

czwartek, 29 marca 2018 | opracowanie cykliczne

Budownictwo & Deweloperzy: marzec 2018

Spółki budowlane i deweloperskie, Polska

Opracowanie: Piotr Zybala +48 22 438 24 04

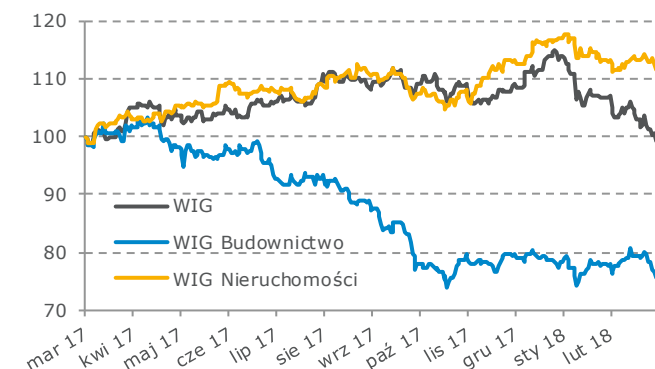
Budownictwo

- Relatywnie dobre zachowanie **WIG-Budownictwo** w II-III'18 ma swoje uzasadnienie w fundamentach: (1) wyniki wielu spółek okazały się lepsze od oczekiwań, (2) osłabły obawy o wojnę cenową i presję kosztową, (3) sytuacja płynnościowa sektora pozostaje dobra, choć widać oznaki pogorszenia struktury bilansów, (4) kursy akcji są bliskie minimów.
- Wyniki 4Q'17:** Większość monitorowanych przez nas spółek pozytywnie zaskoczyła wynikami (wyjątkami są Torpol i Trakcja). Na szczególne wyróżnienie zasługuje **Elbudowa**, która nie tylko wypracowała najwyższy kwartalny ZN w historii (28 mln PLN), lecz również utrzymała bardzo silną pozycję gotówkową netto (115 mln PLN) oraz zaproponowała najwyższą dywidendę w sektorze (8 PLN, DYield=8,9%). Pozytywnie zaskoczyła również **Ulma**, dla której podnosimy prognozy na '18-20, podtrzymując „N”.
- Budownictwo kolejowe:** Obniżamy prognozy ZN'18-20 Trakcji i Torpolu o średnio 15% i jednocześnie w podobnym zakresie podnosimy prognozy dla spółki ZUE. Pozostawiamy neutralne rekomendacje dla tej grupy spółek, preferując podmioty (1) mniej uzależnione od jednego zamawiającego, (2) posiadające wyższą zdolność dywidendową.
- W parze **Erbud - Unibep** preferowaną spółką pozostaje ta pierwsza.
- NAJCIKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: ELEKTROBUDOWA, ERBUD, BUDIMEX

Deweloperzy

- Indeks **WIG-Nieruchomości** kolejny miesiąc zachowywał się lepiej niż rynek. Wyceny w sektorze pozostają atrakcyjne. Podtrzymujemy przewagę deweloperów, w szczególności preferując spółki dywidendowe.
- Sprzedaż 1Q'18:** w pierwszym tygodniu kwietnia deweloperzy opublikują wolumeny sprzedaży mieszkań za 1Q. Oczekujemy, że dane będą lepsze r/r, potwierdzą bardzo dobrą koniunkturę oraz będą argumentem do kupna spółek z sektora.
- Wyniki 4Q'17:** Oczyszczony ZN deweloperów wzrósł w 4Q o 55% r/r, a w całym '17 o 10% r/r. Marża deweloperska na działalności mieszkaniowej wzrosła w 4Q o 3 p.p. r/r do 28%. Podobnej skali poprawa miała miejsce w całym '17. **Lokum** okazał się rewelacją minionego roku (i samego 4Q), osiągając I marżę równą 40% i bijąc nasze prognozy ZN'17 o 67%. W pozostałych spółkach odchylenia od prognoz nie były znaczące.
- Dywidenda w '18:** Jak dotąd zarządy sześciu spółek z sektora zarekomendowały dywidendę (średnio DYield=7,4%). Najwyższa stopa dywidendy występuje w ECH (9,8%), DOM (9,0%) i LCC (8,7%). Jeszcze wyższej stopy dyw. oczekujemy w I2D (11,8%). LKD aktualizował politykę podnosząc payout do 50% od przyszłego roku (DYield'19=8,4%).
- Lokum:** Obniżamy prognozę ZN '19 o 25% (opóźnienia w pozyskiwaniu PnB), lekko podnosząc prognozę na '18 i '20 oraz istotnie podnosząc DPS na '19+ (nowa polityka). Notowana na P/E'18-20=5,7x oraz DYield'18-20=6,9% pozostaje jednym z faworytów.
- PA Nova:** Obniżamy prognozy ZN'18-20 o średnio 9%. Fundamentalnie tania, lecz ogłoszona roczna przerwa w dywidendzie osłabia sentyment. Podtrzymujemy „N”.
- W **Ronsonie** obniżamy prognozy na '18-19 w związku z opóźnieniami na projektach i podtrzymujemy „UW”. Obniżamy **JWC** do „UW”, widząc ryzyko opóźnień inwestycji oraz względnie większą atrakcyjność spółek dywidendowych.
- NAJCIKAWSZE PROPOZYCJE PORTFELOWE**
PRZEWAGA: LOKUM, LC CORP, I2D, ECHO, DOM, ARCHICOM, ATAL

WIG Budownictwo oraz WIG Nieruchomości na tle WIG



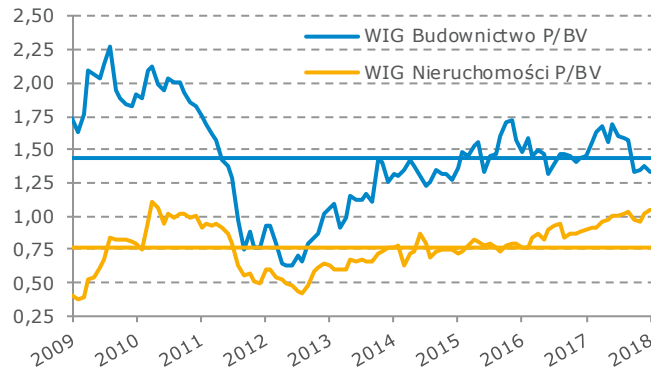
Źródło: Bloomberg

Zmiana kursu M/M* i YTD

Budownictwo	M/M	YTD
Ulma	+9,9%	-5%
Erbud	+5,4%	+6%
Elbudowa	+3,9%	+16%
Budimex	+1,0%	-5%
ZUE	-3,2%	+0%
Elektrotim	-5,8%	+1%
Torpol	-6,3%	-5%
Herkules	-7,0%	+4%
Trakcja	-7,0%	-7%
Unibep	-8,7%	-22%
WIG Bud.	-3,1%	-4%
WIG	-7,6%	-9%
Deweloperzy	M/M	YTD
Capital Park	+13,5%	+9%
i2 Dev.	+11,3%	+48%
Echo Inv.	+0,8%	+12%
LC Corp	+0,0%	+0%
Lokum Dew.	+0,0%	+1%
Dom Dev.	-0,5%	-2%
Atal	-1,2%	-0%
Archicom	-1,2%	-3%
GTC	-2,9%	-8%
JWC	-3,3%	-1%
P.A. Nova	-4,3%	-3%
BBi Dev.	-6,8%	+8%
Ronson	-7,7%	-7%
Polnord	-15,4%	-14%
WIG Nieruch.	-1,4%	-1%
WIG	-7,6%	-9%
Zagranica	M/M	YTD
DE Dewel.	+3,0%	-1%
DAX	-4,4%	-8%
AT Dewel.	+4,8%	+0%
ATX	+0,2%	+0%
EU Dewel.	+1,7%	-4%
EU Bud.	-2,3%	-6%
EU Akcje	-2,5%	-3%

*zmiana w okresie 27.02-28.03

P/BV dla WIG Budownictwo



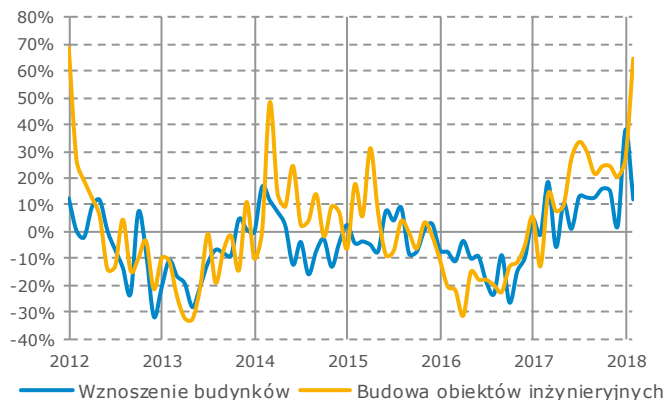
Prognozy i pozycjonowanie spółek budowlanych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBITDA			EBIT			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	5 144	2 853	-2 291	881	-260%	6 369	7 045	7 030	626	529	499	588	493	464	464	397	373
Elektrobudowa	428	313	-115	431	-27%	903	855	828	84	63	55	70	48	40	59	41	35
Elektrotim	88	82	-7	77	-9%	286	300	285	10	16	14	7	13	11	4	9	7
Erbud	275	203	-73	276	-26%	1 805	1 954	2 000	49	59	60	38	47	48	23	31	31
Herkules	144	231	87	222	39%	132	162	209	28	41	48	8	21	27	3	13	19
Torpol	172	68	-105	182	-57%	752	1 212	1 403	2	35	44	-13	20	28	-27	14	20
Trakcja	347	351	4	757	1%	1 374	1 393	1 662	67	52	74	38	22	43	31	15	31
Ulma	349	292	-57	296	-19%	201	218	234	75	86	97	31	37	45	24	29	35
Unibep	271	282	11	246	4%	1 637	1 607	1 621	33	47	58	24	38	49	25	31	37
ZUE	141	49	-92	210	-44%	465	741	959	11	23	32	2	13	22	0	11	17
Suma	7 361	4 725	-2 637	3 579	-74%	13 925	15 488	16 231	986	952	981	792	753	777	607	590	605
Dynamika r/r						10%	11%	5%	4%	-3%	3%	3%	-5%	3%	3%	-3%	2%
Dynamika r/r bez BDX						7%	12%	9%	-14%	17%	14%	-23%	28%	20%	-19%	36%	20%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			EV/EBITDA			P/BV			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Budimex	OW	-	246,00	201,50	+1,0%	11,1	13,0	13,8	4,6	6,9	7,7	5,8	6,2	6,4	7,4%	8,6%	7,7%
Elektrobudowa	OW	-	113,00	90,20	+3,9%	7,3	10,5	12,4	3,7	5,3	5,9	1,0	1,1	1,1	11,1%	8,9%	7,8%
Elektrotim	OW	-	-	8,84	-5,8%	22,3	10,1	12,1	7,9	5,0	5,5	1,1	1,0	1,0	4,0%	5,7%	6,2%
Erbud	OW	-	29,40	21,50	+5,4%	12,2	9,0	8,9	4,3	4,8	4,5	1,0	0,9	0,9	5,4%	5,1%	5,6%
Herkules	N	-	-	3,32	-7,0%	49,5	11,1	7,8	8,5	5,6	4,6	0,7	0,7	0,6	4,8%	4,8%	5,4%
Torpol	N	►	-	7,50	-6,3%	-	12,1	8,6	41,3	4,8	4,3	0,9	0,9	0,8	5,9%	-	2,5%
Trakcja	N	►	-	6,75	-7,0%	11,0	23,2	11,2	5,3	7,3	5,5	0,5	0,5	0,4	7,4%	3,0%	3,0%
Ulma	N	►	-	66,50	+9,9%	14,4	11,9	9,9	3,9	3,4	3,1	1,2	1,1	1,1	8,1%	5,7%	6,0%
Unibep	OW	-	10,80	7,74	-8,7%	10,7	8,8	7,4	8,5	6,2	4,9	1,1	1,0	0,9	2,5%	3,2%	4,0%
ZUE	N	►	-	6,12	-3,2%	-	13,0	8,2	4,3	5,8	5,0	0,7	0,6	0,6	-	-	2,3%
Mediana					-4,5%	11,6	11,5	9,4	4,9	5,4	4,9	1,0	1,0	0,9	5,9%	5,4%	5,5%

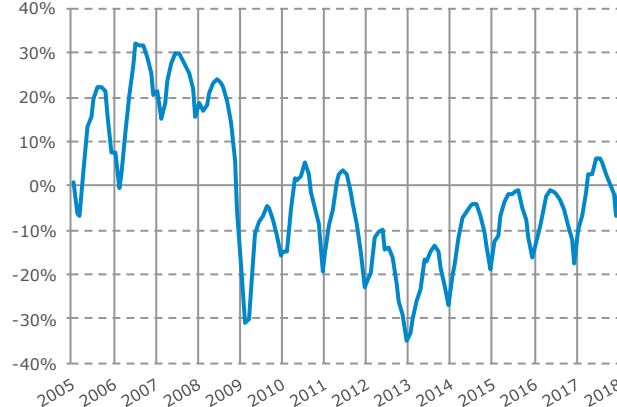
Źródło: Dom Maklerski mBanku; OW (overweight) – przeważenie, N (neutral) – równoważenie, UW (underweight) – niedoważenie; *Dług netto/kapitał własny

Dynamika prod. budowlanej w segmentach (r/r)



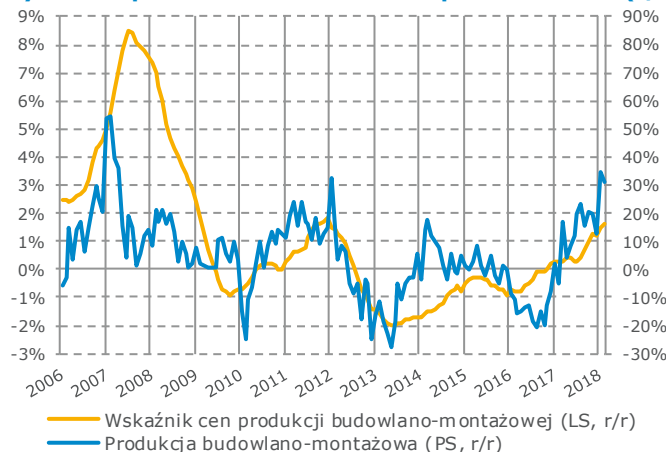
Źródło: GUS

Wskaźnik ogólnego klimatu w budownictwie



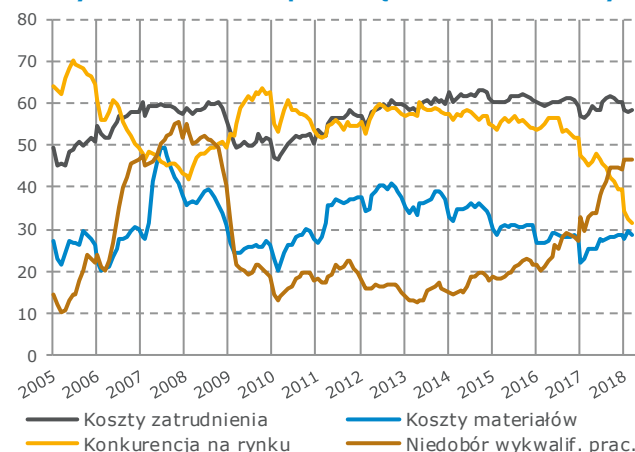
Źródło: GUS

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



Źródło: GUS

Barierzy działalności dla przedsiębiorstw budowlanych



Źródło: GUS

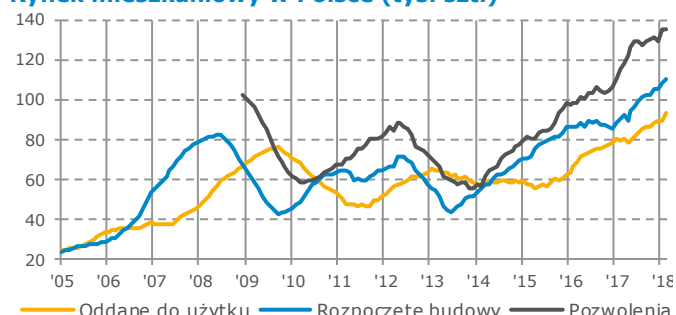
Prognozy i pozycjonowanie deweloperów mieszkaniowych oraz komercyjnych (mln PLN)

Spółka	MCap	EV	Dług netto	BV	D/E*	Przychody			EBIT bez rewaluacji			Rewaluacja			Zysk netto		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	406	470	64	405	16%	333	439	540	53	63	88	11	10	10	56	55	74
Atal	1 645	1 859	214	795	27%	866	953	925	222	246	237	-	-	-	171	192	185
BBI Dev.	72	195	123	212	58%	30	74	30	-1	1	-5	1	10	20	-6	4	9
Capital Park	685	1 800	1 115	984	113%	126	151	157	80	101	107	-85	9	25	-2	55	66
Dom Dev.	2 094	2 158	64	1 002	6%	1 405	1 737	1 692	235	296	289	-	-	-	191	238	233
Echo Inv.	2 105	2 984	879	1 588	55%	622	524	738	41	4	52	233	398	337	312	303	330
GTC	4 223	7 769	3 546	3 886	91%	538	630	690	307	388	440	621	169	190	653	380	439
i2 Dev.	177	310	134	231	58%	78	243	286	11	47	44	0	0	0	11	36	34
JWC	370	650	280	678	41%	404	491	637	50	74	94	-2	0	0	26	49	68
LC Corp	1 231	1 968	737	1 448	51%	706	838	899	209	243	276	-119	6	15	80	183	213
Lokum Dew.	320	360	40	299	13%	221	306	298	69	79	70	0	0	0	71	54	48
P.A. Nova	223	586	363	346	105%	255	220	223	42	50	44	0	0	0	25	31	27
Polnord	272	603	331	704	47%	286	309	331	20	20	28	0	0	0	8	20	24
Ronson	216	363	146	338	43%	232	236	241	21	27	34	0	0	0	9	16	23
Suma	14 039	22 076	8 037	12 916	62%	6 103	7 151	7 687	1 360	1 640	1 798	660	602	597	1 605	1 617	1 773
Dynamika r/r						16%	17%	8%	24%	21%	10%				-	1%	10%

Spółka	Pozycjonowanie		Cena docelowa	Cena bieżąca	Zmiana m/m	P/E			P/BV			EV/EBIT bez rew.			DYield		
	aktualne	zmiana				2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Archicom	OW	-	-	15,85	-1,2%	7,3	7,4	5,5	0,91	0,86	0,78	8,5	8,4	6,4	6,4%	6,8%	6,8%
Atal	OW	-	49,20	42,50	-1,2%	9,6	8,6	8,9	2,07	1,99	1,96	8,3	7,7	8,2	4,0%	8,3%	10,6%
BBI Dev.	N	-	-	0,69	-6,8%	-	16,4	7,6	0,35	0,34	0,33	-	144,6	-	-	-	-
Capital Park	OW	-	8,42	6,30	+13,5%	-	12,4	10,3	0,68	0,66	0,63	24,0	20,1	21,6	-	-	2,4%
Dom Dev.	OW	-	103,10	84,20	-0,5%	11,0	8,8	9,0	2,09	1,99	2,00	9,2	7,3	7,6	6,0%	9,0%	11,3%
Echo Inv.	OW	-	6,31	5,10	+0,8%	6,7	6,9	6,4	1,33	1,20	1,12	72,3	927,8	63,6	13%	9,8%	10,1%
GTC	N	-	9,70	8,98	-2,9%	6,5	11,1	9,6	1,09	1,03	0,97	25,3	21,6	20,2	3,0%	3,6%	3,9%
i2 Dev.	OW	-	-	18,20	+11,3%	16,3	5,0	5,2	0,77	0,73	0,69	27,3	5,8	6,3	10,4%	11,8%	10,1%
JWC	UW	▼	-	4,16	-3,3%	14,3	7,5	5,5	0,55	0,51	0,46	12,9	7,9	5,7	-	-	-
LC Corp	OW	-	3,74	2,75	+0,0%	15,3	6,7	5,8	0,85	0,80	0,76	9,4	8,8	8,0	2,5%	8,7%	10,8%
Lokum Dew.	OW	►	-	17,80	+0,0%	4,5	5,9	6,7	1,07	0,95	0,89	5,2	4,5	5,2	4,4%	4,7%	8,4%
P.A. Nova	N	►	-	22,30	-4,3%	8,9	7,3	8,4	0,64	0,59	0,56	14,1	11,1	12,5	3,4%	-	3,4%
Polnord	N	-	-	8,32	-15,4%	35,9	13,7	11,1	0,38	0,37	0,36	34,0	33,7	23,2	-	-	-
Ronson	UW	►	-	1,32	-7,7%	22,9	13,1	9,4	0,64	0,63	0,61	17,7	13,9	10,8	14,4%	4,5%	6,1%
Mediana					-1,2%	10,3	8,0	8,0	0,81	0,77	0,72	14,1	10,0	8,2	5,2%	8,3%	8,4%

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

Rynek mieszkaniowy w Polsce (tys. szt.)*



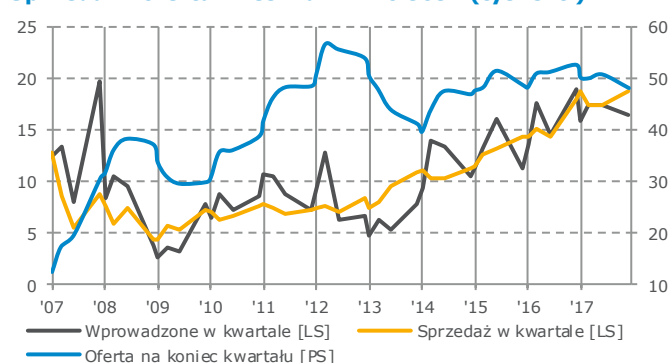
Źródło: GUS; *dane dotyczą tylko deweloperów, dane roczne

Indeks Cen Transakcyjnych Mieszkań



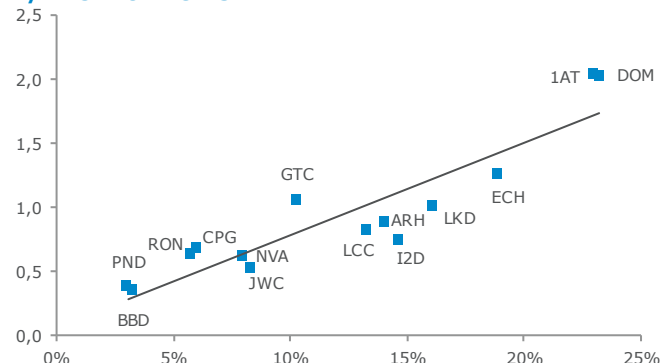
Źródło: Home Broker i Open Finance

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



Źródło: REAS; *w 6 największych miastach

P/B vs. ROE'18-19



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Wycena niemieckich spółek nieruchomościowych

Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Adler Real Estate	Resi	13,48	+2,4%	776	201%	9,7	11,3	11,5	0,84	0,77	0,72	4,7%	5,8%	6,2%	-	0,2%	-
ADO Properties	Resi	44,66	+3,7%	1 970	74%	5,5	31,1	28,0	1,35	0,91	0,82	2,8%	3,3%	3,7%	1,4%	1,7%	1,9%
Alstria Office	Office	12,48	+4,0%	2 119	56%	6,4	17,6	16,6	0,98	0,95	0,92	5,9%	5,4%	5,7%	4,2%	4,3%	4,5%
Deutsche Wohnen	Resi	37,35	+9,4%	13 247	63%	7,7	24,3	22,5	1,34	1,18	1,08	3,3%	3,5%	3,7%	2,1%	2,3%	2,5%
DIC Asset	Office	10,28	-2,5%	705	154%	11,1	14,6	14,1	0,85	0,90	0,88	8,6%	8,9%	9,5%	6,2%	4,6%	4,8%
Duutsche EuroShop	Retail	29,40	-2,1%	1 816	65%	13,3	12,7	12,7	0,83	0,79	0,78	8,3%	8,1%	8,2%	4,8%	5,1%	5,2%
Grand City Properties	Resi	19,29	+4,4%	3 179	73%	5,8	16,1	15,2	1,13	0,93	0,86	5,1%	5,7%	6,1%	3,8%	4,0%	4,4%
Hamborner REIT	Mixed	9,34	+0,3%	745	117%	42,1	15,2	14,3	1,33	1,35	1,36	6,0%	6,8%	7,2%	4,6%	4,9%	5,1%
LEG Immobilien	Resi	89,96	+5,3%	5 684	91%	6,8	19,0	17,7	1,39	1,21	1,10	5,2%	5,7%	6,0%	3,4%	3,8%	4,0%
TAG Immobilien	Resi	16,71	+6,3%	2 448	129%	7,8	17,4	15,1	1,80	1,39	1,27	5,0%	5,7%	6,1%	3,4%	4,2%	4,5%
TLG Immobilien	Mixed	22,38	-0,5%	2 288	78%	6,3	15,2	15,7	1,49	1,20	1,14	5,2%	5,5%	5,9%	3,6%	4,0%	4,4%
Vonovia	Resi	39,58	+5,5%	19 200	83%	8,1	19,0	18,6	1,27	1,12	1,05	4,7%	4,9%	5,3%	3,3%	3,6%	3,8%
Mediana			+3,9%		80%	7,7	16,8	15,4	1,30	1,03	0,99	5,2%	5,7%	6,1%	3,6%	4,0%	4,4%

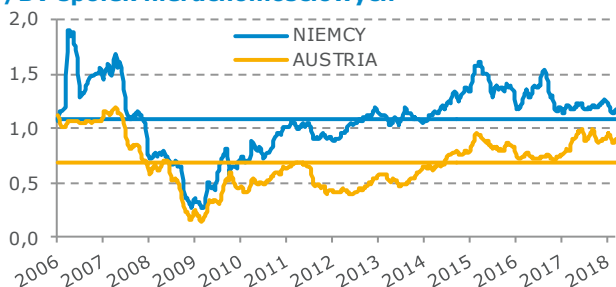
Źródło: Bloomberg; *kapitalizacja w mln EUR; **dług netto/kapitał własny

Wycena austriackich spółek nieruchomościowych

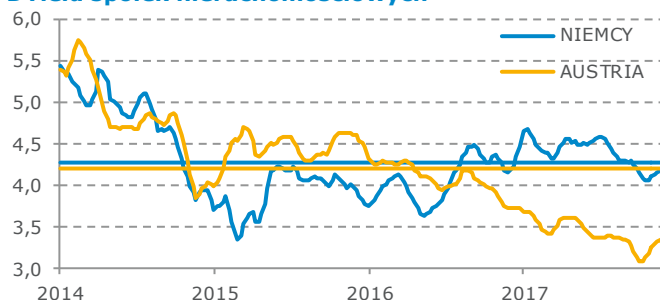
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Atrium European RE	Retail	3,99	-4,1%	1 506	49%	16,9	12,9	12,4	0,77	0,79	0,77	7,8%	7,9%	8,1%	10,3%	9,8%	7,4%
BUWOG	Resi	29,06	+0,6%	3 262	72%	8,1	22,7	20,7	1,47	1,23	1,14	3,3%	3,5%	4,3%	2,4%	2,7%	3,1%
CA Immobilien	Office	27,00	+13,0%	2 668	53%	10,7	21,7	21,0	1,14	1,03	1,00	4,3%	4,5%	4,9%	2,4%	3,2%	3,5%
Immofinanz	Mixed	2,10	+6,1%	2 356	100%	43,8	32,3	27,3	0,82	0,80	0,79	1,2%	3,7%	4,5%	2,9%	2,9%	3,3%
S Immo	Mixed	16,16	+7,3%	1 081	108%	12,3	15,8	14,7	1,20	1,13	1,04	4,3%	4,9%	5,4%	2,7%	3,0%	3,5%
UBS Development	Mixed	41,00	+5,9%	306	115%	9,3	8,6	8,4	0,87	0,75	0,71	4,8%	9,5%	10,7%	4,6%	5,0%	5,4%
Mediana			+6,0%		86%	11,5	18,8	17,7	1,01	0,92	0,89	4,3%	4,7%	5,2%	2,8%	3,1%	3,5%

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

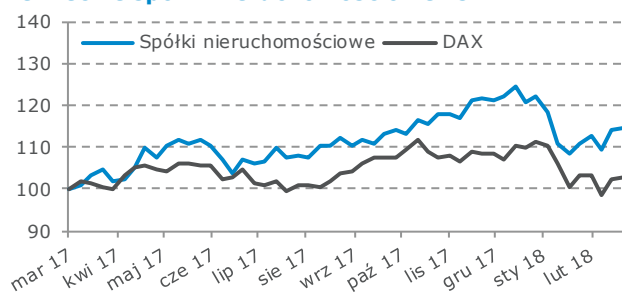
P/BV spółek nieruchomościowych



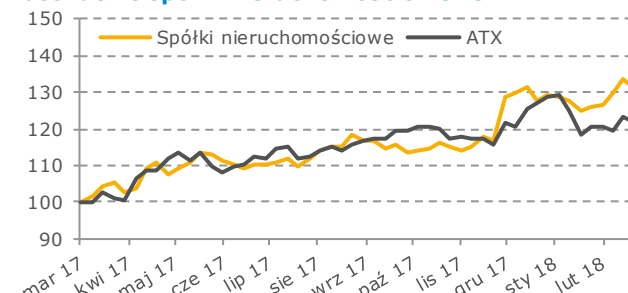
DYield spółek nieruchomościowych



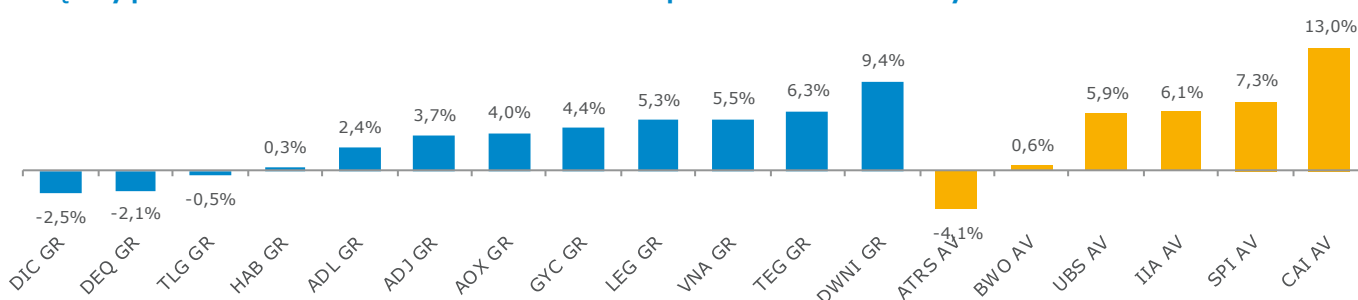
Niemieckie spółki nieruchomościowe vs. DAX



Austriackie spółki nieruchomościowe vs. ATX



Miesięczny performance niemieckich oraz austriackich spółek nieruchomościowych



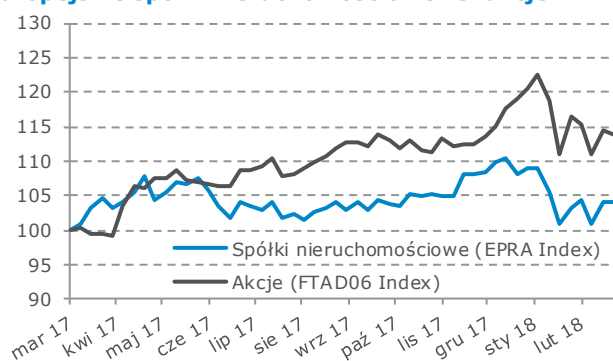
Źródło: Bloomberg

Wycena europejskich spółek nieruchomościowych

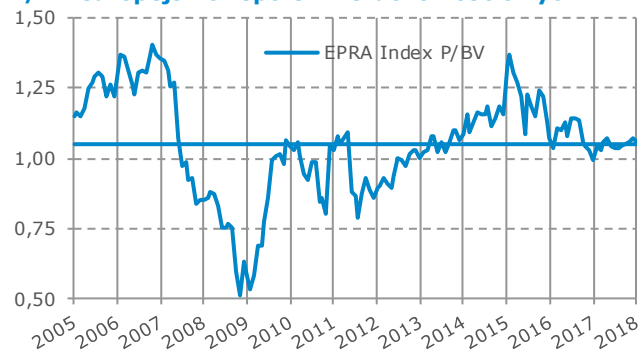
Spółka	Sektor	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/E			P/BV			FFOYield			DYield		
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Cofinimmo	BE Mixed	104,70	+0,6%	2 164	76%	16,2	15,7	15,0	1,17	1,10	1,05	6,2%	6,3%	6,5%	5,3%	5,4%	5,4%
PSP Swiss Property	CH Office	92,65	+2,7%	3 606	62%	16,5	24,4	23,8	1,07	1,06	1,04	4,2%	4,3%	4,4%	3,7%	3,7%	3,8%
Swiss Prime Site	CH Mixed	91,85	+3,6%	5 571	107%	21,5	21,6	21,1	1,37	1,36	1,35	4,4%	4,8%	5,0%	4,0%	4,1%	4,1%
Fonciere Des Regions	FR Office	89,45	+2,9%	6 696	85%	7,2	16,4	15,9	1,05	1,03	0,97	5,7%	5,9%	6,2%	5,0%	5,1%	5,3%
Gecina	FR Office	141,50	-2,3%	10 664	67%	5,0	24,8	22,0	0,94	0,90	0,86	3,7%	4,0%	4,4%	3,7%	3,8%	4,0%
Icade	FR Office	78,30	-3,2%	5 803	179%	34,0	15,1	14,3	1,73	1,87	2,01	6,4%	6,7%	7,0%	5,5%	5,9%	6,2%
Klepierre	FR Retail	32,82	-3,2%	10 317	73%	8,2	12,9	12,3	0,95	0,84	0,83	7,6%	7,9%	8,3%	6,0%	6,4%	6,7%
EuroCommercial	NL Retail	33,58	-0,2%	1 664	76%	6,2	14,2	13,5	0,83	0,80	0,78	6,8%	6,9%	7,4%	6,3%	6,4%	6,6%
Unibail - Rodamco	NL Retail	183,55	-3,5%	18 329	94%	7,5	14,3	13,6	0,97	0,91	0,87	6,6%	7,1%	7,6%	5,9%	6,2%	6,6%
Wereldhave	NL Retail	30,70	+0,8%	1 236	80%	18,3	9,1	9,0	0,64	0,65	0,65	11,8%	11,2%	11,1%	10,0%	8,5%	8,7%
Castellum	SE Mixed	133,85	+2,1%	3 556	113%	6,2	14,3	14,0	1,08	1,06	1,03	6,5%	7,1%	7,5%	4,0%	4,2%	4,4%
British Land Co	UK Mixed	6,45	+2,4%	7 237	43%	34,3	17,5	17,5	0,72	0,70	0,73	5,4%	5,9%	6,0%	4,5%	4,7%	4,8%
Capital & Counties	UK Retail	2,68	-0,1%	2 600	25%	-	-	-	0,81	0,77	0,75	-	-	-	0,6%	0,6%	0,6%
Derwent London	UK Office	30,71	+3,5%	3 911	21%	10,9	30,3	27,3	0,83	0,85	0,84	2,7%	2,9%	2,8%	1,9%	2,1%	2,3%
Great Portland Estates	UK Office	6,65	+5,3%	2 140	11%	-	31,8	28,8	0,72	0,71	0,73	0,3%	2,7%	3,0%	1,8%	2,3%	2,1%
Hammerson	UK Retail	5,39	+22,2%	4 888	57%	11,0	16,5	15,9	0,71	0,68	0,66	5,8%	5,8%	6,0%	4,7%	5,0%	5,2%
Intu Properties	UK Retail	2,07	-1,4%	3 200	117%	12,8	14,0	13,3	0,55	0,66	0,68	7,1%	7,0%	8,6%	6,8%	6,8%	7,0%
Land Securities Group	UK Mixed	9,35	+1,9%	7 921	30%	65,4	17,8	16,9	0,64	0,65	0,67	5,0%	5,3%	5,3%	4,1%	4,3%	4,5%
Segro	UK Industr	5,97	+5,9%	6 841	41%	6,1	27,5	24,7	1,07	0,99	0,95	3,3%	3,6%	4,0%	2,8%	3,0%	3,2%
Shaftesbury	UK Mixed	9,75	+1,0%	3 423	29%	9,0	53,3	47,6	1,03	1,00	0,97	1,6%	1,9%	2,1%	1,6%	1,7%	1,9%
Mediana			+1,4%		70%	10,9	16,5	15,9	0,95	0,88	0,85	5,7%	5,9%	6,0%	4,3%	4,5%	4,7%

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

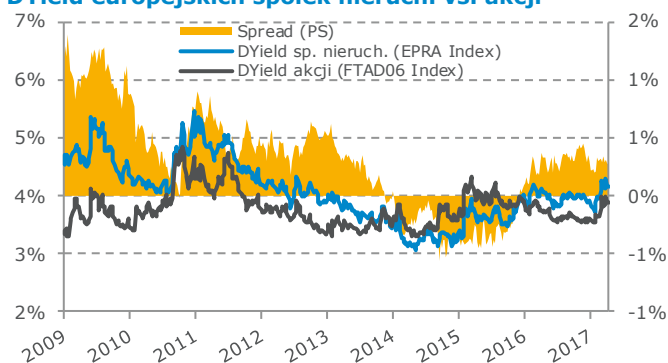
Europejskie spółki nieruchomościowe vs. akcje



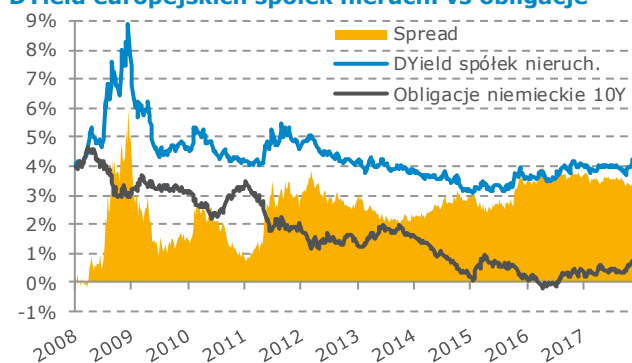
P/BV europejskich spółek nieruchomościowych



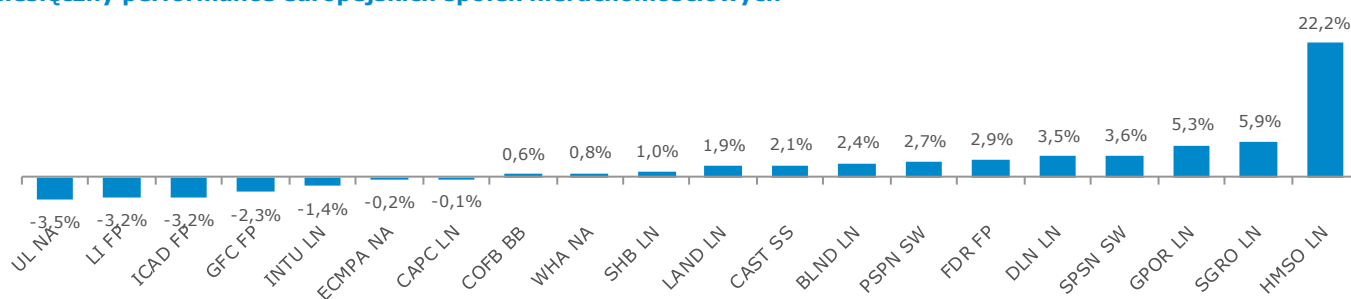
DYield europejskich spółek nieruch. vs. akcji



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	2017	P/E 2018	2019	EV/EBITDA 2017	2018	2019	DYield 2017	2018	2019
Strabag	AT	15%	100%	32,35	-1,4%	3 559	-17%	0,94	12,8	11,8	11,5	4,2	4,1	4,0	3,2%	3,4%	3,8%
Porr	AT	60%	100%	27,95	+0,9%	813	13%	1,79	13,9	11,8	10,2	6,1	5,5	5,1	4,0%	4,3%	4,7%
Hochtief	DE	5%	100%	149,10	+7,4%	9 587	-67%	4,69	22,8	19,1	17,3	8,3	6,8	6,3	1,7%	2,4%	2,8%
Bouygues	FR	65%	75%	40,34	-4,5%	14 723	25%	1,56	13,3	15,4	13,8	5,7	5,6	5,3	4,0%	4,1%	4,2%
Salini	IT	15%	100%	2,41	-4,1%	1 187	51%	1,01	-	8,8	6,9	3,8	3,5	3,2	2,2%	2,5%	3,1%
Astaldi	IT	25%	80%	2,20	-4,8%	217	190%	0,36	-	3,0	2,9	23,8	5,5	5,4	9,1%	2,3%	-
Mota Engil	PT	30%	80%	3,27	-18,8%	777	268%	1,84	65,4	13,1	9,8	5,9	5,1	4,7	2,8%	3,1%	4,1%
Skanska	SE	25%	60%	167,30	+1,1%	6 511	-5%	2,48	16,7	15,1	13,3	16,3	10,7	9,4	4,9%	5,0%	5,2%
PEAB	SE	80%	80%	73,05	-4,9%	1 859	19%	1,95	10,5	11,7	11,6	7,4	7,5	7,3	5,5%	5,5%	5,7%
NCC	SE	50%	100%	157,35	-1,6%	1 455	-17%	2,89	16,9	13,0	10,6	8,4	6,6	5,8	5,1%	6,0%	6,3%
Mediana					-2,8%			1,82	15,3	12,4	11,0	6,7	5,6	5,3	4,0%	3,8%	4,2%

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

Wycena europejskich zdywersyfikowanych konglomeratów budowlano-usługowych

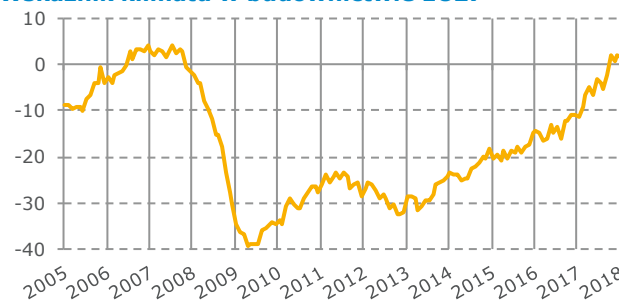
Spółka		Sprzedaż krajowa	% budow. w EBIT	Cena bieżąca	Zmiana m/m	MCap*	D/E**	P/BV 2018	2017	P/E 2018	2019	EV/EBITDA 2017	2018	2019	DYield 2017	2018	2019
OHL	ES	20%	20%	3,42	-27,6%	980	43%	0,46	-	12,7	12,3	-	7,7	8,6	-	2,2%	2,3%
Ferrovial	ES	20%	35%	16,76	-6,8%	12 269	84%	2,34	27,0	32,8	27,3	16,6	19,7	18,0	4,5%	4,5%	4,6%
Acciona	ES	55%	10%	62,44	-11,5%	3 575	125%	0,90	16,2	14,4	12,9	6,7	7,2	6,9	4,6%	4,8%	5,1%
FCC	ES	55%	25%	9,86	-2,0%	3 735	288%	3,16	31,6	16,4	13,9	9,3	8,8	8,5	-	0,1%	0,2%
ACS	ES	15%	50%	31,85	+10,6%	10 022	-10%	2,38	12,5	12,3	11,5	5,8	4,8	4,6	3,8%	4,0%	4,1%
Eiffage	FR	80%	30%	93,50	+1,9%	9 163	210%	1,91	16,3	15,6	13,7	8,2	7,8	7,5	1,6%	2,4%	2,7%
Vinci	FR	60%	30%	79,96	-3,3%	47 331	62%	2,39	16,2	15,2	14,0	9,5	9,0	8,6	3,1%	3,2%	3,5%
Mediana					-3,3%		84%	2,34	16,3	15,2	13,7	8,8	7,8	8,5	3,8%	3,2%	3,5%

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

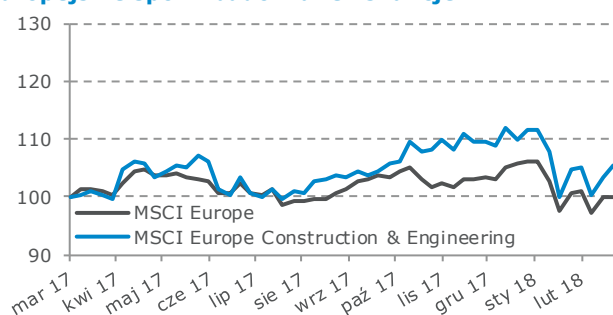
Produkcja budowlana EU27 (2010=100)



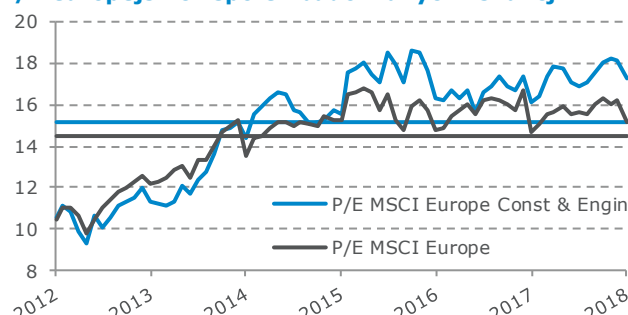
Wskaźnik klimatu w budownictwie EU27



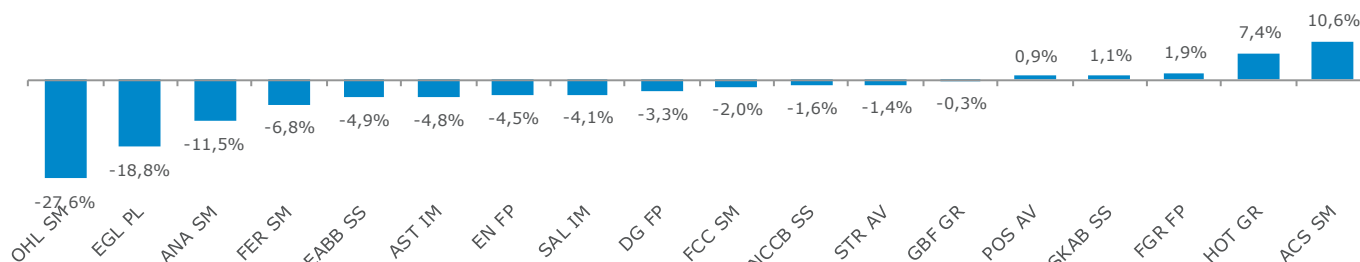
Europejskie spółki budowlane vs. akcje



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**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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzenie nowych rekomendacji zakończyło się 29 marca 2018 o godzinie 8:43.

Pierwsze udostępnienie nowych rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 29 marca 2018 o godzinie 8:43.

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

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

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

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

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 abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące poszczególnych spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Archicom

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

Atal

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

BBI Development

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

Budimex

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

Capital Park

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

Dom Development

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

Elektrobudowa

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

Elektrotim

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

Erbud

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

GTC

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

Herkules

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

i2 Development

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

JWC

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

LC Corp

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

Lokum Deweloper

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

PA Nova

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ
data wydania	2018-03-29	2018-02-28	2017-11-27
cena docelowa (PLN)	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	23,30	23,30	24,00

Polnord

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

Ronson

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

Torpol

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

Trakcja

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

Ulma

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

Unibep

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

ZUE

rekomendacja	równoważ	równoważ	równoważ	niedoważaj	niedoważaj	przeważaj
data wydania	2018-03-29	2018-02-02	2018-01-25	2017-11-27	2017-09-14	2017-04-12
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	6,12	6,18	6,44	6,89	9,20	12,35

Dom Maklerski mBanku

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

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

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawrona
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 86
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl