

czwartek, 25 stycznia 2018 | opracowanie cykliczne

# Budownictwo & Deweloperzy: styczeń 2018

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybała +48 22 438 24 04

## Budownictwo

- Wydatki infrastrukturalne:** Szacujemy, że do końca 2017 r. nastąpiło otwarcie ofert na ok. 60% inwestycji drogowych ujętych w PBDK do 2023 r. oraz na ok. 40% inwestycji kolejowych ujętych w KPK do 2023 r. W 2018 r. spodziewamy się znaczącego spowolnienia w przetargach GDDKiA oraz utrzymania wysokiej aktywności PKP PLK.
- Herkules:** Obniżamy prognozę ZN'17 o 70% w związku z odpisami na aktywach Viatronu i należności od Vistalu. Wzrost kursu o 15% YTD zdyskontował pozytywny wpływ wygranego kontraktu na budowę systemu ERTMS. Podtrzymujemy „N”.
- Budownictwo kolejowe:** W Trakcji i ZUE podnosimy pozycjonowanie do „N”, nie zmieniając prognoz, a w Torpolu obniżamy prognozę ZN'17 (spisanie aktywa na podatek), podtrzymując „N”. Kursy spółek znajdują się w okolicy historycznych minimów, oczekiwania rynku odnośnie wyników '18 są niskie, a w II/III powinna istotnie wzrosnąć liczba otwarć ofert, co zachęca do spekulacyjnego kupna. Szacujemy, że jedynie ok. 6% pozyskanych kontraktów kolejowych zakończy się w '18, 45% w '19 oraz ok. 50% w '20, stąd rzeczywista rentowność portfeli zamówień pozostanie w bieżącym roku zagadką. Uważamy, że relatywnie najbezpieczniejszy jest backlog Torpolu.
- Budownictwo kubaturowe:** Po obniżeniu prognoz na Unibep (Przegląd Miesięczny, 05.01.2018) preferujemy Erbud (Raport, 15.12.2017), który w naszej ocenie ma bezpieczniejszą strukturę backlogu.
- Nie zmieniamy „OW” na **Budimex** i **Elbudowę**, które oferują najwyższy DYield w sektorze, mocny bilans i powinny zrealizować ambitny konsensus '17.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**  
**PRZEWAGA:** ELEKTROBUDOWA, BUDIMEX, ERBUD

## Deweloperzy

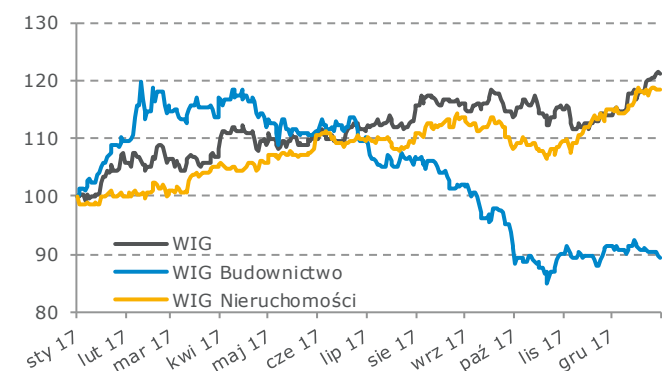
- Rynek w 4Q:** Sprzedaż mieszkań w 4Q'17 wzrosła w największych miastach o 5% r/r przy jednoczesnym spadku oferty o 14% r/r. Coraz wyraźniejsza nierównowaga popyt-podaż doprowadzi w '18 do wzrostu cen, który w naszej ocenie może przekroczyć 10% na rynkach z największym deficytem mieszkań. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym wrosły w 4Q załedwie o 2,3% r/r, lecz wzrost cen ofertowych przekroczył 6% r/r, w tym Trójmiasto: +14,7% oraz Warszawa: +8,4%.
- Oczekiwania na 2018 r.:** Uważamy, że akcje deweloperów mieszkaniowych będą w '18 wciąż korzystały na (1) silnym konsumencie oraz (2) niskich stopach procentowych. Większość spółek ma dobrze przygotowany bank ziemi, który pozwoli na utrzymania wysokiej sprzedaży. Wzrost cen mieszkań zrównoważy wzrost kosztów budowy i gruntów. W konsekwencji, wysoki zysk netto sektora powinien utrzymać się przynajmniej do '20.
- Preferowane przez nas spółki: **1AT, ARH, DOM, ECH, LCC, LKD, ROB** przekroczyły w '17 nasze prognozy sprzedaży średnio o 9%. Sektor mieszkaniowy jest notowany na medianie **P/B=0,92x, P/E'18=7,7x** oraz **P/E'19=6,0x**, oferując **DYield'18-19** ok. **7,5%**. Komentarzem z 12.01.2018 dołączyliśmy do monitoringu **i2 Development**, notowany z ok. 25% dyskontem do sektora pomimo wzrostu kursu o 38% YTD.
- W związku z opóźnieniami w inwestycjach obniżamy prognozy ZN'17-18 w **JWC** o 45%. Ponadto, nieznacznie skorygowaliśmy prognozy na **Lokum** oraz **Archicom**.
- NAJCIEKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**  
**PRZEWAGA:** LC CORP, LOKUM, I2D, ATAL, ROBYG, DOM, ARCHICOM, ECHO

## Zmiana kursu M/M\* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Elektrotim	+18,9%	-1%
Herkules	+13,3%	+15%
Erbud	+2,2%	+11%
Budimex	-1,4%	-7%
Trakcja	-1,7%	+4%
Torpol	-4,6%	+3%
Elbudowa	-5,4%	+6%
ZUE	-6,5%	+6%
Unibep	-7,5%	-8%
Ulma	-19,5%	-15%
WIG Bud.	-0,9%	-1%
WIG	+5,5%	+6%
Deweloperzy	M/M	YTD
i2 Dev.	+41,8%	+38%
Polnord	+21,3%	+1%
LC Corp	+17,6%	+12%
Robyg	+16,9%	-1%
BBI Dev.	+16,1%	+13%
Capital Park	+12,7%	+7%
Archicom	+11,0%	-4%
Echo Inv.	+9,2%	+13%
Lokum Dew.	+8,7%	+3%
Dom Dev.	+6,2%	-2%
GTC	+5,5%	+2%
Ronson	+1,4%	+1%
JWC	-3,7%	+5%
Atal	-5,2%	-4%
P.A. Nova	-9,6%	-6%
WIG Nieruch.	+8,1%	+4%
WIG	+5,5%	+6%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	+3,4%	+0%
DAX	+2,7%	+4%
AT Dewel.	+7,3%	+0%
ATX	+10,4%	+7%
EU Dewel.	+4,0%	-1%
EU Bud.	+1,0%	+2%
EU Akcje	+7,7%	+6%

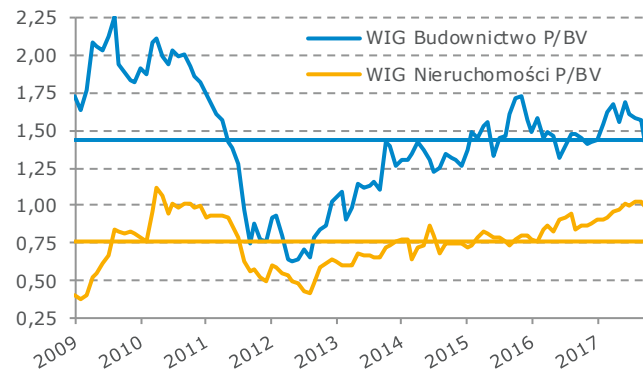
\*zmiana w okresie 26.11-24.01

## 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)

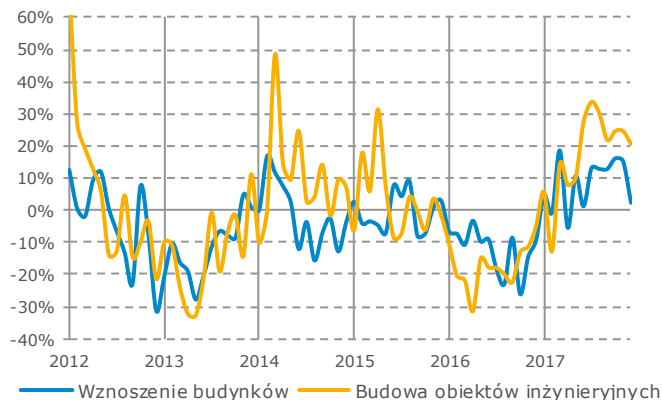
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	5 055	3 537	-1 518	756	-201%	5 572	6 402	7 037	531	603	575	505	569	538	410	453	440
Elektrobudowa	388	297	-92	404	-23%	971	882	955	75	75	71	62	61	56	55	49	47
Elektrotim	87	80	-7	77	-9%	258	286	300	5	10	16	2	7	13	-1	4	9
Erbud	288	337	48	270	18%	1 790	1 822	1 921	57	51	56	46	41	45	2	26	29
Herkules	159	258	99	220	45%	128	132	162	36	28	41	14	8	21	10	3	13
Torpol	187	108	-79	195	-41%	767	657	1 129	32	8	46	18	-7	30	10	-15	22
Trakcja	389	447	58	745	8%	1 381	1 411	1 562	97	70	74	74	41	44	55	28	32
Ulma	313	262	-50	284	-18%	180	195	212	66	71	81	17	22	34	13	17	26
Unibep	319	330	11	246	4%	1 249	1 576	1 607	42	36	47	33	26	38	32	26	31
ZUE	148	136	-12	198	-6%	343	390	739	10	2	21	0	-8	11	1	-9	9
Suma	7 334	5 791	-1 543	3 395	-45%	12 641	13 753	15 623	951	955	1 028	770	760	829	587	583	657
Dynamika r/r						-4%	9%	14%	15%	0%	8%	18%	-1%	9%	18%	-1%	13%
Dynamika r/r bez BDX						-12%	4%	17%	-18%	-16%	29%	-26%	-28%	52%	-32%	-26%	67%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Budimex	OW	-	267,00	198,00	-1,4%	12,3	11,2	11,5	4,6	4,4	4,9	6,3	5,8	5,8	4,1%	7,6%	8,8%
Elektrobudowa	OW	-	134,00	81,80	-5,4%	7,0	7,9	8,3	3,8	4,0	4,2	0,9	0,9	0,9	4,9%	12,2%	7,6%
Elektrotim	OW	-	-	8,70	+18,9%	-	22,0	9,9	13,3	7,6	4,8	1,0	1,0	1,0	14,3%	4,0%	5,7%
Erbud	OW	-	29,80	22,50	+2,2%	-	11,0	9,8	2,4	4,0	4,5	1,1	1,0	1,0	7,5%	5,2%	4,5%
Herkules	N	►	-	3,67	+13,3%	15,5	54,8	12,3	6,9	9,0	5,9	0,7	0,8	0,7	4,4%	4,4%	4,4%
Torpol	N	►	-	8,16	-4,6%	18,1	-	8,7	3,6	19,5	3,7	0,9	1,0	0,9	8,5%	5,4%	-
Trakcja	N	▲	-	7,56	-1,7%	7,1	13,7	12,0	3,7	5,4	5,3	0,5	0,5	0,5	4,5%	6,6%	4,0%
Ulma	N	-	-	59,50	-19,5%	24,3	18,4	12,1	3,7	3,6	3,5	1,0	1,1	1,1	-	9,1%	6,7%
Unibep	OW	-	10,80	9,10	-7,5%	10,1	12,1	10,3	7,8	9,1	7,1	1,4	1,3	1,2	1,9%	2,1%	2,7%
ZUE	N	▲	-	6,44	-6,5%	-	-	16,9	5,5	82,5	7,3	0,7	0,7	0,7	5,1%	-	-
Mediana					-3,1%	12,3	12,9	10,9	4,2	6,5	4,9	1,0	1,0	0,9	4,9%	5,4%	5,1%

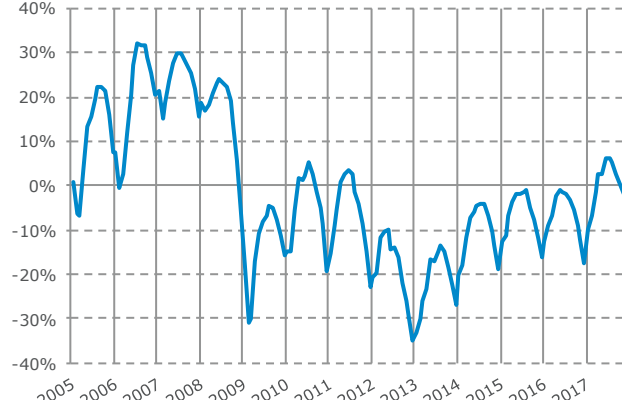
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; \*Dług netto/kapitał własny

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



Źródło: GUS

## Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



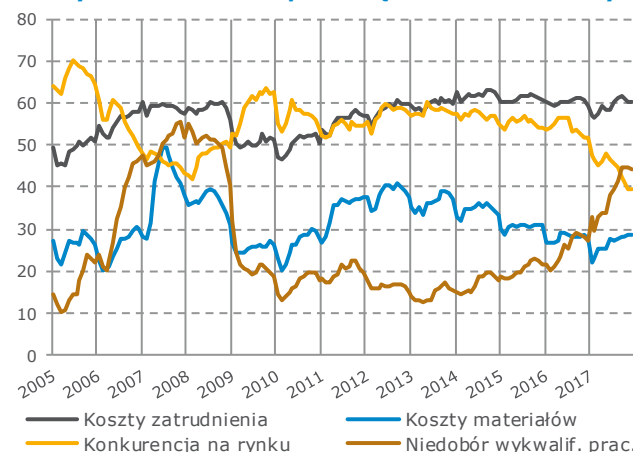
Źródło: GUS

## 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)

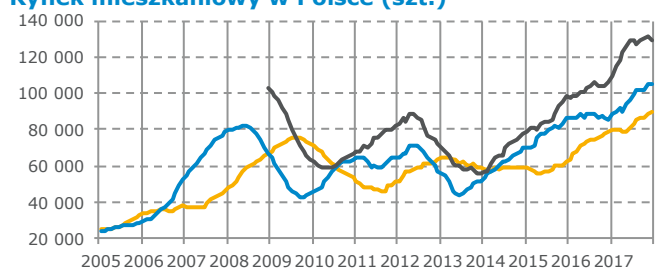
Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	403	458	55	374	15%	282	333	439	46	53	63	-1	11	10	37	56	55
Atal	1 595	1 869	274	756	36%	507	912	935	115	236	244	0	0	0	89	182	190
BBI Dev.	75	198	123	212	58%	84	28	83	1	2	14	0	0	0	-5	-1	9
Capital Park	669	1 830	1 162	989	118%	108	129	143	56	84	101	69	-69	39	30	15	83
Dom Dev.	2 084	2 147	63	881	7%	1 153	1 398	1 705	157	237	290	0	0	0	126	193	234
Echo Inv.	2 113	2 953	840	1 493	56%	480	570	532	45	26	18	560	231	367	388	306	301
GTC	4 680	8 141	3 462	3 842	90%	525	571	619	306	328	386	369	495	187	691	581	394
i2 Dev.	165	282	117	206	57%	66	76	243	10	14	47	0	0	0	6	11	36
JWC	392	614	222	656	34%	491	389	491	51	47	74	-8	-2	0	25	26	49
LC Corp	1 378	2 063	685	1 468	47%	547	723	835	170	221	241	34	-72	4	113	120	189
Lokum Dew.	324	411	87	234	37%	189	223	306	34	56	69	0	0	0	43	43	53
P.A. Nova	217	590	373	341	109%	183	238	216	47	47	54	0	0	0	27	32	33
Polnord	317	648	331	704	47%	177	318	320	-14	13	22	-13	0	0	-17	22	23
Robyg	1 062	1 374	312	618	50%	517	793	1 059	123	187	226	0	0	0	109	102	144
Ronson	235	400	166	329	50%	485	246	217	85	23	25	0	0	0	65	15	16
Suma	15 708	23 979	8 270	13 101	63%	5 794	6 948	8 143	1 230	1 575	1 875	1 011	594	607	1 726	1 702	1 809
Dynamika r/r						31%	20%	17%	44%	28%	19%				-	-1%	6%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Archicom	OW	►	-	15,75	+11,0%	9,8	7,3	7,3	0,98	0,91	0,86	9,8	8,4	8,4	5,8%	6,4%	6,9%
Atal	OW	-	45,00	41,20	-5,2%	17,8	8,8	8,4	2,32	1,98	1,88	16,7	7,8	7,7	1,5%	4,1%	9,3%
BBI Dev.	N	-	-	0,72	+16,1%	-	-	8,3	0,35	0,35	0,34	192,4	87,6	6,3	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,09	6,20	+12,7%	22,0	44,2	8,1	0,67	0,65	0,61	31,6	20,7	18,2	-	-	1,6%
Dom Dev.	OW	-	101,10	83,80	+6,2%	16,5	10,8	8,9	2,23	2,08	2,00	12,9	8,8	7,3	3,9%	6,0%	9,3%
Echo Inv.	OW	-	6,42	5,12	+9,2%	5,4	6,9	7,0	1,38	1,31	1,24	55,1	119,5	159,0	116%	12,9%	9,8%
GTC	N	-	10,00	9,95	+5,5%	6,6	8,0	11,9	1,32	1,21	1,15	26,0	25,2	22,8	-	2,8%	3,0%
i2 Dev.	OW	-	-	17,00	+41,8%	27,4	15,3	4,6	0,70	0,72	0,68	23,7	21,0	5,6	-	11,2%	14,7%
JWC	N	►	-	4,41	-3,7%	15,7	15,2	8,0	0,60	0,58	0,54	12,9	12,7	8,2	-	-	-
LC Corp	OW	-	3,54	3,08	+17,6%	12,2	11,5	7,3	0,99	0,93	0,85	12,5	10,1	9,7	5,8%	2,3%	8,8%
Lokum Dew.	OW	►	-	18,00	+8,7%	7,6	7,6	6,1	1,34	1,20	1,05	10,8	7,2	5,4	3,4%	4,3%	4,3%
P.A. Nova	N	-	-	21,70	-9,6%	8,1	6,8	6,5	0,68	0,66	0,64	12,7	12,3	10,4	3,5%	3,5%	3,5%
Polnord	N	-	-	9,70	+21,3%	-	14,5	13,5	0,45	0,44	0,42	-	48,5	26,7	-	-	-
Robyg	OW	-	4,25	3,67	+16,9%	8,9	10,4	7,4	1,71	1,58	1,44	12,0	7,4	6,1	5,4%	7,4%	7,6%
Ronson	UW	-	-	1,43	+1,4%	3,6	15,3	15,0	0,65	0,68	0,68	4,6	18,4	17,2	5,6%	13,3%	7,0%
Mediana					+9,2%	9,8	10,6	8,0	0,98	0,91	0,85	12,9	12,7	8,4	5,4%	6,0%	7,3%

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

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



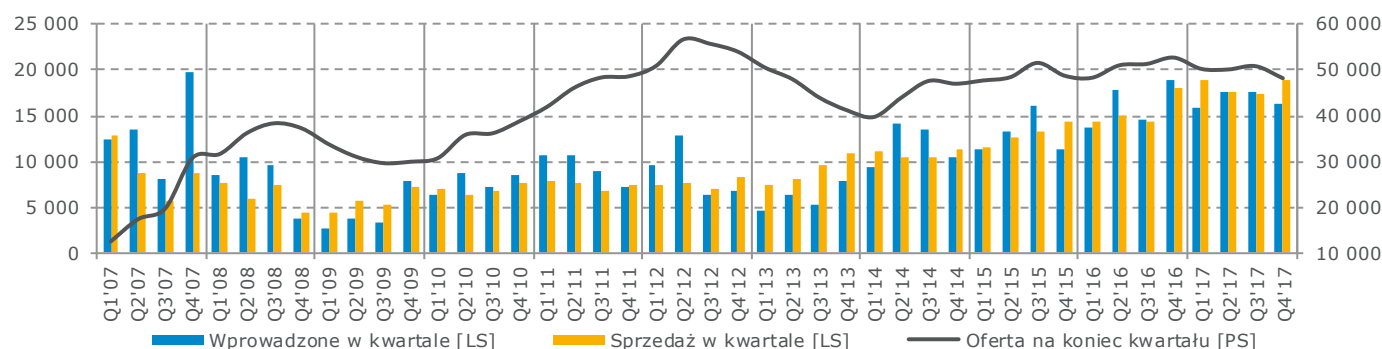
Źródło: GUS; \*dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

## Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



Źródło: Home Broker i Open Finance

## Mieszkania wprowadzone do sprzedaży oraz sprzedane kwartalnie na tle oferty na koniec kwartału (szt.)



Źródło: REAS

## Wycena niemieckich spółek nieruchomościowych

Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Adler Real Estate	Resi	13,40	+6,8%	771	208%	7,0	8,4	11,2	0,83	0,87	0,78	3,2%	4,8%	5,7%	-	-	0,2%
ADO Properties	Resi	45,00	+4,1%	1 985	66%	4,5	37,6	30,0	1,36	1,07	0,94	2,4%	2,8%	3,2%	1,2%	1,4%	1,7%
Alstria Office	Office	13,34	+7,7%	2 054	74%	11,5	15,3	16,7	1,18	1,11	1,06	5,6%	5,5%	5,7%	3,9%	4,0%	4,1%
Deutsche Wohnen	Resi	35,95	-3,0%	12 750	64%	7,7	29,9	27,5	1,52	1,30	1,19	3,2%	4,2%	4,4%	2,1%	2,2%	2,4%
DIC Asset	Office	10,50	-2,1%	720	144%	-	13,5	18,2	0,96	0,93	0,93	6,5%	8,4%	8,6%	3,8%	5,4%	4,4%
Duutsche EuroShop	Retail	31,80	-1,5%	1 965	67%	7,7	13,4	13,6	0,90	0,86	0,85	7,5%	7,7%	7,5%	4,4%	4,5%	4,7%
Grand City Properties	Resi	19,46	+2,4%	3 207	74%	5,5	20,2	18,7	0,96	1,10	0,96	5,1%	5,0%	5,5%	1,3%	3,7%	4,0%
Hamborner REIT	Mixed	10,00	+4,7%	797	105%	38,5	21,1	19,9	1,42	1,42	1,43	4,9%	5,7%	6,4%	4,3%	4,4%	4,6%
LEG Immobilien	Resi	92,30	+2,7%	5 832	95%	10,1	18,3	18,1	1,71	1,37	1,22	4,5%	5,1%	5,6%	3,0%	3,3%	3,6%
TAG Immobilien	Resi	16,48	+6,3%	2 414	143%	11,1	20,2	17,6	1,77	1,55	1,40	4,1%	5,0%	5,7%	3,5%	3,8%	4,2%
TLG Immobilien	Mixed	22,58	+10,4%	2 304	67%	16,2	19,1	18,1	1,51	1,24	1,26	5,1%	5,1%	5,4%	3,5%	3,6%	4,0%
Vonovia	Resi	40,48	+2,2%	19 637	84%	8,3	22,7	20,7	1,51	1,23	1,15	3,9%	4,6%	4,9%	2,8%	3,3%	3,5%
Mediana			+3,4%		79%	8,3	19,7	18,1	1,39	1,17	1,11	4,7%	5,0%	5,6%	3,5%	3,7%	4,0%

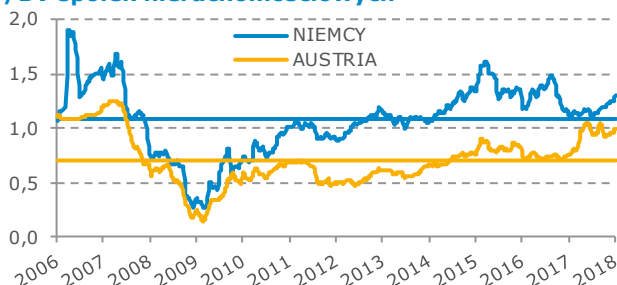
Źródło: Bloomberg; \*kapitalizacja w mln EUR; \*\*dług netto/kapitał własny

## Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

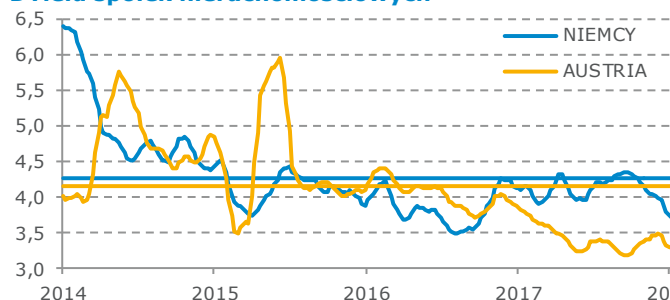
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Atrium European RE	Retail	4,34	+8,6%	1 636	41%	28,2	14,8	14,0	0,84	0,84	0,83	6,4%	6,7%	7,4%	6,2%	8,4%	7,1%
BUWOG	Resi	28,82	+20,0%	3 235	92%	12,2	26,4	24,0	1,71	1,41	1,22	3,4%	3,4%	3,5%	2,4%	2,6%	2,7%
CA Immobilien	Office	25,52	+2,7%	2 522	48%	13,2	20,8	21,3	1,08	1,03	0,99	3,7%	4,5%	4,9%	2,5%	3,0%	3,3%
Immofinanz	Mixed	2,06	-1,4%	2 302	89%	-	26,8	22,7	0,69	0,76	0,77	1,4%	1,0%	3,6%	-	3,7%	10,7%
S Immo	Mixed	15,56	+6,4%	1 041	105%	5,2	14,8	16,3	1,29	1,15	1,09	4,0%	4,5%	5,1%	-	2,8%	3,1%
UBS Development	Mixed	43,20	+7,6%	323	168%	11,1	10,6	9,1	0,97	0,99	0,93	3,5%	6,6%	7,2%	3,7%	4,2%	4,6%
Mediana			+7,0%		90%	12,2	17,8	18,8	1,02	1,01	0,96	3,6%	4,5%	5,0%	3,1%	3,3%	4,0%

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

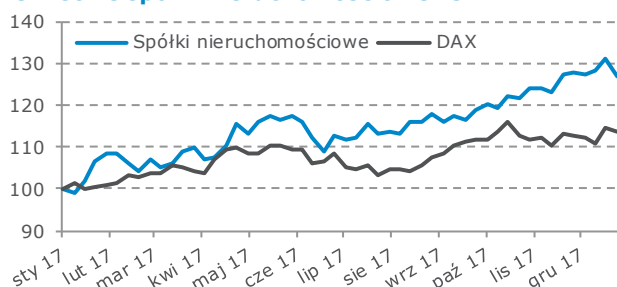
## P/BV spółek nieruchomościowych



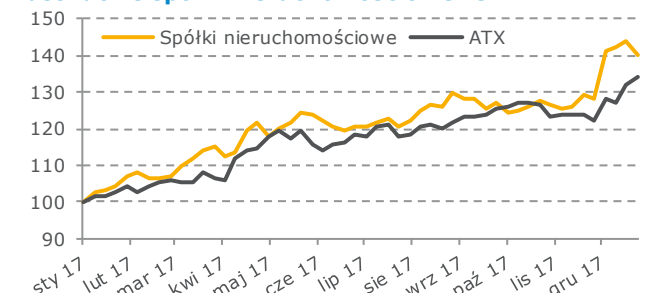
## DYield spółek nieruchomościowych



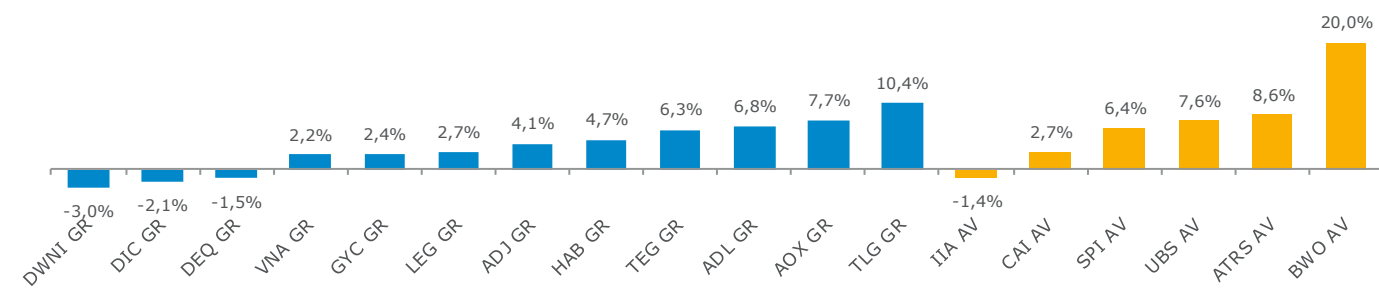
## Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



## Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



## Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



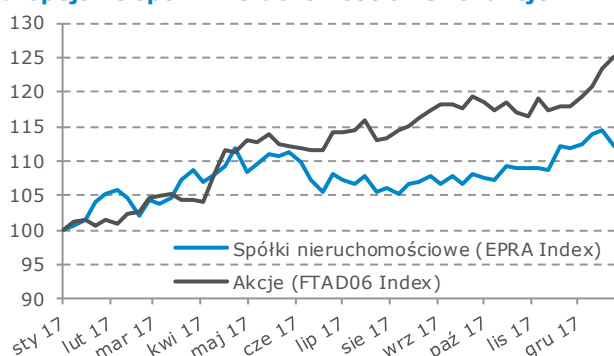
Źródło: Bloomberg

## Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

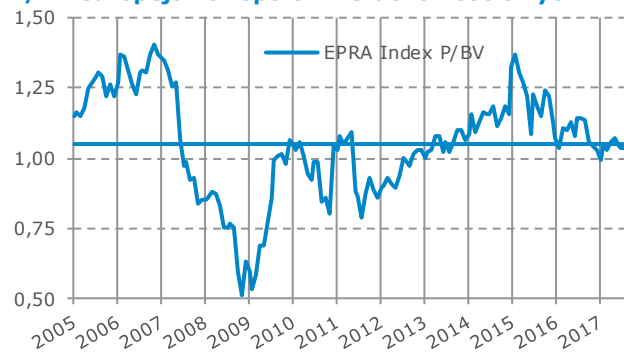
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Cofinimmo	BE Mixed	108,50	+0,2%	2 242	88%	23,4	16,6	16,4	1,23	1,20	1,16	5,4%	5,9%	6,0%	5,1%	5,1%	5,2%
PSP Swiss Property	CH Office	92,85	+6,2%	3 634	59%	31,6	24,6	24,7	1,10	1,09	1,08	4,1%	4,2%	4,2%	3,6%	3,6%	3,6%
Swiss Prime Site	CH Mixed	90,10	+5,3%	5 495	74%	20,4	22,5	21,9	1,24	1,31	1,30	4,7%	4,6%	4,9%	4,1%	4,1%	4,1%
Fonciere Des Regions	FR Office	89,00	+0,1%	6 660	89%	7,7	17,0	16,1	1,15	1,04	0,99	5,8%	5,6%	6,0%	4,9%	5,0%	5,2%
Gecina	FR Office	158,80	+15,2%	11 968	78%	12,6	30,8	27,5	1,24	1,06	1,00	3,4%	3,2%	3,7%	3,2%	3,3%	3,4%
Icade	FR Office	86,70	+12,0%	6 425	158%	-	18,3	16,7	1,87	1,97	2,10	5,0%	5,6%	6,0%	4,6%	4,9%	5,3%
Klepierre	FR Retail	36,07	+4,1%	11 339	80%	9,5	14,8	14,0	1,11	0,99	0,96	6,2%	6,9%	7,3%	5,0%	5,4%	5,7%
EuroCommercial	NL Retail	37,48	+7,3%	1 858	68%	8,6	16,7	15,6	1,00	0,92	0,86	5,9%	6,1%	6,5%	5,5%	5,6%	5,8%
Unibail - Rodamco	NL Retail	206,80	-5,3%	20 650	79%	8,5	17,2	16,2	1,18	1,09	1,03	5,5%	5,9%	6,3%	4,9%	5,2%	5,5%
Wereldhave	NL Retail	40,86	+6,4%	1 645	74%	16,3	11,9	11,7	0,83	0,82	0,81	9,2%	8,8%	8,9%	7,5%	7,6%	7,7%
Castellum	SE Mixed	135,85	-0,3%	3 779	116%	6,4	16,5	14,3	1,23	1,17	1,13	5,1%	6,4%	7,2%	3,7%	3,9%	4,2%
British Land Co	UK Mixed	6,79	+11,1%	7 761	52%	5,2	18,5	18,4	0,75	0,78	0,74	5,0%	5,1%	5,5%	4,2%	4,3%	4,4%
Capital & Counties	UK Retail	3,05	+18,5%	2 973	24%	-	-	-	0,92	0,91	0,88	0,8%	0,5%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%
Derwent London	UK Office	29,36	+8,7%	3 763	18%	55,7	32,8	28,9	0,83	0,80	0,82	2,8%	3,0%	3,2%	1,8%	2,0%	2,2%
Great Portland Estates	UK Office	6,48	+5,7%	2 434	22%	4,0	45,0	36,2	0,76	0,93	0,81	2,1%	0,2%	2,5%	1,4%	2,1%	2,0%
Hammerson	UK Retail	4,98	-3,2%	4 549	60%	12,4	16,1	15,3	0,68	0,65	0,64	6,1%	6,3%	6,5%	4,8%	5,1%	5,4%
Intu Properties	UK Retail	2,30	+16,4%	3 579	92%	16,8	15,6	15,5	0,63	0,61	0,91	6,2%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,2%
Land Securities Group	UK Mixed	10,03	+10,6%	8 550	28%	5,9	21,3	19,1	0,68	0,70	0,69	4,3%	4,6%	5,2%	3,5%	3,6%	4,1%
Segro	UK Industr	5,71	+2,4%	6 587	44%	11,1	29,1	26,3	1,18	1,10	1,01	3,1%	3,5%	3,7%	2,7%	2,9%	3,1%
Shaftesbury	UK Mixed	10,07	+2,5%	3 558	32%	28,3	61,8	55,6	1,18	1,12	1,05	1,4%	1,6%	1,9%	1,5%	1,6%	1,7%
Mediana			+6,0%		71%	11,7	18,3	16,7	1,11	1,02	0,98	5,0%	5,4%	5,8%	4,1%	4,2%	4,3%

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

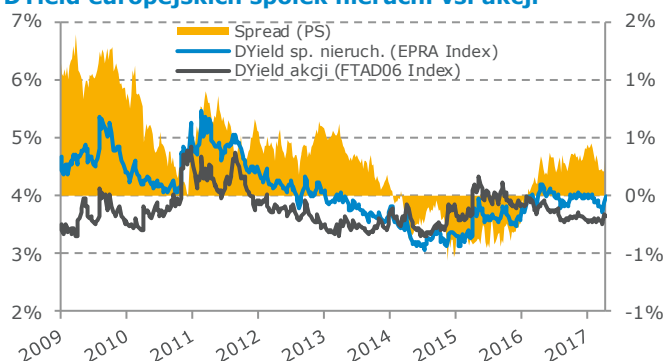
## Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



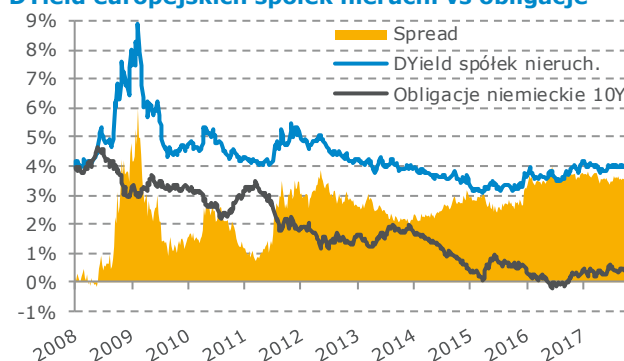
## P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



## DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



## DYield europejskich spółek nieruch. vs. obligacje



## Miesięczny performance europejskich spółek nieruchomościowych



Źródło: Bloomberg



## Wycena europejskich spółek budowlanych

Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2017	2016	P/E 2017	2018	EV/EBITDA 2016	2017	2018	DYield 2016	2017	2018
Strabag	AT	15%	100%	35,35	+2,5%	3 889	-16%	1,09	13,0	14,2	12,7	5,6	4,6	4,4	2,7%	2,9%	3,1%
Porr	AT	60%	100%	29,30	+15,4%	852	51%	2,06	13,1	14,4	12,1	8,6	6,3	5,7	3,8%	3,8%	4,0%
Hochtief	DE	5%	100%	148,90	+1,1%	9 574	-43%	4,58	29,9	22,0	20,1	10,9	8,1	7,5	1,7%	2,0%	2,3%
Bouygues	FR	65%	75%	45,46	+5,4%	16 644	26%	1,85	21,5	18,9	17,5	8,0	7,2	6,8	3,5%	3,5%	3,6%
Salini	IT	15%	100%	3,20	+4,3%	1 575	24%	1,20	26,7	15,2	10,0	5,0	4,3	3,9	1,7%	1,9%	3,1%
Astaldi	IT	25%	80%	2,84	+19,3%	279	195%	0,47	3,8	23,1	3,1	7,0	5,6	5,7	7,1%	4,2%	2,5%
Mota Engil	PT	30%	80%	4,00	+18,0%	949	255%	2,31	19,0	28,5	12,5	8,8	6,3	5,7	6,8%	2,6%	2,0%
Skanska	SE	25%	60%	161,05	-10,5%	6 561	-2%	2,37	11,5	13,6	15,5	10,5	10,1	9,7	5,1%	5,1%	5,2%
PEAB	SE	80%	80%	72,10	-6,1%	1 921	18%	2,06	12,3	11,0	11,9	8,9	8,1	8,0	5,0%	5,3%	5,5%
NCC	SE	50%	100%	157,90	-8,0%	1 510	-2%	3,08	2,1	12,7	12,2	7,9	8,1	6,5	5,1%	5,4%	6,2%
Mediana					+3,4%			2,06	13,1	14,8	12,3	8,3	6,8	6,1	4,4%	3,7%	3,4%

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

## Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2017	2016	P/E 2017	2018	EV/EBITDA 2016	2017	2018	DYield 2016	2017	2018
OHL	ES	20%	20%	5,19	+4,7%	1 549	103%	0,61	-	21,7	14,3	38,6	6,7	8,8	0,9%	0,6%	1,3%
Ferrovial	ES	20%	35%	18,74	+2,7%	13 719	80%	2,51	36,4	34,1	37,1	15,2	21,0	21,8	3,9%	4,0%	4,1%
Acciona	ES	55%	10%	75,60	+11,4%	4 329	140%	1,10	12,2	16,8	16,9	5,4	8,2	8,0	3,3%	3,8%	4,0%
FCC	ES	55%	25%	9,65	+5,0%	3 656	369%	3,75	-	18,4	15,3	15,4	9,4	9,1	-	-	0,1%
ACS	ES	15%	50%	33,05	+1,1%	10 400	15%	2,63	13,8	13,5	12,5	7,6	5,9	5,6	3,6%	3,7%	3,8%
Eiffage	FR	80%	30%	96,50	+4,7%	9 457	264%	2,26	18,8	19,1	16,2	9,9	8,7	8,3	1,6%	1,9%	2,2%
Vinci	FR	60%	30%	86,96	+0,4%	51 412	72%	2,79	19,2	18,3	16,7	11,2	10,4	9,9	2,4%	2,7%	2,9%
Mediana					+4,7%			2,51	18,8	18,4	16,2	11,2	8,7	8,8	2,9%	3,2%	2,9%

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

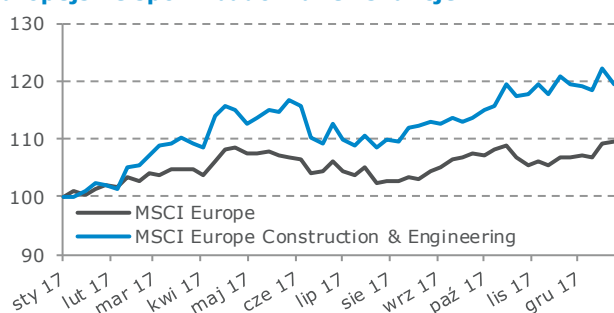
## Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



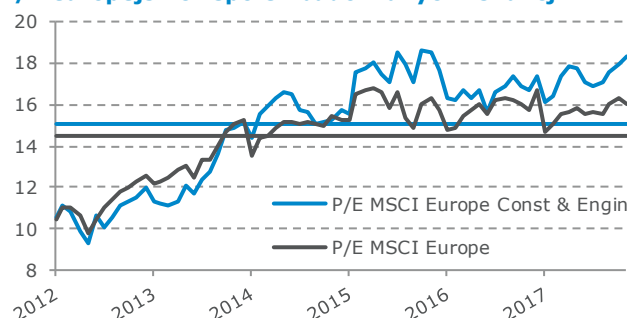
## Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



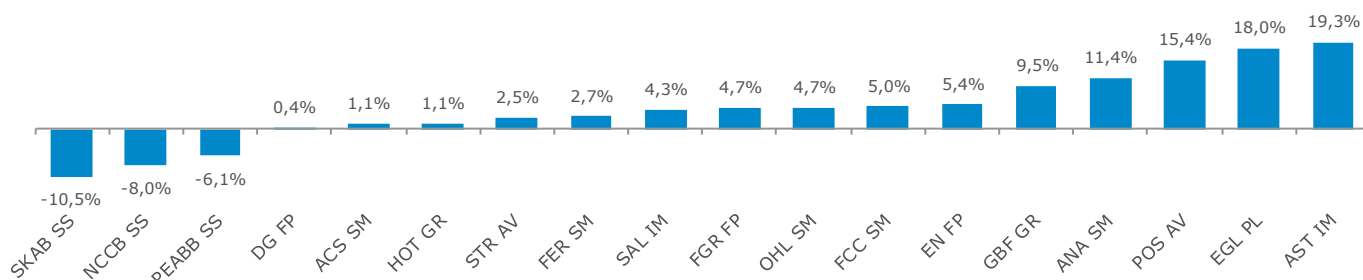
## Europejskie spółki budowlane vs. akcje



## P/E europejskich spółek budowlanych vs. akcji



## Miesięczny performance europejskich spółek budowlanych



Źródło: Bloomberg, Eurostat, Komisja Europejska

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:****EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**EBIT/ EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**EBITDA/ EV** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją do wartości ekonomicznej**P/ E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/ BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**MCap** – bieżąca kapitalizacja rynkowa**Miesięczna zmiana kursu (zmiana m/m)** – zmiana kursu akcji spółki od dnia publikacji poprzedniego opracowania lub w przeciągu ostatniego miesiąca**ATX** – Austrian Traded Index of all companies listed in Austria**DAX** – German Stock Index of 30 selected blue chip stocks traded on the Frankfurt Stock Exchange**EPRA Index** – FTSE EPRA Global Real Estate Index**FDA06 Index** – FTSE Developed Europe Index**GDBR10 Index** – German Generic Government Bonds 10 Year Yield**PRZEWAGAŻENIE (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 25 stycznia 2018 o godzinie 8:45.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 stycznia 2018 o godzinie 8:45.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, BOŚ, 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, Energa, Ergis, ES-System, Eurocash, IMS, JSW, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, MLP Group, Neuca, Orange Polska, PGNiG, PKN Orlen, Polimex-Mostostal, PBKM, PZU, Solar Company, Tarczyński, Tauron, TXM, Vistal Gdynia, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Business Solutions (spółka z grupy Asseco Poland), Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, CCC, CD Projekt, Cyfrowy Polsat, Echo Investment, Elemental Holding, Enea, Energa, Ergis, Erste Bank, Eurocash, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Lotos, Mennic Polska, Netia, Orange Polska, OTP Bank, PGNiG, PKN Orlen, PKO BP, Polnord, Raiffeisen Bank International, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygity, Tauron, TXM, ZUE.

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

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pełnił rolę współprowadzącego Księgę Popytu na rzecz: Cognor Holding, Famur, GetBack, Grupa Azoty, LC Corp, Polski Bank Komórek Macierzystych, Robyg, 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)** – 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	2018-01-25	2017-01-10
kurs z dnia rekomendacji	15,75	15,24
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21	53 006,63

**Atal**

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

**BBI Development**

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2017-06-02	2017-01-10
kurs z dnia rekomendacji	0,73	0,87
WIG w dniu rekomendacji	60 181,96	53 006,63

**Budimex**

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

**Capital Park**

rekomendacja	kupuj
data wydania	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	6,30
WIG w dniu rekomendacji	53 988,51

**Dom Development**

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

**Echo**

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

**Elektrobudowa**

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

**Elektrotim**

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

**Erbud**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	akumuluj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2017-12-15	2017-11-03	2017-09-01	2017-06-02	2017-04-05	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	20,60	24,70	26,00	31,50	32,98	29,50
WIG w dniu rekomendacji	62 916,39	64 375,83	64 973,76	60 181,96	59 015,12	55 560,23

**GTC**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2018-01-05	2017-08-02	2017-01-25
kurs z dnia rekomendacji	9,90	9,62	8,65
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	62 800,96	53 988,51

**Herkules**

rekomendacja	równoważ	równoważ	przeważaj
data wydania	2018-01-25	2017-10-24	2017-06-02
kurs z dnia rekomendacji	3,67	3,60	4,17
WIG w dniu rekomendacji	65 379,88	63 714,74	60 181,96

**i2 Development**

rekomendacja	przeważaj
data wydania	2018-01-12
kurs z dnia rekomendacji	14,90
WIG w dniu rekomendacji	65 379,88



## Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

**JWC**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2018-01-25
kurs z dnia rekomendacji	4,41
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21

**LC Corp**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-26
kurs z dnia rekomendacji	2,69
WIG w dniu rekomendacji	63 895,84

**Lokum Deweloper**

<b>rekomendacja</b>	<b>przeważaj</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2018-01-25	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	18,00	16,30
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21	64 719,80

**PA Nova**

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

**Polnord**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>niedoważaj</b>
data wydania	2017-12-27	2017-05-16
kurs z dnia rekomendacji	8,70	10,00
WIG w dniu rekomendacji	63 237,38	61 795,32

**Robyg**

<b>rekomendacja</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2017-09-01	2017-05-12	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	3,40	3,21	3,00
WIG w dniu rekomendacji	64 973,76	61 598,78	55 560,23

**Ronson**

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

**Torpol**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>równoważ</b>	<b>równoważ</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	8,16	8,55	10,93	12,05
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21	63 857,97	63 714,74	64 719,80

**Trakcja**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2018-01-25	2017-11-27	2017-10-24	2017-09-14
kurs z dnia rekomendacji	7,56	7,69	10,30	12,80
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21	63 857,97	63 714,74	64 719,80

**Ulma**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>
data wydania	2017-11-27
kurs z dnia rekomendacji	73,90
WIG w dniu rekomendacji	63 857,97

**Unibep**

<b>rekomendacja</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>	<b>kupuj</b>	<b>akumuluj</b>	<b>kupuj</b>
data wydania	2018-01-05	2017-11-03	2017-09-01	2017-03-01	2017-01-27
kurs z dnia rekomendacji	9,76	9,90	12,20	12,59	10,79
WIG w dniu rekomendacji	65 297,96	64 375,83	64 973,76	58 300,37	55 560,23

**ZUE**

<b>rekomendacja</b>	<b>równoważ</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>niedoważaj</b>	<b>przeważaj</b>
data wydania	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
kurs z dnia rekomendacji	6,44	6,89	9,20	12,35
WIG w dniu rekomendacji	67 339,21	63 857,97	64 719,80	58 510,03

## 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)