

poniedziałek, 28 maja 2018 | opracowanie cykliczne

## Budownictwo & Deweloperzy: maj 2018

### Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

#### Budownictwo

- Wyniki 1Q'18:** Zagregowana EBITDA spółek budowlanych spadła o 16% r/r (bez BDX: -12%). Negatywnie zaskoczyły **Trakcja** i **Elektrotim**, pozytywnie: **Unibep** i **Ulma**.
- Backlog:** Portfel zamówień analizowanych spółek wzrósł na koniec 1Q o 20% r/r. Pomijając Elbudowę, wielkość portfela nie stanowi problemu w żadnej ze spółek i pozwala na dużą selektywność w ofertowaniu. Problemem jest natomiast jakość portfela.
- Silne pogorszenie pozycji gotówkowej:** 13 czołowych spółek z sektora (bez BDX) miało na koniec 1Q dług netto na poziomie 3% kapitałów własnych vs. 14% gotówki netto na koniec 1Q'17. Powyższy wzrost zadłużenia w całości można przypisać pogorszeniu salda wyceny kontraktów budowlanych, co tylko wzmacnia obawy o przyszłą rentowność sektora. Jedyną spółką, która istotnie poprawiła pozycję gotówkową r/r oraz zmniejszyła aktywo z tytułu wyceny kontraktów jest **Elbudowa**. Zdecydowane pogorszenie struktury bilansu wystąpiło w **Trakcji**, **Torpolu** i **ZUE** oraz w **Mostostal Warszawa**.
- Budownictwo kolejowe:** Trakcja zdecydowanie najmocniej rozczarowała wynikami i niepokojąco zwiększyła zadłużenie. Kiepska struktura bilansu i niekorzystne otoczenie rynkowe zniechęcają również do inwestycji w pozostałe spółki z segmentu (TOR, ZUE).
- Zmiany prognoz:** Po rozczarowujących wynikach za 4Q'17 i 1Q'18 obniżamy prognozy EBITDA'18-20 dla **Elektrotimu** o ok. 40% oraz pozycjonowanie do „N”. Struktura bilansu skłania do większego konserwatyzmu przy prognozowaniu wyników **Torpolu** i **ZUE** (obniżamy EBITDA'18-20 ok. 15%). Prognozy i rekomendację dla **Trakcji** obniżyliśmy w komentarzu z 18.V. W **Ulmie** podnosimy prognozę ZN'18-20 o 30% (zmiana stawek amortyzacyjnych) oraz EBITDA'18-20 o 1%.
- W 2Q i 3Q widzimy ryzyko dalszego wzrostu zadłużenia spółek budowlanych w związku z (1) typową dla sektora sezonowością, (2) wprowadzeniem „split payment”. Pogarszające się bilanse spółek wymagają ryzyko negatywnych zaskoczeń na wynikach.
- Odradzamy inwestycje w spółki budowlane z wyjątkiem **Unibepu** i **Erbudu** (w powyższej parze wciąż preferujemy UNI, posiadający mocną nogę deweloperską) oraz **Elbudowy** i **Budimeksu** (najmocniejsze bilanse, wysoka dywidenda).
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**  
**PRZEWAGA:** UNIBEP, BUDIMEX, ELEKTROBUDOWA; **NIEDOWAGA:** TRAKCJA

#### Deweloperzy

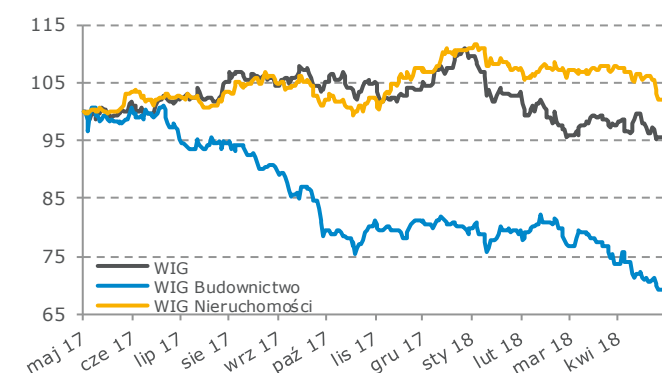
- Wciąż zalecamy **przewagę deweloperów**, preferując spółki z wysoką dywidendą i jakością działalności operacyjnej. Sześć preferowanych przez nas spółek jest wycenionych na **P/E'18=7,0x**, oferuje **DYield = 8,9%** oraz dalszą poprawę tych parametrów w '19.
- Wyniki 1Q'18:** Marża deweloperska w spółkach giełdowych wyniosła w 27,3% i okazała się o 1,7 p.p. wyższa r/r i zarazem o 1 p.p. wyższa od naszego całorocznego szacunku. Największym pozytywnym zaskoczeniem były wyniki LCC przy jednoczesnym braku większych rozczarowań.
- Obniżamy pozycjonowanie **i2D** do „N” w związku z (1) mocnym kursem od początku roku, (2) propozycją niższej dywidendy, (3) wysokim długiem, (4) niskim bankiem ziemi. Spółka pozostaje jedną z najtańszych na P/E i P/B i może być celem przejęcia.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE**  
**PRZEWAGA:** LC CORP, ARCHICOM, LOKUM, ECHO, ATAL, DOM

#### Zmiana kursu M/M\* i YTD

| Budownictwo  | M/M    | YTD  |
|--------------|--------|------|
| Ulma         | +10,3% | +10% |
| Herkules     | +0,0%  | -1%  |
| ZUE          | -3,3%  | -4%  |
| Budimex      | -7,7%  | -16% |
| Elbudowa     | -11,9% | +11% |
| Torpol       | -15,3% | -19% |
| Erbud        | -15,4% | -13% |
| Unibep       | -16,9% | -41% |
| Elektrotim   | -25,6% | -34% |
| Trakcja      | -52,7% | -58% |
| WIG Bud.     | -7,3%  | -14% |
| WIG          | -1,7%  | -9%  |
| Deweloperzy  | M/M    | YTD  |
| Lokum Dew.   | +9,1%  | +11% |
| Archicom     | +3,3%  | -4%  |
| LC Corp      | +2,6%  | +0%  |
| i2 Dev.      | +0,0%  | +40% |
| Atal         | -2,1%  | +1%  |
| Capital Park | -4,4%  | -6%  |
| Echo Inv.    | -5,5%  | +10% |
| JWC          | -6,5%  | -18% |
| Dom Dev.     | -7,0%  | -4%  |
| GTC          | -8,3%  | -13% |
| P.A. Nova    | -8,8%  | -5%  |
| Polnord      | -10,4% | -25% |
| BBi Dev.     | -13,6% | -11% |
| Ronson       | -13,8% | -21% |
| WIG Nieruch. | -4,3%  | -4%  |
| WIG          | -1,7%  | -9%  |
| Zagranica    | M/M    | YTD  |
| DE Dewel.    | +4,6%  | +5%  |
| DAX          | +4,3%  | +0%  |
| AT Dewel.    | +4,1%  | +4%  |
| ATX          | -1,1%  | -0%  |
| EU Dewel.    | +2,6%  | +0%  |
| EU Bud.      | +2,0%  | +1%  |
| EU Akcje     | -1,5%  | -2%  |

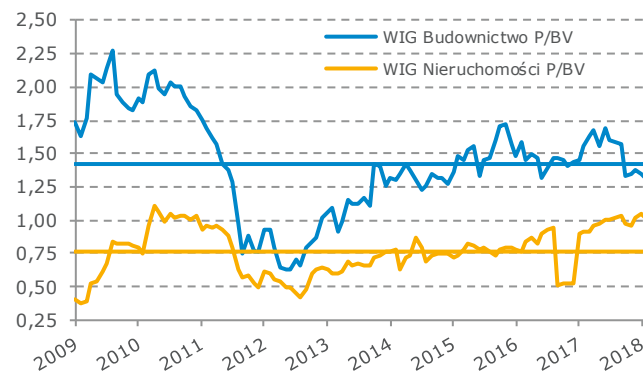
\*zmiana w okresie 25.04-27.05

#### WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



Źródło: Bloomberg

#### P/BV dla WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości



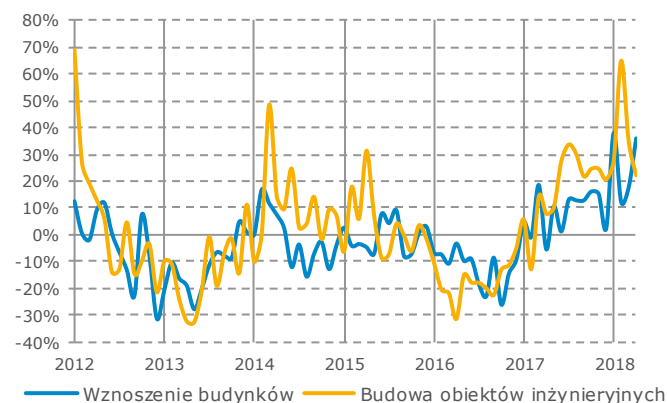
**Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)**

| 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              | 4 161 | 2 564 | -1 597     | 945   | -169% | 7 202     | 7 137  | 6 976  | 552    | 529  | 475  | 512  | 490  | 438  | 414        | 396  | 353  |
| Elektrobudowa        | 408   | 276   | -132       | 417   | -32%  | 871       | 845    | 863    | 64     | 55   | 56   | 49   | 40   | 41   | 42         | 35   | 36   |
| Elektrotim           | 58    | 58    | 1          | 70    | 1%    | 320       | 304    | 295    | 8      | 9    | 11   | 6    | 7    | 8    | 2          | 4    | 5    |
| Erbud                | 225   | 284   | 59         | 275   | 21%   | 1 937     | 1 983  | 1 964  | 47     | 53   | 55   | 32   | 40   | 42   | 21         | 26   | 27   |
| Herkules             | 129   | 228   | 99         | 212   | 47%   | 162       | 209    | 209    | 41     | 48   | 48   | 21   | 27   | 27   | 13         | 19   | 19   |
| Torpol               | 147   | 167   | 20         | 178   | 11%   | 1 216     | 1 393  | 1 418  | 27     | 41   | 45   | 10   | 24   | 28   | 5          | 16   | 19   |
| Trakcja              | 155   | 320   | 165        | 739   | 22%   | 1 473     | 1 572  | 1 631  | 43     | 46   | 57   | 13   | 15   | 26   | 7          | 7    | 15   |
| Ulma                 | 384   | 313   | -70        | 305   | -23%  | 224       | 233    | 234    | 90     | 96   | 97   | 54   | 56   | 51   | 42         | 44   | 40   |
| Unibep               | 207   | 273   | 66         | 269   | 24%   | 1 643     | 1 656  | 1 631  | 48     | 58   | 56   | 37   | 47   | 44   | 31         | 36   | 32   |
| ZUE                  | 135   | 132   | -3         | 208   | -1%   | 779       | 922    | 932    | 20     | 28   | 37   | 10   | 17   | 26   | 7          | 13   | 20   |
| Suma                 | 6 010 | 4 616 | -1 394     | 3 618 | -39%  | 15 828    | 16 254 | 16 152 | 940    | 962  | 936  | 743  | 763  | 730  | 583        | 595  | 568  |
| Dynamika r/r         |       |       |            |       |       | 14%       | 3%     | -1%    | -4%    | 2%   | -3%  | -5%  | 3%   | -4%  | -3%        | 2%   | -5%  |
| Dynamika r/r bez BDX |       |       |            |       |       | 14%       | 6%     | 1%     | 9%     | 12%  | 6%   | 17%  | 18%  | 7%   | 26%        | 18%  | 8%   |

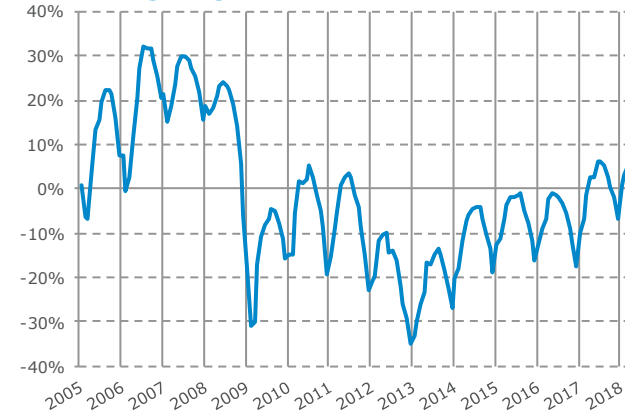
  

| Spółka        | Pozycjonowanie |        | Cena docelowa | Cena bieżąca | Zmiana m/m | P/E  |      |      | EV/EBITDA |      |      | P/BV |      |      | DYield |      |      |
|---------------|----------------|--------|---------------|--------------|------------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|------|--------|------|------|
|               | aktualne       | zmiana |               |              |            | 2018 | 2019 | 2020 | 2018      | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018   | 2019 | 2020 |
| Budimex       | OW             | -      | 216,39        | 163,00       | -7,7%      | 10,1 | 10,5 | 11,8 | 4,0       | 4,2  | 5,4  | 4,9  | 5,0  | 5,2  | 10,8%  | 9,7% | 9,3% |
| Elektrobudowa | OW             | -      | 116,00        | 86,00        | -11,9%     | 9,8  | 11,6 | 11,3 | 3,7       | 4,2  | 4,1  | 0,9  | 0,9  | 0,9  | 12,2%  | 8,1% | 7,0% |
| Elektrotim    | N              | ▼      | -             | 5,80         | -25,6%     | 35,2 | 14,8 | 11,7 | 6,5       | 5,6  | 4,7  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | -      | 3,4% | 5,2% |
| Erbud         | OW             | -      | 23,10         | 17,60        | -15,4%     | 10,7 | 8,7  | 8,2  | 4,8       | 4,2  | 4,0  | 0,8  | 0,8  | 0,7  | 6,3%   | 4,7% | 6,9% |
| Herkules      | N              | -      | -             | 3,16         | +0,0%      | 9,9  | 7,0  | 6,9  | 5,2       | 4,3  | 4,1  | 0,6  | 0,6  | 0,5  | 2,2%   | 5,7% | 6,3% |
| Torpol        | N              | ►      | -             | 6,40         | -15,3%     | 30,0 | 9,3  | 7,6  | 7,5       | 4,6  | 3,8  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | -      | -    | 3,1% |
| Trakcja       | UW             | -      | -             | 3,02         | -52,7%     | 23,7 | 21,6 | 10,2 | 5,5       | 5,4  | 4,2  | 0,2  | 0,2  | 0,2  | 3,3%   | -    | 6,6% |
| Ulma          | N              | ►      | -             | 73,00        | +10,3%     | 9,1  | 8,8  | 9,5  | 3,6       | 3,5  | 3,3  | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 5,2%   | 5,5% | 5,5% |
| Unibep        | OW             | -      | 10,10         | 5,90         | -16,9%     | 6,8  | 5,8  | 6,4  | 4,4       | 3,4  | 3,2  | 0,8  | 0,7  | 0,6  | 2,5%   | 5,2% | 6,9% |
| ZUE           | N              | ►      | -             | 5,86         | -3,3%      | 18,7 | 10,1 | 6,6  | 7,5       | 6,1  | 3,7  | 0,6  | 0,6  | 0,6  | -      | -    | 5,1% |
| Mediana       |                |        |               |              | -13,6%     | 10,4 | 9,7  | 8,9  | 5,0       | 4,3  | 4,0  | 0,8  | 0,7  | 0,7  | 5,2%   | 5,5% | 6,5% |

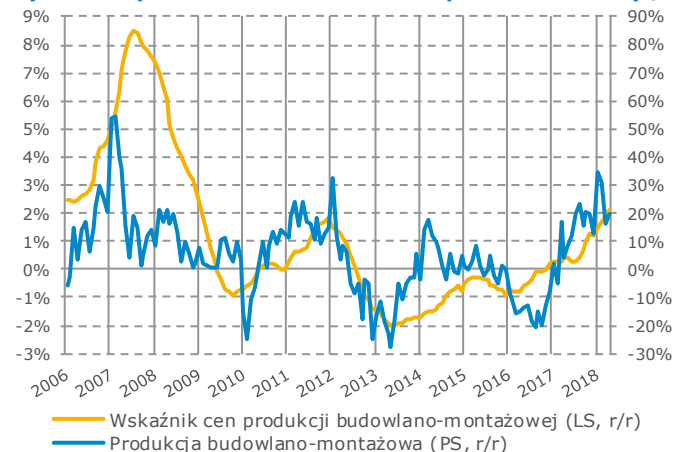
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; \*Dług netto/kapitał własny

**Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)**


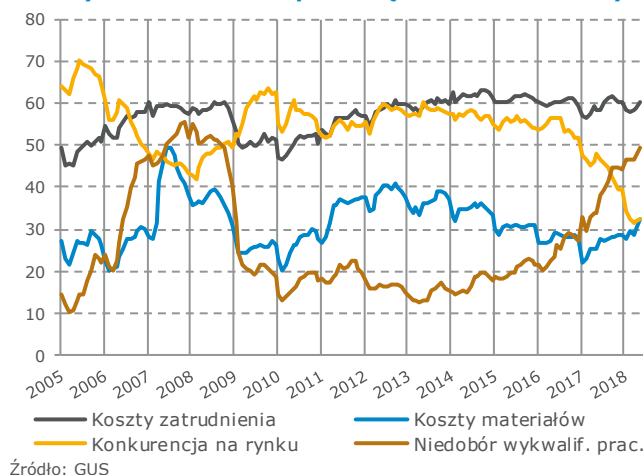
Źródło: GUS

**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)

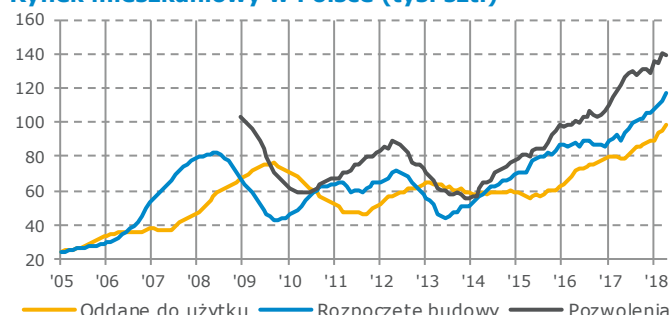
| Spółka       | MCap   | EV     | Dług netto | BV     | D/E* | Przychody |       |       | EBIT bez rewaluacji |       |       | Rewaluacja |      |      | Zysk netto |       |       |
|--------------|--------|--------|------------|--------|------|-----------|-------|-------|---------------------|-------|-------|------------|------|------|------------|-------|-------|
|              |        |        |            |        |      | 2018      | 2019  | 2020  | 2018                | 2019  | 2020  | 2018       | 2019 | 2020 | 2018       | 2019  | 2020  |
| Archicom     | 405    | 470    | 66         | 447    | 15%  | 438       | 548   | 528   | 64                  | 93    | 84    | 10         | 10   | 0    | 55         | 78    | 62    |
| Atal         | 1 665  | 1 864  | 200        | 852    | 23%  | 953       | 925   | 1 020 | 245                 | 236   | 242   | -          | -    | -    | 193        | 186   | 189   |
| BBi Dev.     | 60     | 180    | 121        | 195    | 62%  | 74        | 30    | 24    | 1                   | -5    | -6    | 10         | 20   | 15   | 5          | 9     | 5     |
| Capital Park | 593    | 1 707  | 1 115      | 984    | 113% | 151       | 157   | 165   | 99                  | 106   | 111   | 9          | 25   | 24   | 55         | 65    | 68    |
| Dom Dev.     | 2 034  | 2 017  | -17        | 1 024  | -2%  | 1 737     | 1 692 | 1 792 | 296                 | 289   | 308   | -          | -    | -    | 238        | 233   | 248   |
| Echo Inv.    | 1 836  | 2 716  | 879        | 1 588  | 55%  | 524       | 738   | 826   | 2                   | 51    | 64    | 399        | 336  | 253  | 303        | 328   | 266   |
| GTC          | 3 875  | 7 455  | 3 580      | 4 045  | 89%  | 633       | 690   | 767   | 386                 | 437   | 494   | 170        | 190  | 223  | 380        | 436   | 503   |
| i2 Dev.      | 168    | 313    | 146        | 231    | 63%  | 243       | 286   | 302   | 47                  | 44    | 44    | 0          | 0    | 0    | 36         | 34    | 33    |
| JWC          | 307    | 564    | 256        | 680    | 38%  | 491       | 637   | 606   | 74                  | 94    | 91    | 0          | 0    | 0    | 49         | 68    | 64    |
| LC Corp      | 1 235  | 1 894  | 658        | 1 527  | 43%  | 837       | 898   | 928   | 234                 | 267   | 278   | 18         | 19   | 0    | 185        | 209   | 201   |
| Lokum Dew.   | 333    | 402    | 69         | 296    | 23%  | 306       | 298   | 449   | 79                  | 70    | 102   | -          | -    | -    | 54         | 48    | 72    |
| P.A. Nova    | 219    | 592    | 373        | 355    | 105% | 220       | 223   | 226   | 50                  | 44    | 45    | -          | -    | -    | 31         | 27    | 28    |
| Polnord      | 235    | 648    | 413        | 713    | 58%  | 309       | 331   | 337   | 20                  | 28    | 28    | 0          | 0    | 0    | 20         | 24    | 26    |
| Ronson       | 184    | 301    | 117        | 342    | 34%  | 309       | 320   | 396   | 35                  | 41    | 51    | 0          | 0    | 0    | 23         | 29    | 36    |
| Suma         | 13 149 | 21 124 | 7 975      | 13 277 | 60%  | 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             | -      | -             | 15,80        | +3,3%      | 7,3  | 5,2  | 6,5  | 0,87 | 0,80 | 0,76 | 8,4              | 6,2  | 7,5  | 9,1%   | 8,9%  | 9,5%  |
| Atal         | OW             | -      | 47,00         | 43,00        | -2,1%      | 8,6  | 9,0  | 8,8  | 1,96 | 1,93 | 1,93 | 7,3              | 7,9  | 8,0  | 8,2%   | 10,6% | 11,3% |
| BBi Dev.     | N              | -      | -             | 0,57         | -13,6%     | 13,2 | 6,3  | 10,9 | 0,30 | 0,29 | 0,28 | 144,7            | -    | -    | -      | -     | -     |
| Capital Park | OW             | -      | 8,35          | 5,45         | -4,4%      | 10,8 | 9,1  | 8,7  | 0,57 | 0,54 | 0,52 | 19,4             | 21,1 | 22,9 | -      | 2,8%  | 3,7%  |
| Dom Dev.     | OW             | -      | 103,10        | 81,80        | -7,0%      | 8,5  | 8,7  | 8,2  | 1,93 | 1,94 | 1,91 | 7,1              | 7,4  | 7,0  | 9,3%   | 11,6% | 11,5% |
| Echo Inv.    | OW             | -      | 5,63          | 4,45         | -5,5%      | 6,1  | 5,6  | 6,9  | 1,09 | 1,02 | 1,00 | -                | 56,0 | 44,5 | 11,2%  | 11,5% | 12,5% |
| GTC          | N              | -      | 9,60          | 8,24         | -8,3%      | 10,2 | 8,9  | 7,7  | 0,94 | 0,88 | 0,82 | 21,0             | 19,8 | 18,1 | 4,0%   | 4,2%  | 4,9%  |
| i2 Dev.      | N              | ▼      | -             | 17,30        | +0,0%      | 4,7  | 5,0  | 5,0  | 0,69 | 0,65 | 0,60 | 5,6              | 6,1  | 5,7  | 6,5%   | 10,6% | 10,0% |
| JWC          | UW             | -      | -             | 3,46         | -6,5%      | 6,2  | 4,5  | 4,8  | 0,42 | 0,39 | 0,36 | 7,0              | 5,0  | 5,1  | -      | -     | -     |
| LC Corp      | OW             | -      | 3,50          | 2,76         | +2,6%      | 6,7  | 5,9  | 6,1  | 0,81 | 0,77 | 0,74 | 9,2              | 8,3  | 8,1  | 8,7%   | 10,3% | 11,7% |
| Lokum Dew.   | OW             | -      | -             | 18,50        | +9,1%      | 6,2  | 7,0  | 4,6  | 0,99 | 0,93 | 0,82 | 4,7              | 5,4  | 3,7  | 4,5%   | 8,1%  | 7,2%  |
| P.A. Nova    | N              | -      | -             | 21,90        | -8,8%      | 7,1  | 8,3  | 7,9  | 0,58 | 0,55 | 0,53 | 11,0             | 12,4 | 11,7 | -      | 3,4%  | 4,6%  |
| Polnord      | N              | -      | -             | 7,21         | -10,4%     | 11,9 | 9,6  | 9,2  | 0,32 | 0,31 | 0,30 | 31,9             | 21,9 | 21,5 | -      | -     | -     |
| Ronson       | N              | -      | -             | 1,12         | -13,8%     | 8,1  | 6,4  | 5,1  | 0,52 | 0,49 | 0,47 | 10,1             | 8,7  | 6,6  | 4,5%   | 5,4%  | 7,1%  |
| Mediana      |                |        |               |              | -6,0%      | 7,7  | 6,7  | 7,3  | 0,75 | 0,71 | 0,67 | 9,2              | 8,3  | 8,0  | 8,2%   | 8,9%  | 9,5%  |

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

## Rynek mieszkaniowy w Polsce (tys. szt.)\*



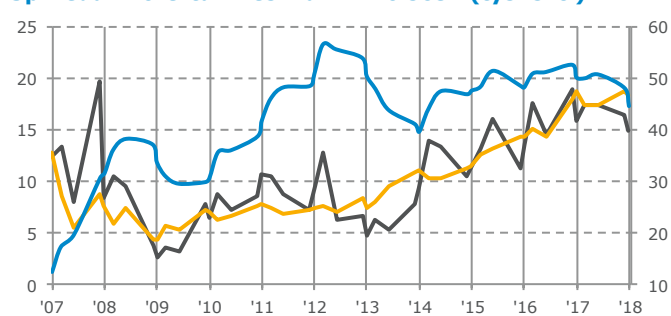
Źródło: GUS; \*dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

## Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



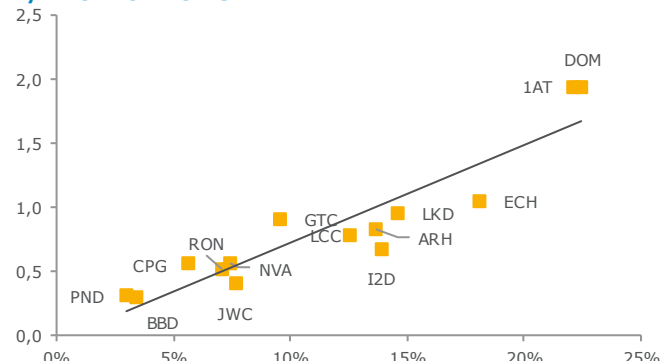
Źródło: Home Broker i Open Finance

## 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   | 14,90        | +1,2%      | 858    | 252%  | 5,5  | 10,9 | 9,9  | 0,85 | 0,79 | 0,74 | 5,8%     | 6,6%  | 7,1%  | -      | -    | -    |
| ADO Properties        | Resi   | 45,00        | +2,9%      | 1 985  | 77%   | 30,8 | 27,5 | 25,4 | 0,97 | 0,88 | 0,82 | 3,3%     | 3,7%  | 4,1%  | 1,6%   | 1,8% | 2,1% |
| Alstria Office        | Office | 12,63        | +3,9%      | 2 239  | 53%   | 18,5 | 17,1 | 16,2 | 0,96 | 0,93 | 0,89 | 5,1%     | 5,5%  | 5,6%  | 4,2%   | 4,3% | 4,6% |
| Deutsche Wohnen       | Resi   | 39,43        | +5,3%      | 13 985 | 65%   | 30,3 | 27,3 | 25,4 | 1,27 | 1,19 | 1,12 | 3,4%     | 3,6%  | 3,8%  | 2,2%   | 2,4% | 2,5% |
| DIC Asset             | Office | 9,75         | -2,0%      | 688    | 145%  | 14,0 | 13,4 | 12,7 | 0,83 | 0,82 | 0,79 | 9,2%     | 10,0% | 10,8% | 4,7%   | 5,1% | 5,5% |
| Duutsche EuroShop     | Retail | 31,62        | +9,8%      | 1 954  | 63%   | 14,2 | 14,2 | 14,3 | 0,84 | 0,83 | 0,86 | 7,6%     | 7,7%  | 7,8%  | 4,7%   | 4,9% | 5,0% |
| Grand City Properties | Resi   | 21,08        | +8,9%      | 3 474  | 75%   | 20,1 | 17,4 | 16,4 | 0,99 | 0,92 | 0,88 | 5,3%     | 5,7%  | 6,2%  | 3,7%   | 4,1% | 4,3% |
| Hamborner REIT        | Mixed  | 9,11         | -0,5%      | 726    | 115%  | 21,7 | 20,2 | 19,1 | 1,31 | 1,31 | 1,34 | 6,6%     | 7,1%  | 7,4%  | 5,1%   | 5,4% | 5,5% |
| LEG Immobilien        | Resi   | 93,40        | +4,8%      | 5 902  | 91%   | 17,9 | 17,7 | 18,0 | 1,26 | 1,15 | 1,07 | 5,5%     | 5,8%  | 6,1%  | 3,6%   | 3,9% | 4,1% |
| TAG Immobilien        | Resi   | 18,17        | +9,1%      | 2 662  | 125%  | 18,6 | 14,5 | 13,4 | 1,47 | 1,33 | 1,17 | 5,2%     | 5,6%  | 5,8%  | 3,9%   | 4,2% | 4,4% |
| TLG Immobilien        | Mixed  | 24,44        | +9,5%      | 2 506  | 77%   | 18,2 | 17,6 | 16,6 | 1,27 | 1,19 | 1,05 | 5,2%     | 5,5%  | 5,9%  | 3,6%   | 3,8% | 4,1% |
| Vonovia               | Resi   | 39,29        | +2,2%      | 20 081 | 93%   | 19,5 | 18,4 | 17,9 | 1,09 | 1,02 | 0,97 | 5,1%     | 5,5%  | 5,8%  | 3,7%   | 4,0% | 4,2% |
| Mediana               |        |              | +4,4%      |        | 84%   | 18,5 | 17,5 | 16,5 | 1,04 | 0,97 | 0,93 | 5,2%     | 5,6%  | 6,0%  | 3,7%   | 4,1% | 4,3% |

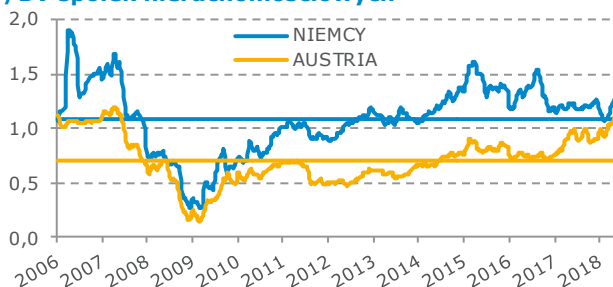
Źródło: Bloomberg; \*kapitalizacja w mln EUR; \*\*dług netto/kapitał własny

## Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

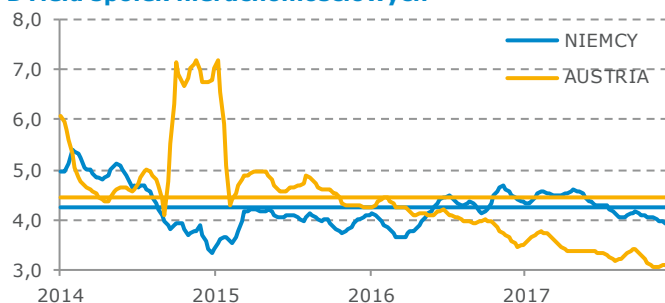
| Spółka             | Sektor | Cena bieżąca | Zmiana m/m | MCap* | D/E** | P/E  |      |      | P/BV |      |      | FFOYield |       |       | DYield |      |      |
|--------------------|--------|--------------|------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|----------|-------|-------|--------|------|------|
|                    |        |              |            |       |       | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018     | 2019  | 2020  | 2018   | 2019 | 2020 |
| Atrium European RE | Retail | 3,98         | +1,8%      | 1 502 | 54%   | 13,1 | 12,5 | 12,1 | 0,80 | 0,78 | 0,76 | 8,0%     | 8,1%  | 9,3%  | 8,5%   | 7,0% | 7,1% |
| BUWOG              | Resi   | 29,06        | +0,1%      | 3 608 | 66%   | 21,9 | 18,9 | 17,6 | 1,20 | 1,12 | 1,05 | -        | -     | -     | 2,8%   | 3,1% | 3,5% |
| CA Immobilien      | Office | 29,36        | +9,9%      | 2 901 | 51%   | 24,4 | 22,3 | 17,6 | 1,12 | 1,08 | 1,05 | 4,0%     | 4,4%  | 4,7%  | 2,9%   | 3,2% | 3,3% |
| Immofinanz         | Mixed  | 2,09         | +4,1%      | 2 345 | 67%   | 28,7 | 24,0 | 19,0 | 0,79 | 0,78 | -    | 3,4%     | 4,3%  | 4,0%  | 3,3%   | 3,5% | 4,3% |
| S Immo             | Mixed  | 16,50        | +8,8%      | 1 104 | 112%  | 14,9 | 14,5 | 13,9 | 1,13 | 1,07 | 1,01 | 3,9%     | 4,1%  | 4,5%  | 2,6%   | 3,0% | 3,0% |
| UBS Development    | Mixed  | 42,10        | +0,2%      | 315   | 120%  | 8,9  | 8,5  | 8,9  | 0,82 | 0,78 | 0,74 | 9,8%     | 10,9% | 10,0% | 5,0%   | 5,3% | 5,6% |
| Mediana            |        |              | +2,9%      |       | 67%   | 18,4 | 16,7 | 15,8 | 0,97 | 0,92 | 1,01 | 4,0%     | 4,4%  | 4,7%  | 3,1%   | 3,4% | 3,9% |

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

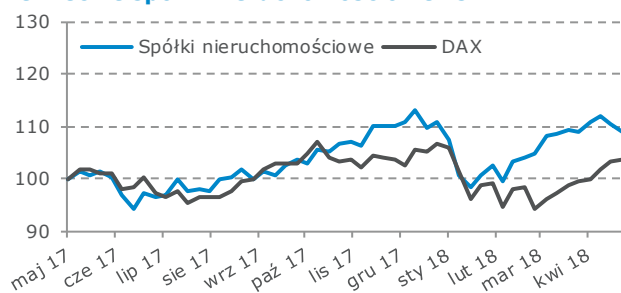
## P/BV spółek nieruchomościowych



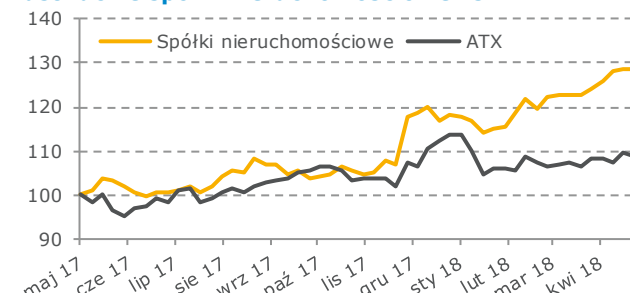
## DYield spółek nieruchomościowych



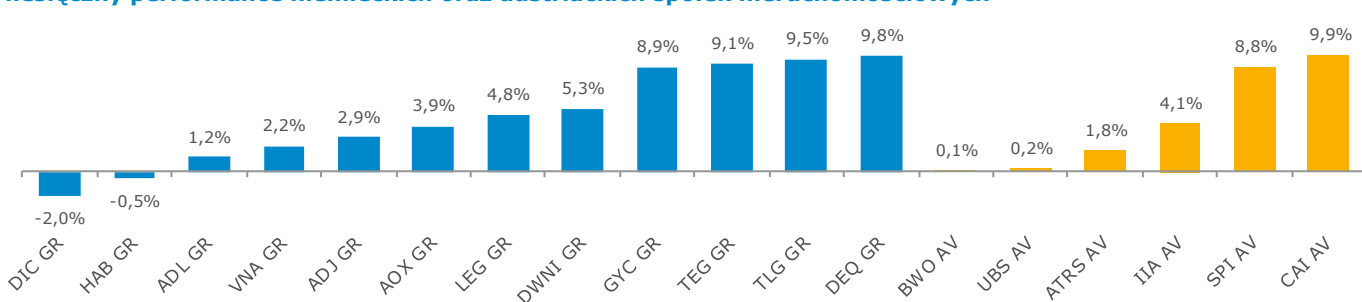
## Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



## Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



## Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



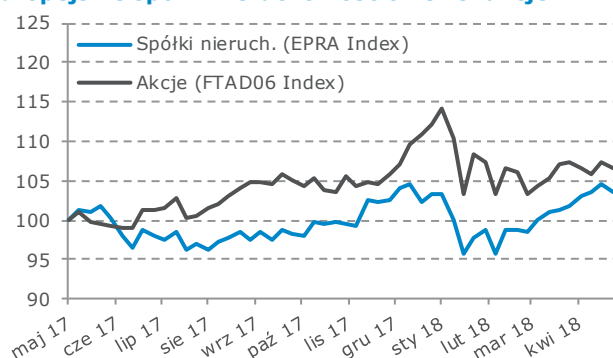
Źródło: Bloomberg

## Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

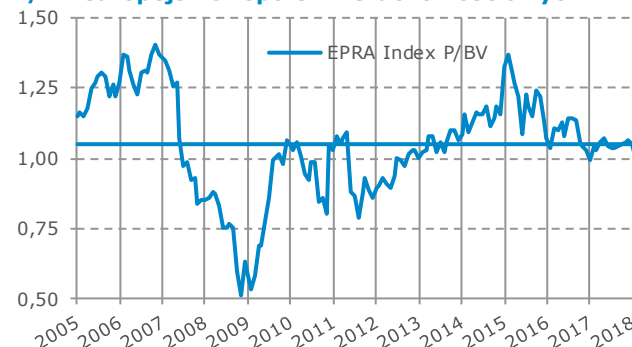
| Spółka                 | Sektor     | Cena bieżąca | Zmiana m/m | MCap*  | D/E** | P/E  |      |      | P/BV |      |      | FFOYield |       |       | DYield |      |      |
|------------------------|------------|--------------|------------|--------|-------|------|------|------|------|------|------|----------|-------|-------|--------|------|------|
|                        |            |              |            |        |       | 2018 | 2019 | 2020 | 2018 | 2019 | 2020 | 2018     | 2019  | 2020  | 2018   | 2019 | 2020 |
| Cofinimmo              | BE Mixed   | 106,20       | +4,0%      | 2 195  | 72%   | 15,8 | 15,1 | 14,8 | 1,12 | 1,08 | 1,06 | 6,2%     | 6,4%  | 6,7%  | 5,2%   | 5,3% | 5,4% |
| PSP Swiss Property     | CH Office  | 90,90        | +0,0%      | 3 588  | 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   | 92,85        | +1,8%      | 5 712  | 105%  | 21,7 | 21,1 | 21,1 | 1,37 | 1,36 | 1,34 | 4,7%     | 4,9%  | 5,1%  | 4,0%   | 4,1% | 4,1% |
| Fonciere Des Regions   | FR Office  | 90,80        | +6,6%      | 6 806  | 91%   | 16,8 | 16,2 | 15,6 | 1,03 | 0,97 | 0,91 | 5,8%     | 6,0%  | 6,3%  | 5,1%   | 5,3% | 5,5% |
| Gecina                 | FR Office  | 143,00       | +3,8%      | 10 777 | 64%   | 25,0 | 22,3 | 20,8 | 0,90 | 0,86 | 0,82 | 4,0%     | 4,4%  | 4,7%  | 3,8%   | 4,0% | 4,2% |
| Icade                  | FR Office  | 79,80        | +6,0%      | 5 914  | 190%  | 15,6 | 14,7 | 14,3 | 1,89 | 2,03 | 2,20 | 6,5%     | 7,0%  | 7,2%  | 5,7%   | 6,0% | 6,2% |
| Klepierre              | FR Retail  | 33,78        | +3,0%      | 10 619 | 72%   | 13,3 | 12,7 | 12,3 | 0,87 | 0,85 | 0,85 | 7,7%     | 8,1%  | 8,5%  | 6,2%   | 6,4% | 6,7% |
| EuroCommercial         | NL Retail  | 36,28        | +6,3%      | 1 798  | 78%   | 15,2 | 14,4 | 14,0 | 0,86 | 0,82 | 0,71 | 6,8%     | 7,0%  | 7,1%  | 6,0%   | 6,2% | 6,4% |
| Unibail - Rodamco      | NL Retail  | 193,25       | +2,9%      | 19 310 | 95%   | 15,0 | 14,3 | 13,6 | 0,95 | 0,92 | 0,89 | 6,8%     | 7,1%  | 7,5%  | 5,9%   | 6,2% | 6,6% |
| Wereldhave             | NL Retail  | 33,25        | +3,4%      | 1 339  | 85%   | 9,9  | 9,9  | 9,7  | 0,75 | 0,72 | 0,69 | 10,3%    | 10,3% | 10,4% | 7,6%   | 7,7% | 7,8% |
| Castellum              | SE Mixed   | 141,75       | +3,7%      | 3 789  | 112%  | 15,4 | 14,6 | 14,1 | 1,12 | 1,08 | 1,06 | 7,0%     | 7,2%  | 7,4%  | 4,0%   | 4,2% | 4,3% |
| British Land Co        | UK Mixed   | 6,86         | +3,8%      | 7 668  | 33%   | 14,1 | 18,5 | 17,9 | 0,73 | 0,77 | 0,78 | 5,6%     | 5,6%  | 6,2%  | 4,4%   | 4,5% | 4,4% |
| Capital & Counties     | UK Retail  | 3,08         | +10,2%     | 2 980  | 25%   | -    | -    | -    | 0,89 | 0,87 | 0,86 | -        | -     | -     | 0,5%   | 0,5% | 0,5% |
| Derwent London         | UK Office  | 30,42        | +1,5%      | 3 860  | 21%   | 29,7 | 27,4 | 23,4 | 0,84 | 0,84 | 0,80 | 2,9%     | 2,8%  | 5,4%  | 2,1%   | 2,3% | 2,6% |
| Great Portland Estates | UK Office  | 6,94         | +2,4%      | 2 223  | 2%    | 32,3 | 32,4 | 29,9 | 0,82 | 0,80 | 0,80 | 2,1%     | 2,6%  | 2,8%  | 1,6%   | 1,8% | 1,9% |
| Hammerson              | UK Retail  | 5,60         | +3,9%      | 5 061  | 60%   | 17,1 | 16,5 | 16,2 | 0,73 | 0,72 | 0,70 | 5,7%     | 5,9%  | 5,8%  | 4,8%   | 5,0% | 5,2% |
| Intu Properties        | UK Retail  | 2,02         | +2,0%      | 3 114  | 104%  | 13,6 | 13,0 | 12,9 | 0,56 | 0,59 | 0,59 | 7,5%     | 8,6%  | -     | 7,0%   | 7,1% | 7,3% |
| Land Securities Group  | UK Mixed   | 9,52         | -1,4%      | 8 030  | 35%   | -    | 16,9 | 16,6 | 0,69 | 0,69 | 0,69 | 5,3%     | 5,2%  | 5,5%  | 4,6%   | 4,6% | 4,8% |
| Segro                  | UK Industr | 6,50         | +3,4%      | 7 463  | 41%   | 29,8 | 27,0 | 25,1 | 1,07 | 1,01 | 0,89 | 3,3%     | 3,7%  | -     | 2,7%   | 3,0% | 3,2% |
| Shaftesbury            | UK Mixed   | 9,60         | -2,3%      | 3 356  | 28%   | 52,7 | 47,5 | 43,8 | 0,96 | 0,97 | 0,88 | 1,9%     | 2,2%  | 2,3%  | 1,8%   | 1,9% | 2,0% |
| Mediana                |            |              | +3,4%      |        | 68%   | 16,3 | 16,5 | 16,2 | 0,90 | 0,87 | 0,86 | 5,7%     | 5,9%  | 6,2%  | 4,5%   | 4,5% | 4,6% |

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

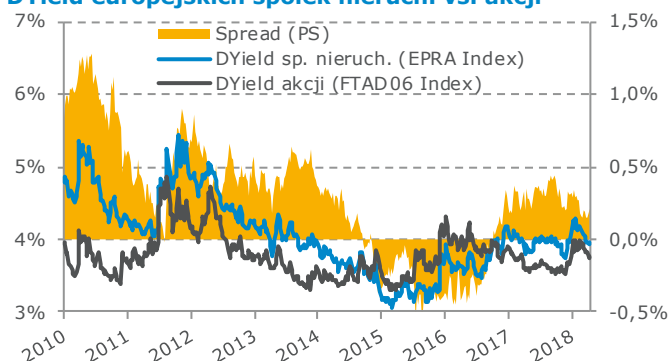
## Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



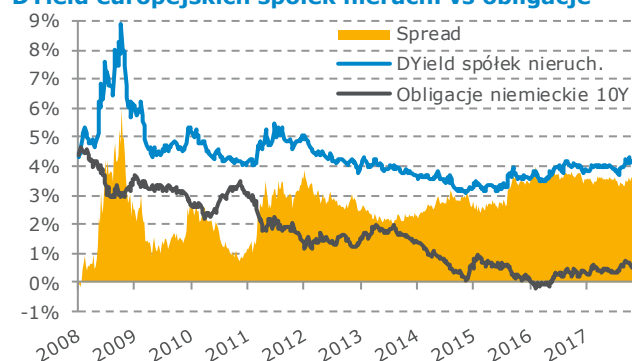
## P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



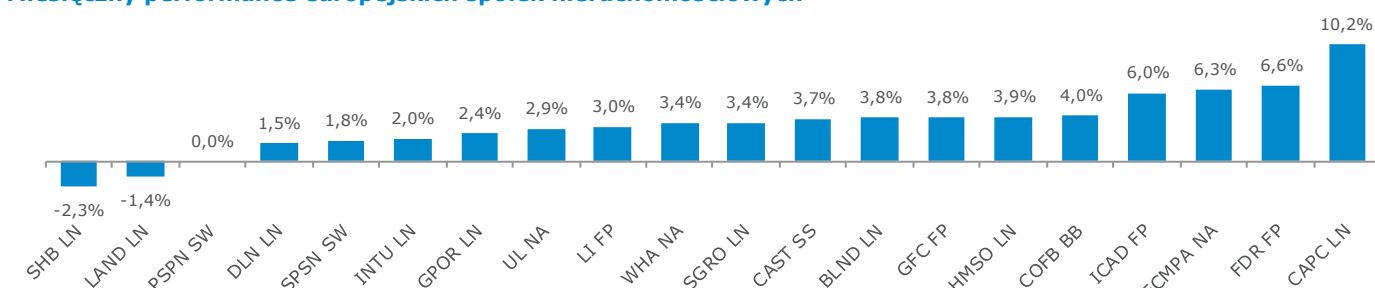
## DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



## DYield europejskich spółek nieruch. vs. obligacje



## Miesięczny performance europejskich spółek nieruchomościowych



Źródło: Bloomberg

## Wycena europejskich spółek budowlanych

| Spółka     |    | Sprzedaż krajowa | % budow. w EBIT | Cena bieżąca | Zmiana m/m | MCap*  | D/E** | P/BV 2018 | 2018 | P/E 2019 | 2020 | EV/EBITDA 2018 | 2019 | 2020 | DYield 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|----|------------------|-----------------|--------------|------------|--------|-------|-----------|------|----------|------|----------------|------|------|-------------|------|------|
| Strabag    | AT | 15%              | 100%            | 34,90        | +4,2%      | 3 839  | -21%  | 1,02      | 12,2 | 11,9     | 10,9 | 2,9            | 2,8  | 2,6  | 3,7%        | 3,9% | 4,5% |
| Porr       | AT | 60%              | 100%            | 31,80        | +10,4%     | 925    | 27%   | 1,88      | 13,1 | 11,3     | 8,6  | 4,6            | 4,2  | 3,8  | 3,7%        | 4,1% | 4,8% |
| Hochtief   | DE | 5%               | 100%            | 153,10       | +4,6%      | 9 844  | -68%  | 4,94      | 19,8 | 17,8     | 16,5 | 7,1            | 6,7  | 6,2  | 2,6%        | 2,9% | 3,3% |
| Bouygues   | FR | 65%              | 75%             | 40,42        | +1,0%      | 14 763 | 31%   | 1,54      | 15,3 | 13,8     | 12,5 | 6,4            | 5,8  | 5,6  | 4,2%        | 4,2% | 4,3% |
| Salini     | IT | 15%              | 100%            | 2,19         | -1,1%      | 1 077  | 55%   | 0,97      | 8,6  | 6,6      | 5,7  | 3,5            | 3,2  | 3,0  | 2,8%        | 3,4% | 4,3% |
| Astaldi    | IT | 25%              | 80%             | 2,20         | -8,3%      | 217    | 216%  | 0,37      | 3,5  | 3,5      | 4,6  | 6,8            | 6,8  | 7,0  | -           | -    | -    |
| Mota Engil | PT | 30%              | 80%             | 3,39         | +5,3%      | 804    | 274%  | 1,93      | 12,7 | 9,5      | 8,4  | 4,8            | 4,4  | 4,0  | 4,2%        | 4,1% | 5,0% |
| Skanska    | SE | 25%              | 60%             | 167,60       | +0,5%      | 6 562  | -5%   | 2,54      | 14,5 | 13,1     | 12,1 | 9,9            | 8,7  | 8,1  | 5,0%        | 5,2% | 5,4% |
| PEAB       | SE | 80%              | 80%             | 72,65        | -3,0%      | 1 861  | 15%   | 2,01      | 11,5 | 11,3     | 10,9 | 7,5            | 7,4  | 7,2  | 5,5%        | 5,7% | 5,8% |
| NCC        | SE | 50%              | 100%            | 163,55       | -2,7%      | 1 522  | -22%  | 3,06      | 13,6 | 10,7     | 9,7  | 7,6            | 6,4  | 5,9  | 5,8%        | 6,1% | 6,5% |
| Mediana    |    |                  |                 |              | -0,3%      |        |       |           |      |          |      |                |      |      |             |      |      |

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

## Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

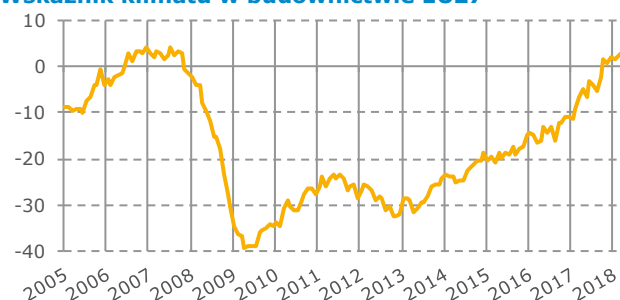
| Spółka    |    | Sprzedaż krajowa | % budow. w EBIT | Cena bieżąca | Zmiana m/m | MCap*  | D/E** | P/BV 2018 | 2018 | P/E 2019 | 2020 | EV/EBITDA 2018 | 2019 | 2020 | DYield 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|----|------------------|-----------------|--------------|------------|--------|-------|-----------|------|----------|------|----------------|------|------|-------------|------|------|
| OHL       | ES | 20%              | 20%             | 3,09         | -19,0%     | 886    | 39%   | 0,38      | -    | 26,6     | -    | 12,9           | 10,9 | 14,3 | 2,5%        | 2,0% | 1,1% |
| Ferrovial | ES | 20%              | 35%             | 17,43        | -2,1%      | 12 763 | 78%   | 2,50      | 43,8 | 29,8     | 26,1 | 23,9           | 19,4 | 17,5 | 4,2%        | 4,3% | 4,0% |
| Acciona   | ES | 55%              | 10%             | 65,46        | -4,7%      | 3 748  | 129%  | 0,99      | 14,5 | 13,4     | 13,1 | 7,4            | 7,2  | 7,1  | 4,6%        | 4,9% | 4,9% |
| FCC       | ES | 55%              | 25%             | 10,56        | -0,6%      | 4 000  | 282%  | 3,35      | 18,2 | 15,4     | -    | 9,1            | 8,7  | -    | -           | -    | -    |
| ACS       | ES | 15%              | 50%             | 35,67        | +4,3%      | 11 224 | -11%  | 2,68      | 13,7 | 12,5     | 11,6 | 5,2            | 5,0  | 4,9  | 3,6%        | 3,7% | 4,1% |
| Eiffage   | FR | 80%              | 30%             | 98,02        | +2,6%      | 9 796  | 203%  | 1,98      | 16,0 | 14,0     | 12,6 | 7,9            | 7,6  | 7,3  | 2,2%        | 2,6% | 3,0% |
| Vinci     | FR | 60%              | 30%             | 85,70        | +3,9%      | 50 744 | 66%   | 2,56      | 16,1 | 14,9     | 13,5 | 9,4            | 9,0  | 8,6  | 3,1%        | 3,3% | 3,7% |
| Mediana   |    |                  |                 |              | -0,6%      |        |       |           |      |          |      |                |      |      |             |      |      |

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

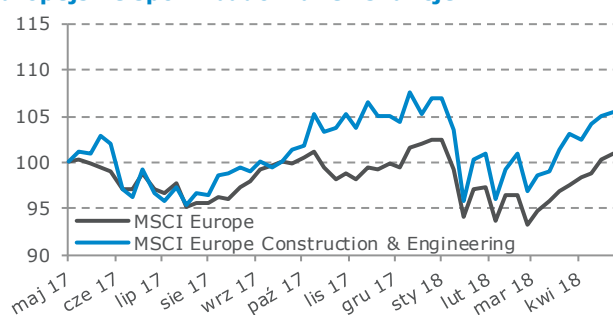
## Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



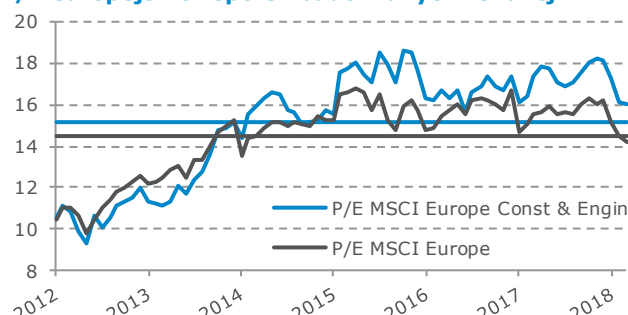
## Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



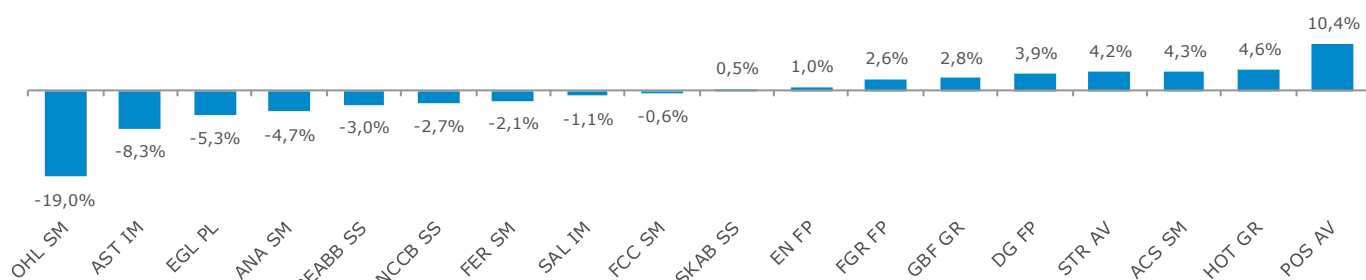
## Europejskie spółki budowlane vs. akcje



## P/E europejskich spółek budowlanych vs. akcji



## Miesięczny performance europejskich spółek budowlanych



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Komisja Europejska

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:****EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**EBIT/ EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**EBITDA/ EV** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej**P/ E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/ BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**MCap** – bieżąca kapitalizacja rynkowa**Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m)** – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca**ATX** – Austrian Traded Index of all companies listed in Austria**DAX** – German Stock Index of 30 selected blue chip stocks traded on the Frankfurt Stock Exchange**EPRA Index** – FTSE EPRA Global Real Estate Index**FDA06 Index** – FTSE Developed Europe Index**GDBR10 Index** – German Generic Government Bonds 10 Year Yield**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych 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 28 maja 2018 o godzinie 8:38.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 maja 2018 o godzinie 8:38.

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, PBKM, Pemug, Polimex-Mostostal, 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, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PBKM, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, 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, BEST, 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, 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, Sygnyty, Tarczyński, Tauron, TXM, Unibep, Uniwhells, 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, PBKM, Robyg.

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)** – 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  | przeważaj  |
|--------------------------|------------|------------|
| 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-04-06 | 2018-02-02 | 2017-09-01 | 2017-06-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 47,00      | 49,20      | 45,00      | 44,10      |
| kurs z dnia rekomendacji | 43,40      | 42,40      | 40,40      | 40,00      |

### 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)      | 216,39     | 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)      | 5,63       | 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      |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-04-06 | 2018-02-02 | 2017-09-01 | 2017-05-08 |
| cena docelowa (PLN)      | 116,00     | 113,00     | 134,00     | 146,00     |
| kurs z dnia rekomendacji | 96,40      | 81,20      | 109,50     | 120,55     |

### Elektrotim

| rekomendacja             | równoważ   | przeważaj  | niedoważaj | równoważ   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-05-28 | 2017-11-16 | 2017-10-24 | 2017-09-14 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 5,80       | 7,61       | 9,76       | 11,98      |

### Erbud

| rekomendacja             | akumuluj   | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | kupuj      | akumuluj   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-05-09 | 2018-04-06 | 2018-03-05 | 2017-12-15 | 2017-11-03 | 2017-09-01 | 2017-06-02 |
| cena docelowa (PLN)      | 23,10      | 29,60      | 29,40      | 28,70      | 29,80      | 31,30      | 33,50      |
| kurs z dnia rekomendacji | 19,40      | 21,60      | 21,30      | 20,60      | 24,70      | 26,00      | 31,50      |

### 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   | 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             | równoważ   | przeważaj  |
|--------------------------|------------|------------|
| data wydania             | 2018-05-28 | 2018-01-12 |
| cena docelowa (PLN)      | -          | -          |
| kurs z dnia rekomendacji | 17,30      | 14,90      |

**JWC**

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

**LC Corp**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>kupuj</b> | <b>kupuj</b> | <b>kupuj</b> |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>przeważaj</b> | <b>przeważaj</b> | <b>przeważaj</b> |
|--------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>niedoważaj</b> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>niedoważaj</b> | <b>niedoważaj</b> |
|--------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>przeważaj</b> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| data wydania             | 2018-05-28      | 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 | 6,40            | 7,50            | 7,98            | 8,16            | 8,55            | 10,93           | 12,05            |

**Trakcja**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>niedoważaj</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>niedoważaj</b> | <b>niedoważaj</b> | <b>równoważ</b> |
|--------------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| data wydania             | 2018-05-18        | 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 | 3,65              | 6,75            | 7,24            | 7,56            | 7,69              | 10,30             | 12,80           |

**Ulma**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| data wydania             | 2018-05-28      | 2018-03-29      | 2017-11-27      |
| cena docelowa (PLN)      | -               | -               | -               |
| kurs z dnia rekomendacji | 73,00           | 66,50           | 73,90           |

**Unibep**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>kupuj</b> | <b>kupuj</b> | <b>akumuluj</b> | <b>kupuj</b> | <b>kupuj</b> |
|--------------------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| 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**

| <b>rekomendacja</b>      | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>równoważ</b> | <b>niedoważaj</b> | <b>niedoważaj</b> |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| data wydania             | 2018-05-28      | 2018-03-29      | 2018-02-02      | 2018-01-25      | 2017-11-27        | 2017-09-14        |
| cena docelowa (PLN)      | -               | -               | -               | -               | -                 | -                 |
| kurs z dnia rekomendacji | 5,86            | 6,12            | 6,18            | 6,44            | 6,89              | 9,20              |

## 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](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Szymon Kubka, CFA, PRM  
+48 22 697 48 54  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 86  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

Tomasz Galanciak  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

## Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

## Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)