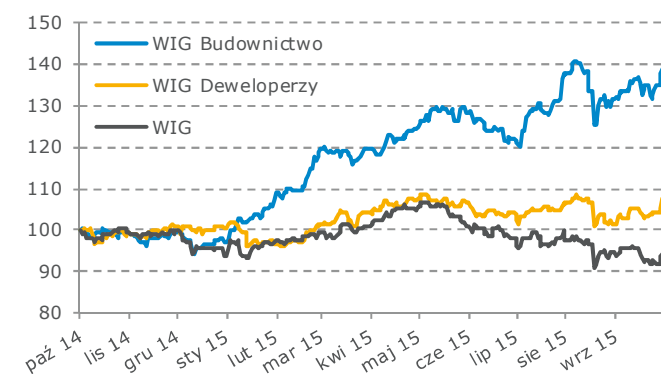
BUDOWNICTWO	ZMIANA
Budimex	+11,9%
Trakcja	+7,5%
Elektrotim	+5,4%
Ulma	+4,7%
Unibep	+4,6%
Herkules	+3,9%
Torpol	+1,6%
Erbud	-0,0%
ZUE	-1,0%
Elektrobudowa	-1,3%
WIG Budownictwo	+5,0%
WIG	+0,5%

DEWELOPERZY	ZMIANA
Polnord	+27,1%
J.W. Construction	+15,2%
Ronson	+12,2%
GTC	+12,2%
Capital Park	+10,1%
Echo Investment	+7,1%
P.A. Nova	+4,6%
Dom Development	+2,4%
Robyg	+1,2%
LC Corp	+0,5%
BBI Development	-1,1%
WIG Deweloperzy	+6,1%
WIG	+0,5%

ZAGRANICA	ZMIANA
DE Deweloperzy	+4,5%
DAX	-2,0%
AT Deweloperzy	+3,3%
ATX	+3,0%
EU Deweloperzy	+3,4%
EU Budownictwo	+1,9%
EU Akcje	+2,6%

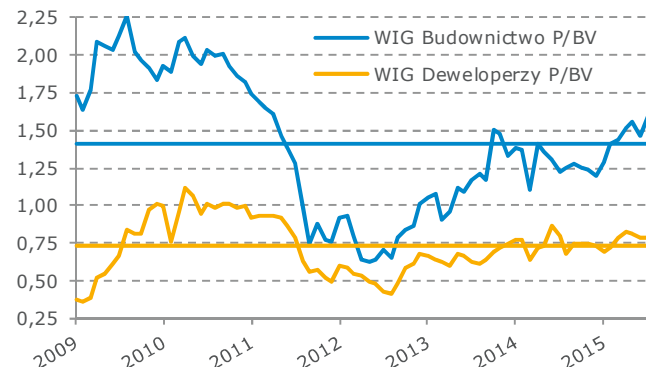
*zmiana w okresie 07.09-06.10

WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy na tle WIG



Źródło: Bloomberg

P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Deweloperzy



Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

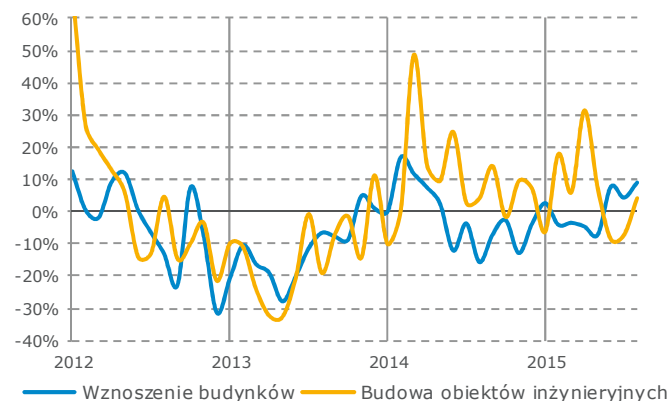
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Budimex	5 361	3 841	-1 520	470	-323%	4 950	5 095	6 232	270	277	386	247	255	365	192	213	302
Elektrobudowa	721	653	-68	367	-19%	1 108	1 194	1 052	49	86	86	36	71	73	27	54	55
Elektrotim	168	157	-11	76	-14%	198	291	291	6	22	22	3	19	19	1	15	16
Erbud	427	441	14	294	5%	1 694	1 642	1 695	53	55	60	44	47	52	27	28	32
Herkules	185	286	102	197	52%	124	152	160	33	40	42	17	22	23	9	13	14
Torpol	252	267	15	199	7%	775	995	889	43	44	44	33	32	31	25	24	21
Trakcja	472	621	149	685	22%	1 602	1 352	1 362	110	93	82	86	68	57	50	50	41
Ulma	413	371	-41	287	-14%	201	221	233	65	82	101	-5	11	29	-6	8	23
Unibep	404	399	-5	206	-2%	1 080	1 253	1 358	32	41	51	25	35	45	20	24	31
ZUE	175	163	-13	202	-6%	644	525	567	23	24	25	14	15	16	11	12	13
Suma	8 578	7 200	-1 379	2 983	-46%	12 376	12 721	13 840	684	763	899	499	576	710	356	441	549
Dynamika r/r						19%	3%	9%	-1%	12%	18%	0%	15%	23%	-11%	24%	24%
Dynamika r/r bez BDX						31%	3%	0%	25%	18%	6%	51%	27%	8%	62%	39%	8%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, *Dług netto/kapitał własny

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	nowe	stare				2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Budimex	OW	OW	225,10	210,00	+11,9%	27,9	25,2	17,7	13,3	12,6	9,6	10,3	9,3	8,1	5,6%	2,9%	4,0%
Elektrobudowa	OW	OW	170,50	151,90	-1,3%	26,4	13,4	13,1	15,5	8,6	7,7	2,1	1,8	1,7	1,3%	-	4,5%
Elektrotim	OW	OW	-	16,80	+5,4%	-	11,1	10,8	22,6	6,6	6,2	2,1	1,9	1,8	4,5%	3,6%	5,4%
Erbud	OW	OW	34,50	33,49	-0,0%	15,7	15,3	13,3	6,4	7,5	6,7	1,6	1,5	1,3	2,1%	1,5%	2,0%
Herkules	N	N	-	4,25	+3,9%	19,6	14,3	13,1	8,5	6,9	6,5	0,9	0,9	0,9	-	1,4%	3,1%
Torpol	OW	OW	-	10,97	+1,6%	10,1	10,6	11,8	1,6	5,9	5,6	1,2	1,2	1,2	-	4,6%	4,6%
Trakcja	OW	OW	-	9,19	+7,5%	9,5	9,4	11,5	5,2	5,9	6,4	0,7	0,7	0,6	-	-	2,7%
Ulma	N	N	-	78,50	+4,7%	-	49,7	18,1	6,0	4,4	3,4	1,4	1,4	1,3	-	-	1,9%
Unibep	N	N	10,40	11,51	+4,6%	20,4	16,6	13,0	10,7	9,9	7,8	2,0	1,9	1,7	1,0%	1,3%	1,7%
ZUE	OW	OW	-	7,62	-1,0%	16,5	14,7	13,1	5,3	6,2	5,9	0,9	0,8	0,8	-	-	3,4%
Mediana						18,0	14,5	13,1	7,4	6,8	6,4	1,5	1,4	1,3	2,1%	2,2%	3,2%

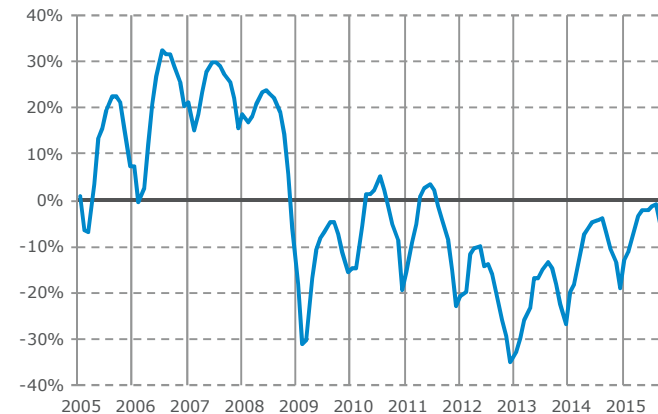
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



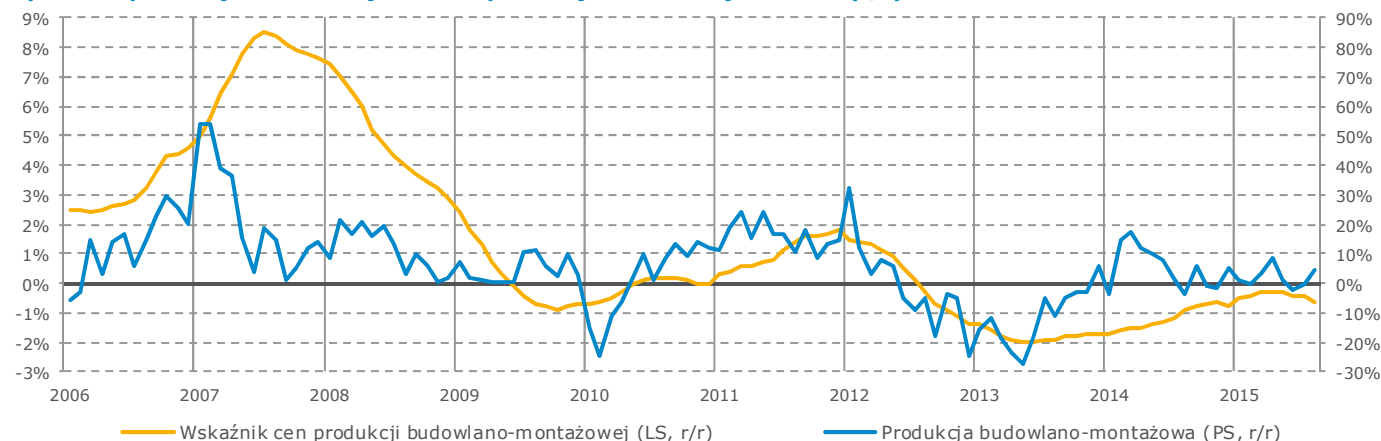
Źródło: GUS

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)

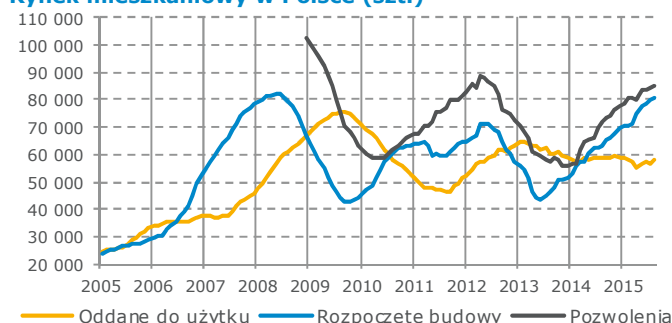
Deweloperzy mieszkaniowi	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Dom Dev.	1 190	1 269	80	808	10%	784	824	875	69	95	119	0	0	0	56	75	96
Robyg	645	862	217	436	50%	409	410	474	51	66	91	9	0	0	42	45	68
JWC	418	835	418	632	66%	213	287	511	7	25	86	28	10	0	8	7	49
LC Corp	850	1 584	734	1 298	57%	359	426	514	119	131	150	23	-46	8	76	59	105
Polnord	395	816	422	1 070	39%	183	259	206	22	32	14	2	0	0	20	9	8
Ronson	376	569	193	452	43%	153	276	363	-16	26	52	0	0	0	-15	19	40
Suma	3 873	5 935	2 062	4 695	44%	2 102	2 482	2 944	252	375	512	63	-36	8	188	214	365
Dynamika r/r						0%	18%	19%	28%	49%	37%				31%	14%	70%
Deweloperzy komercyjni																	
Capital Park	618	1 424	805	869	93%	55	76	124	30	44	81	-65	-70	-21	-61	-47	14
Echo Inv.	2 786	5 662	2 876	3 169	91%	577	611	779	212	248	303	450	-38	58	405	136	223
GTC	2 266	5 025	2 759	1 936	143%	520	485	456	283	277	266	-803	33	141	-769	106	212
BBI Dev.	92	246	154	244	63%	47	83	61	3	18	18	0	0	0	-14	13	13
P.A. Nova	193	508	315	300	105%	172	167	193	35	34	51	0	0	0	20	19	28
Suma	5 955	12 865	6 910	6 517	106%	1 372	1 422	1 613	562	620	718	-417	-75	178	-419	227	490
Dynamika r/r						5%	4%	13%	9%	10%	16%				-	-	116%

Źródło: Dom Maklerski mBanku, *Dług netto/kapitał własny

Deweloperzy mieszkaniowi	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	nowe	stare				2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Dom Dev.	OW	OW	57,90	48,02	+2,4%	21,4	15,8	12,5	1,39	1,35	1,32	17,8	13,3	10,4	4,6%	4,7%	6,3%
Robyg	OW	OW	2,95	2,46	+1,2%	15,2	14,3	9,5	1,44	1,42	1,33	16,6	12,0	8,1	3,3%	4,5%	5,3%
JWC	N	N	-	4,70	+15,2%	50,3	58,2	8,6	0,67	0,65	0,60	135,6	33,7	9,4	-	-	-
LC Corp	OW	OW	-	1,90	+0,5%	11,1	14,4	8,1	0,68	0,65	0,60	12,5	12,0	10,8	-	-	-
Polnord	OW	OW	-	12,10	+27,1%	19,3	44,3	49,6	0,37	0,37	0,36	37,8	24,4	54,1	-	-	-
Ronson	N	N	-	1,38	+12,2%	-	19,8	9,4	0,84	0,80	0,76	-	20,4	10,0	-	-	2,9%
Mediana						19,3	17,8	9,5	0,76	0,73	0,68	17,8	16,8	10,2	3,9%	4,6%	5,3%
Deweloperzy komercyjni																	
Capital Park	OW	OW	6,50	5,87	+10,1%	-	-	44,8	0,68	0,71	0,71	42,2	35,6	21,4	-	-	-
Echo Inv.	OW	OW	8,00	6,75	+7,1%	6,9	20,5	12,5	0,88	0,82	0,77	25,7	23,5	20,9	-	-	-
GTC	OW	N	6,60	6,45	+12,2%	-	21,4	10,7	1,11	1,05	1,00	20,5	20,2	22,2	-	-	-
BBI Dev.	OW	OW	-	0,88	-1,1%	-	6,9	7,0	0,36	0,35	0,34	129,3	12,6	14,4	-	-	-
P.A. Nova	OW	OW	-	19,30	+4,6%	9,5	10,1	6,9	0,66	0,63	0,59	12,3	17,0	11,0	2,6%	2,6%	5,2%
Mediana						8,2	15,3	10,7	0,68	0,71	0,71	25,7	20,2	20,9	2,6%	2,6%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie

Rynek mieszkaniowy w Polsce (szt.)*



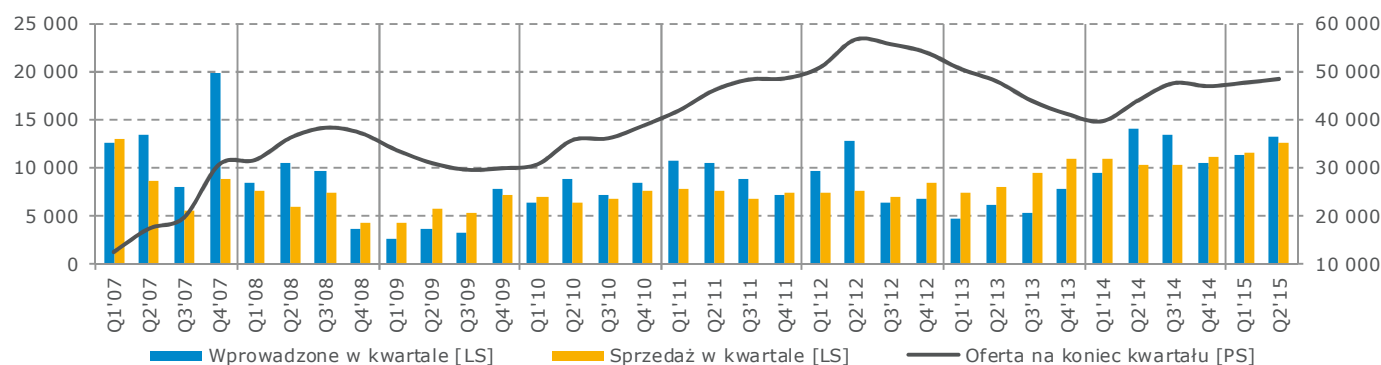
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

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			
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Adler Real Estate	Resi	12,04	-0,5%	555	324%	3,8	5,4	9,1	1,48	0,98	0,87	2,3%	2,4%	5,1%	-	-	-	
Alstria Office	Office	12,14	+3,8%	1 057	130%	20,1	19,5	16,3	1,14	0,97	1,03	5,0%	4,9%	5,9%	4,2%	4,1%	4,4%	
Duutsche EuroShop	Retail	41,48	+7,6%	2 238	78%	18,9	16,9	18,1	1,45	1,30	1,23	5,2%	5,5%	5,6%	3,1%	3,3%	3,4%	
Deutsche Wohnen	Resi	23,65	+2,0%	7 979	70%	27,1	27,5	24,0	1,64	1,19	1,09	3,1%	3,7%	4,1%	1,9%	2,3%	2,6%	
DIC Asset	Office	8,14	+3,0%	558	185%	46,5	20,7	20,9	0,72	0,73	0,74	8,6%	8,8%	9,0%	4,4%	4,3%	4,3%	
DO Deutsche Office	Office	4,52	+2,6%	815	110%	17,8	15,4	13,4	1,03	0,98	0,94	5,7%	6,5%	7,2%	2,4%	3,5%	3,9%	
Grand City Properties	Resi	18,10	+12,9%	2 506	106%	19,7	14,3	11,4	2,33	1,69	1,41	3,5%	4,5%	5,9%	1,1%	1,4%	2,1%	
Hamborner REIT	Mixed	9,05	+3,4%	561	72%	22,9	55,5	41,5	1,52	1,20	1,26	5,9%	5,6%	6,3%	4,5%	4,4%	4,5%	
LEG Immobilien	Resi	72,05	+11,4%	4 198	110%	21,4	20,9	17,2	1,54	1,49	1,37	4,1%	4,8%	5,5%	2,7%	3,2%	3,6%	
TAG Immobilien	Resi	10,88	+9,5%	1 486	197%	11,2	15,1	16,0	1,25	1,29	1,22	5,7%	6,0%	6,4%	4,6%	5,1%	5,3%	
TLG Immobilien	Mixed	16,26	-0,9%	996	84%	18,7	16,3	15,0	1,19	1,13	1,08	5,6%	6,2%	6,8%	1,4%	4,7%	5,1%	
Vonovia	Resi	29,00	-1,0%	13 512	114%	25,7	20,7	18,4	1,64	1,28	1,24	3,8%	4,4%	5,0%	2,5%	3,2%	3,6%	
Mediana						110%	19,9	18,2	16,8	1,46	1,19	1,16	5,1%	5,2%	5,9%	2,7%	3,5%	3,9%

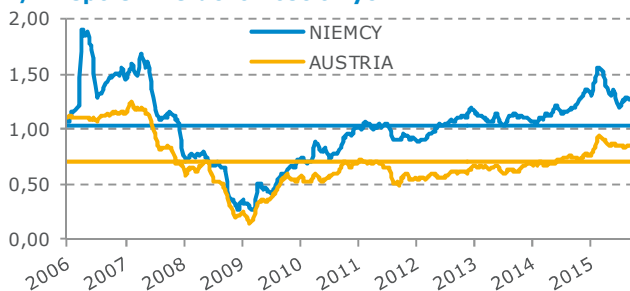
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

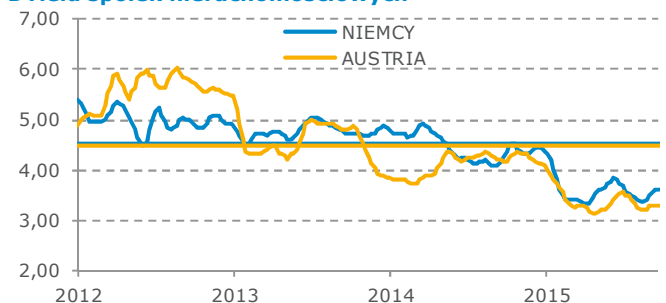
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
BUWOG	Resi	18,98	+7,3%	1 891	129%	27,6	26,9	17,8	1,20	1,20	1,17	3,2%	4,0%	4,9%	3,5%	3,7%	3,7%
CA Immobilien	Office	16,69	+4,3%	1 649	56%	24,0	17,7	16,8	0,83	0,79	0,76	3,9%	4,8%	5,4%	2,7%	2,9%	3,4%
Conwert Immobilien	Resi	12,13	+5,8%	1 035	127%	35,1	20,5	18,0	0,95	0,91	0,89	3,1%	4,8%	5,9%	0,8%	2,5%	3,0%
Immofinanz	Mixed	2,21	+6,0%	2 372	93%	11,6	21,9	23,5	0,47	0,55	0,61	10,0%	6,5%	5,1%	3,1%	4,5%	2,0%
Atrium European RE	Retail	3,90	-2,4%	1 467	38%	12,2	13,9	12,2	0,65	0,70	0,70	9,2%	8,2%	8,6%	6,2%	6,9%	7,1%
S Immo	Mixed	7,61	-1,2%	509	183%	16,5	14,0	13,9	0,94	0,83	0,80	7,2%	6,7%	7,5%	2,8%	3,8%	3,9%
Mediana					110%	20,3	19,1	17,3	0,89	0,81	0,78	5,5%	5,6%	5,6%	3,0%	3,7%	3,6%

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

P/BV spółek nieruchomościowych



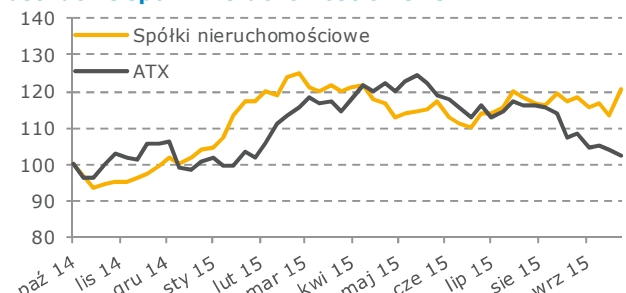
DYield spółek nieruchomościowych



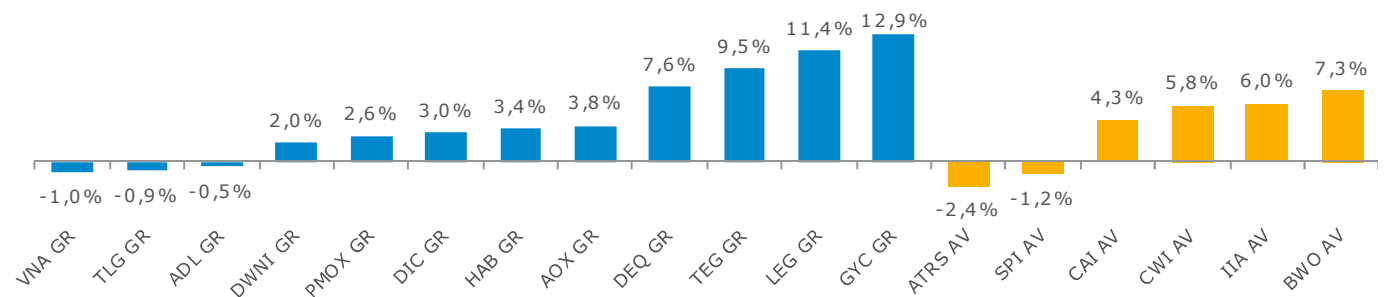
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



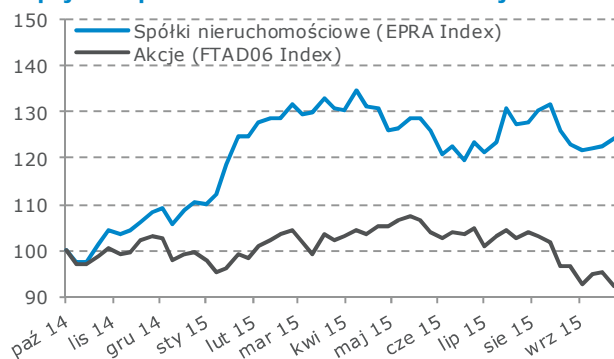
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

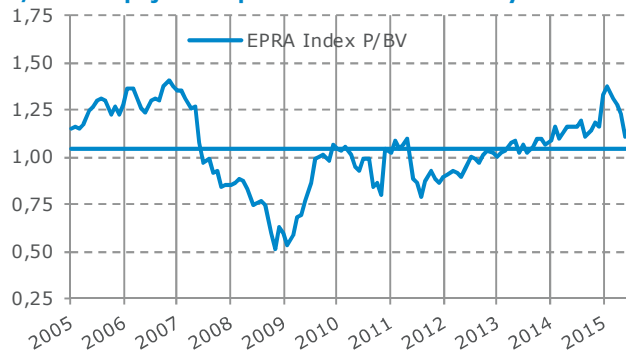
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Cofinimmo	BE Mixed	96,61	+3,5%	2 032	82%	15,1	15,7	15,3	1,18	1,11	1,08	7,0%	6,6%	6,6%	5,6%	5,7%	5,7%
PSP Swiss Property	CH Office	83,95	+4,3%	3 538	52%	23,0	23,4	22,8	1,00	0,99	0,98	4,3%	4,5%	4,6%	4,0%	3,9%	3,9%
Swiss Prime Site	CH Mixed	72,65	-2,5%	4 649	78%	19,6	18,7	20,6	1,09	1,03	1,03	5,5%	5,4%	5,5%	4,9%	5,1%	5,1%
Fonciere Des Regions	FR Office	80,78	+8,3%	5 380	118%	16,1	15,7	15,1	1,21	1,15	1,10	6,2%	6,3%	6,4%	5,2%	5,4%	5,6%
Gecina	FR Office	112,00	+1,7%	7 073	64%	21,7	20,3	19,3	1,09	1,02	0,97	4,6%	4,9%	5,1%	4,1%	4,3%	4,5%
Icade	FR Office	63,80	+4,6%	4 728	89%	15,1	15,1	14,2	1,18	1,05	1,07	6,3%	6,3%	6,6%	5,8%	6,0%	6,0%
Klepierre	FR Retail	41,28	+6,5%	12 977	79%	20,2	19,3	17,7	1,38	1,18	1,13	4,9%	5,1%	5,3%	3,8%	4,2%	4,3%
EuroCommercial	NL Retail	40,20	+3,7%	1 916	65%	20,2	19,8	19,0	1,19	1,13	1,06	4,9%	5,1%	5,2%	4,8%	4,9%	5,1%
Unibail - Rodamco	NL Retail	238,10	+5,2%	23 486	83%	21,9	22,4	21,2	1,54	1,40	1,28	4,5%	4,4%	4,7%	4,0%	4,1%	4,2%
Wereldhave	NL Retail	54,01	+7,4%	2 175	70%	17,9	16,7	15,4	0,98	1,06	0,99	5,6%	6,0%	6,2%	5,2%	5,4%	5,8%
Castellum	SE Mixed	120,70	+1,4%	2 237	132%	14,6	14,2	13,2	1,45	1,33	1,28	7,1%	7,6%	8,1%	3,7%	4,0%	4,2%
British Land Co	UK Mixed	8,53	+6,3%	11 852	55%	28,4	27,7	26,0	1,32	1,06	0,95	3,3%	3,5%	3,8%	3,2%	3,3%	3,4%
Capital & Counties	UK Retail	4,37	+1,6%	4 983	19%	-	-	-	1,53	1,24	1,10	0,4%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%
Derwent London	UK Office	37,28	+4,6%	5 608	25%	63,6	56,2	50,7	1,30	1,06	1,17	1,6%	1,8%	1,7%	1,1%	1,2%	1,3%
Great Portland Estates	UK Office	8,73	+5,7%	4 066	28%	83,1	75,9	65,6	1,63	1,24	1,05	6,3%	9,5%	1,6%	1,0%	1,0%	1,1%
Hammerson	UK Retail	6,31	+3,2%	6 703	46%	26,2	23,7	22,1	1,02	0,91	0,84	3,8%	4,1%	4,3%	3,2%	3,5%	3,7%
Intu Properties	UK Retail	3,37	+6,5%	6 107	90%	24,6	25,7	25,1	0,89	0,91	0,88	4,0%	4,0%	4,2%	4,1%	3,9%	3,9%
Land Securities Group	UK Mixed	12,93	+5,7%	13 845	41%	33,4	31,0	30,1	1,25	1,04	0,89	3,0%	3,2%	3,6%	2,4%	2,5%	2,6%
Segro	UK Industr	4,39	+6,1%	4 445	54%	25,1	24,0	22,4	1,21	1,00	0,91	3,9%	4,1%	4,4%	3,4%	3,5%	3,6%
Shaftesbury	UK Mixed	9,20	+3,3%	3 464	29%	71,3	67,6	60,9	1,50	1,12	1,03	1,4%	1,4%	1,6%	1,4%	1,5%	1,6%
Mediana					65%	21,9	22,4	21,2	1,21	1,06	1,04	4,6%	4,7%	4,7%	3,9%	4,0%	4,1%

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

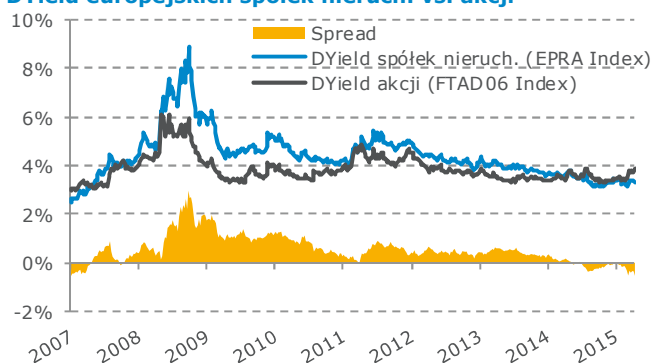
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



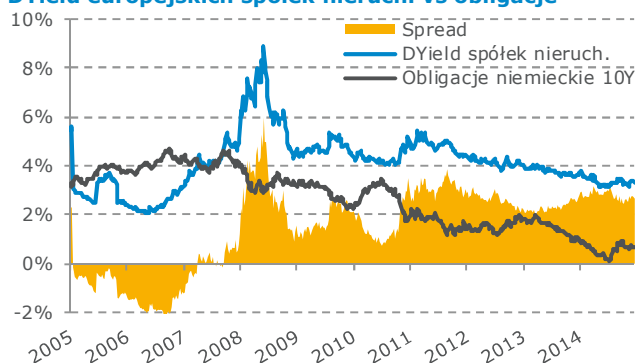
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



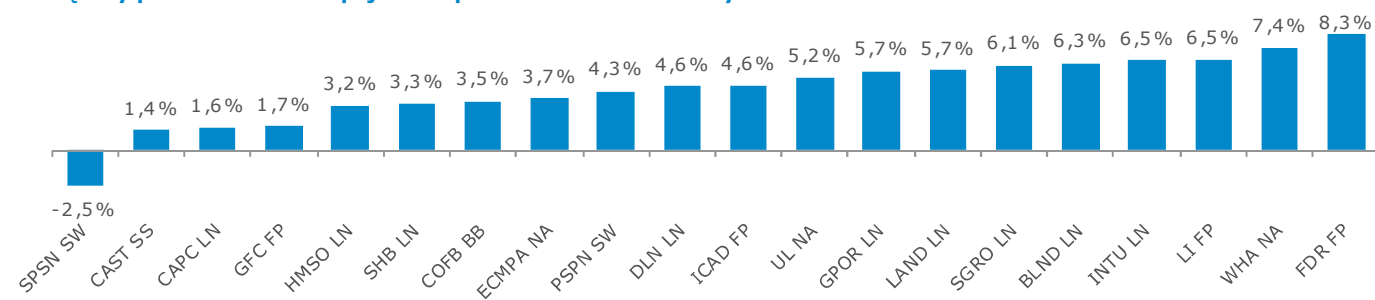
DYield europejskich spółek nieruchomości vs. akcji



DYield europejskich spółek nieruchomości 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 2015	2014	P/E 2015	2016	EV/EBITDA 2014	2015	2016	DYield 2014	2015	2016
Strabag	AT	15%	100%	20,91	-2,9%	2 384	-3%	0,72	16,2	13,1	11,4	3,8	3,5	3,3	2,4%	3,0%	3,3%
Porr	AT	60%	100%	26,00	+11,6%	769	-14%	2,00	13,9	10,9	9,3	6,8	6,1	5,6	2,6%	4,6%	5,3%
Hochtief	DE	5%	100%	79,00	+6,8%	5 475	-2%	2,32	26,7	21,2	18,1	4,4	5,1	5,0	2,2%	2,5%	3,0%
Bouygues	FR	65%	75%	34,06	-0,8%	11 515	40%	1,42	25,6	32,4	20,8	7,5	7,5	7,0	4,7%	4,7%	4,7%
Salini	IT	15%	100%	3,68	+6,2%	1 827	7%	1,43	20,8	13,2	9,1	6,4	5,5	4,5	1,3%	1,5%	2,0%
Astaldi	IT	25%	80%	8,27	-9,2%	814	141%	1,21	9,4	7,2	6,3	7,0	6,3	6,1	2,4%	2,8%	3,3%
Mota Engil	PT	30%	80%	2,04	+1,8%	417	456%	1,26	7,0	10,0	6,2	4,7	5,4	4,5	6,3%	5,4%	5,8%
Skanska	SE	25%	60%	171,30	+4,6%	7 753	-2%	2,98	17,9	15,5	14,8	10,1	9,0	8,5	3,8%	4,2%	4,4%
PEAB	SE	80%	80%	61,40	+2,9%	1 959	44%	2,10	14,6	13,3	11,8	9,6	10,0	8,8	3,6%	4,3%	4,7%
NCC	SE	50%	100%	261,10	+6,7%	3 055	97%	2,97	15,2	13,8	13,2	10,7	9,8	9,5	4,7%	4,9%	5,1%
Mediana																	

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

Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

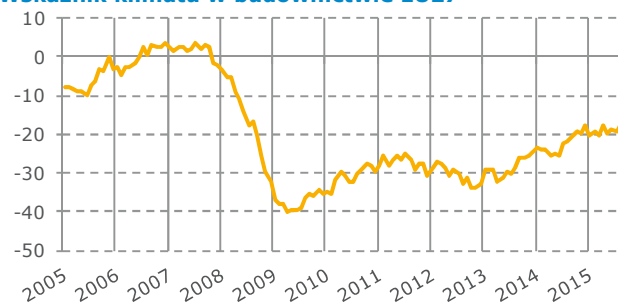
Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2015	2014	P/E 2015	2016	EV/EBITDA 2014	2015	2016	DYield 2014	2015	2016
OHL	ES	20%	20%	13,14	+9,0%	1 311	250%	0,56	5,1	6,4	5,5	8,9	9,9	9,2	4,8%	4,1%	4,3%
Ferrovial	ES	20%	35%	22,42	+5,6%	16 535	114%	2,91	50,6	33,7	32,1	22,2	18,8	18,4	3,1%	3,2%	3,4%
Acciona	ES	55%	10%	69,47	+8,7%	3 978	153%	1,18	38,0	22,5	19,4	8,9	8,2	7,9	-	2,9%	3,0%
FCC	ES	55%	25%	7,41	-1,8%	1 931	1706%	6,13	-	36,2	16,1	10,3	10,3	9,5	-	-	0,2%
ACS	ES	15%	50%	27,88	+0,1%	8 773	92%	2,58	15,0	12,1	11,3	5,6	6,0	5,9	4,1%	4,1%	4,2%
Eiffage	FR	80%	30%	57,23	+0,5%	5 462	375%	1,66	18,5	17,0	13,9	8,0	8,0	7,7	2,3%	2,4%	2,6%
Vinci	FR	60%	30%	58,20	+2,2%	34 900	82%	2,18	16,6	16,6	15,5	7,9	8,0	7,8	3,6%	3,1%	3,3%
Mediana																	

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

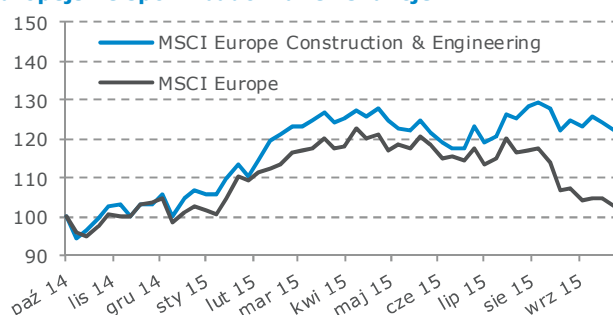
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



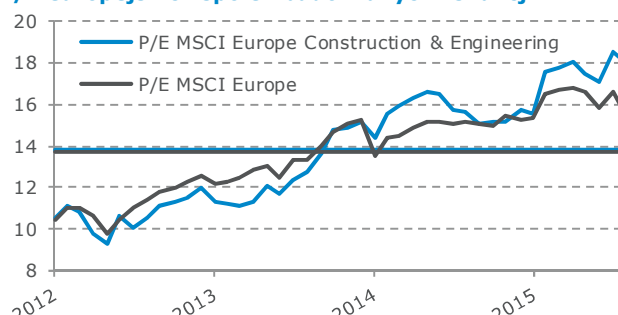
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



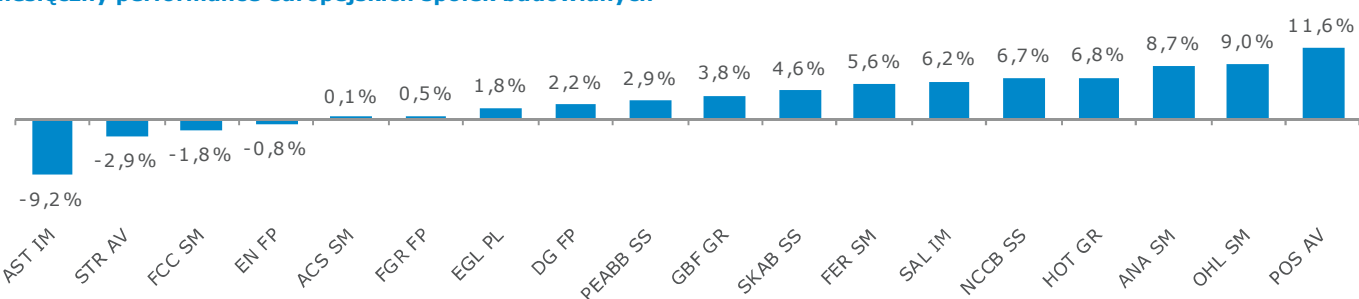
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



P/E europejskich spółek budowlanych vs. akcji



Miesięczny performance europejskich spółek budowlanych



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Komisja Europejska

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

FD06 Index – FTSE Developed Europe Index

GDBR10 Index – German Generic Government Bonds 10 Year Yield

Niniejsza publikacja przygotowana przez Dom Maklerski mBanku S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Wspólnej 47/49, jest **publikacją handlową**, została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych, nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. nr 206 z 2005 r.)”, nie stanowi porady inwestycyjnej, nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych, nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania.

Niniejsza publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia publikacji. Niniejsza publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem publikacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności publikacji, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu publikacji okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autorów na moment jej wydania i mogą być zmieniane bez uprzedzenia.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie jest zobowiązany do aktualizowania ani modyfikowania niniejszej publikacji, ani do informowania jej odbiorców w przypadku, gdy jakkolwiek poruszona w niej kwestia lub zawarta w niej opinia, prognoza, kalkulacja lub szacunek ulegnie zmianie lub stanie się nieaktualne.

Niniejsza publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejsza publikacja jest przedstawiona wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowana lub przekazywana osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej publikacji, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszej publikacji.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszej publikacji.

Powielanie bądź publikowanie niniejszej publikacji lub jej części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszej publikacji wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami publikacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybal@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

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

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl