

piątek, 21 października 2016 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2016

### Rynek akcji

#### Banki i usługi finansowe

Uważamy, że wyniki sektora finansowego będą szczególnie dobre w spółkach poza bankowych. Bardzo dobre wyniki zaraportuje Skarbiec Holding, a kwartalnej poprawy oczekujemy zarówno w PZU, jak i w PCM. Chociaż zysk netto polskiego sektora bankowego spadnie w 3Q'16 (zysk jednorazowy z tytułu transakcji VISA w 2Q'16), to jednak pozytywnie postrzegamy oczekiwany wzrost przychodów na działalności podstawowej. Oczekujemy, że wyniki za 3Q'16 zostaną wsparte przez zyski jednorazowe w PKO BP, ING BSK oraz Komercyjnego Banku.

#### Paliwa, Chemia

Rafinerie zaraportują solidne wyniki, ale będą one wyraźnie niższe r/r z uwagi na rekordową bazę odniesienia na modelowej marży w 3Q'15. W obszarze wydobywczym powinien to być już ostatni spadkowy kwartał na wyniku EBITDA z uwagi na obserwowane odbicie cen węglowodorów i zaimplementowane cięcia kosztów. Oczekujemy mieszanych wyników w chemii: słabych rezultatów w Grupie Azoty (ryzyko dalszego obniżenia konsensusu), porównywalnych r/r w Ciech (wyższa baza porównawcza) oraz mieszanych w Grupie Synthos (ujemna wycena portfela kredytów).

#### Energetyka, Górnictwo, Metale

W energetyce oczekujemy kontynuacji tendencji z pierwszego półrocza (niższe ceny energii, załamanie na rynku zielonych certyfikatów, obniżony WACC w dystrybucji), co oznacza średnio 15% spadek zysków r/r. Wykonanie naszych rocznych prognoz po trzech kwartałach powinno jednak wynieść średnio 75% na poziomie skorygowanej EBITDA (najlepiej wygląda to w spółkach Enea oraz Energa) i dlatego nie widzimy ryzyka rewizji konsensusu dla sektora.

#### Telekomunikacja, Media, IT

Według naszych szacunków łączna EBITDA analizowanych spółek sektora TMT spadła o 6% r/r. Zaskoczeniem mogą być wyniki Asseco Poland, gdzie na linii zysku netto grupa zanotuje 25% spadek. Słabą dynamikę wyników wykazą także Netia i Agora.

#### Przemysł

Według naszych szacunków 75% analizowanych spółek poprawi zeszłoroczne rezultaty. Jeśli nasze prognozy się sprawdzą, to 3Q'16 będzie drugim najlepszym kwartałem od początku 2014 roku. Największych, pozytywnych zaskoczeń naszym zdaniem można oczekiwać w spółkach: Boryszew, Elemental, Ergis, Famur, Forte, Mangata (dawna Zetkama), Uniwheels, Vistal, zaś negatywnych w Alumetal oraz Kruszwica.

#### Budownictwo

Najlepsze wyniki w sektorze zaprezentuje Budimex (dobre marże dzięki niższemu kosztom materiałów). Poprawy r/r spodziewamy się ponadto w Unibepie, Trakcji (silne portfele zamówień) i Ulmie (niska baza). Słabszych wyników r/r oczekujemy z powodu wysokiej bazy w Elektrobudowie, Elektrotimie, Erbudzie, Herkulesie. W Torpolu i ZUE dodatkowy negatywny wpływ będzie miał niski backlog.

#### Deweloperzy

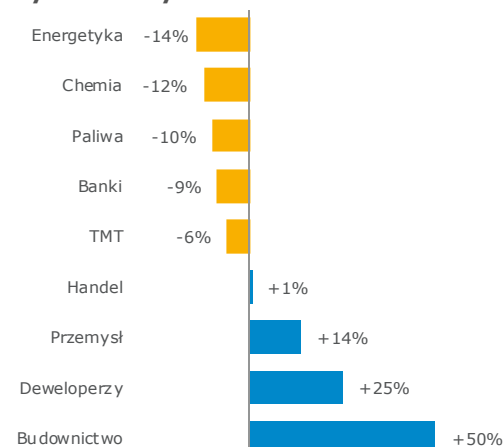
Zagregowane przekazania mieszkań były w 3Q'16 wyższe w 8 na 11 spółek, średnio +38% r/r. Dzięki temu wyniki większości deweloperów mieszkaniowych silnie wzrosną kolejny kwartał z rzędu m.in. w Atalu, JWC, Dom Development, Lokum, Ronsonie, Marvipolu. Dla wielu spółek dopiero 4Q'16 będzie rekordowy. Słabiej wyglądają perspektywy deweloperów komercyjnych (Echo Investment, Capital Park) w związku z osłabieniem się kursu EUR/PLN. Pozytywnie wyróżnią się z kolei wyniki GTC.

#### Handel

Kontynuacji pozytywnych trendów w wynikach oczekujemy w spółkach Jeronimo Martins oraz AmRest. Negatywnie na rezultaty 3Q'16 wpłynęły konieczność intensywnych wyprzedaży (LPP) oraz słaba wysokomarżowa sprzedaż w IX'16 (CCC).

WIG ..... 47 894  
Średnie P/E 2016 ..... 13,8  
Średnie P/E 2017 ..... 12,7  
Średni dzienny obrót (3 m-ce) ... 725 mln PLN

#### Dynamika wyników sektorów\*



\*podstawie zysku netto (banki), oczyszczonego wyniku EBIT (deweloperzy) lub wyniku EBITDA (pozostałe)

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
<b>Alumetal</b>	<b>Elemental</b>
<b>Asseco Poland</b>	<b>Ergis</b>
<b>Grupa Azoty</b>	<b>Famur</b>
<b>Kruszwica</b>	<b>GTC</b>
	<b>Mangata (Zetkama)</b>
	<b>Prime Car Management</b>
	<b>Skarbiec Holding</b>
	<b>Uniwheels</b>

#### Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

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

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

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

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)

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



## Spis treści

<b>1. Banki</b>	<b>3</b>
1.1. Alior Bank	3
1.2. BZ WBK	3
1.3. Getin Noble Bank	3
1.4. Handlowy	3
1.5. ING BSK	3
1.6. Millennium	3
1.7. Pekao	3
1.8. PKO BP	4
1.9. Komerčni Banka	4
<b>2. Usługi finansowe</b>	<b>4</b>
2.1. PZU	4
2.2. Kruk	4
2.3. Prime Car Management	4
2.4. Skarbiec Holding	4
<b>3. Paliwa, Chemia</b>	<b>5</b>
3.1. Ciech	5
3.2. Grupa Azoty	5
3.3. Lotos	5
3.4. MOL	5
3.5. PGNiG	5
3.6. Polwax	5
3.7. Synthos	5
<b>4. Energetyka, Górnictwo, Metale</b>	<b>6</b>
4.1. CEZ	6
4.2. Enea	6
4.3. Energa	6
4.4. PGE	6
4.5. Tauron	6
4.6. KGHM	6
4.7. LW Bogdanka	6
<b>5. Telekomunikacja, Media, IT</b>	<b>7</b>
5.1. Netia	7
5.2. Agora	7
5.3. Cyfrowy Polsat	7
5.4. Wirtualna Polska	7
5.5. Asseco Poland	7
5.6. Comarch	7
5.7. CD Projekt	7
<b>6. Przemysł</b>	<b>8</b>
6.1. Alumetal	8
6.2. Amica	8
6.3. Apator	8
6.4. Boryszew	8
6.5. Elemental	8
6.6. Ergis	8
6.7. Famur	8
6.8. Forte	8
6.9. Impexmetal	9
6.10. Kruszwica	9
6.11. Mangata (daw. Zetkama)	9
6.12. Pfeleiderer Group	9
6.13. Tarczyński	9
6.14. Uniwheels	9
6.15. Vistal Gdynia	9
<b>7. Budownictwo</b>	<b>10</b>
7.1. Budimex	10
7.2. Elektrobudowa	10
7.3. Erbud	10
7.4. Unibep	10
<b>8. Deweloperzy</b>	<b>11</b>
8.1. Capital Park	11
8.2. Dom Development	11
8.3. Echo Investment	11
8.4. GTC	11
8.5. Robyg	11
<b>9. Handel, Inne</b>	<b>12</b>
9.1. AmRest	12
9.2. CCC	12
9.3. Eurocash	12
9.4. Jeronimo Martins	12
9.5. LPP	12
9.6. Work Service	12
<b>10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>13</b>
<b>11. Statystyki rekomendacji</b>	<b>14</b>

**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  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) - roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**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  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**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 obsługującego 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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.

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.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwhheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, PBKM, Stelmet. 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.

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.

**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.

## Dom Maklerski mBanku

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

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

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

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

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

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

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

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

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95

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

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

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

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

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

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

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

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

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

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

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

#### Biuro Aktywnej Sprzedaży

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

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