

środa, 26 lipca 2017 | opracowanie cykliczne

## Prognozy wyników kwartalnych: 2Q 2017

### Rynek akcji

#### Finanse

Oczekujemy, że polski sektor bankowy w 2Q'17 będzie wsparty przez rosnące detaliczne kredyty, które jednocześnie spowodują lekki wzrost marży oraz normalizację po stronie kosztu ryzyka. Banki regionalne oraz czeskie powinny w dalszym ciągu raportować niski koszt ryzyka oraz poprawiające się wolumeny kredytowe. Uważamy, że najatrakcyjniej na tle konkurencji zaprezentują się w 2Q'17 OTP Bank i PKO BP (możliwy wzrost konsensusu na cały rok) oraz Skarbiec Holding znowu ze znaczącym *success fee* w kwartale.

#### Chemia

Wysokie zaawansowanie całorocznych prognoz naszym zdaniem może mieć miejsce w przypadku Ciech i Grupy Azoty. Wyraźnego spadku q/q wyniku oczekujemy w Synthos.

#### Paliwa

Kolejne mocne wyniki w rafineriach implikują konieczność podniesienia tegorocznych prognoz, aczkolwiek pozostajemy sceptyczni co do otoczenia makro w kolejnych okresach. Wyniki PGNiG powinny potwierdzić przekroczenie poziomu 7 mld PLN na EBITDA w całym roku.

#### Energetyka

Wykonanie rocznych prognoz wyniku EBITDA w energetyce sięgnie 53%. Największym motorem poprawy r/r w polskich spółkach będzie obszar obrotu z uwagi na niższe koszty OZE. W CEZ dynamika zysków pozostaje ujemna z uwagi na niższe ceny energii.

#### Telekomunikacja, media, IT

Według naszych szacunków łączna EBITDA analizowanych spółek sektora TMT spadnie o blisko 5% r/r. Słabą dynamikę zanotuje zwłaszcza Asseco Poland (w przeciwieństwie do ASEE i ABS). Z kolei dobrych wyników spodziewamy się w Agorze i Orange Polska.

#### Przemysł i metale

Oczekujemy, że w 2Q'17 36% obserwowanych spółek przemysłowych poprawi zeszlatoroczne rezultaty, natomiast 17% spółek je pogorszy. Naszym zdaniem stosunkowo dużo spółek (aż 47%) zanotuje zbliżone r/r wyniki. Pozytywnej dynamiki oczekujemy w spółkach: Apator, Boryszew, Grupa Kęty, Grupa KGHM, Kernel, Kruszwica i Pfeleiderer Group. Negatywnej w Alumetal, Stelmet i Vistal. KGHM przy okazji wyników 2Q'17 przedstawi prawdopodobnie poprawiające się wyniki produkcyjne Sierra Gorda w zakresie molibdenu.

#### Budownictwo

Po 2Q'17 wykonanie rocznych prognoz w budowlance może wyglądać nominalnie słabo i zarazem poniżej sezonowych wzorców. Spółki z obszaru budownictwa kolejowego zaliczą kolejny słaby kwartał i 1H'17 mogą zakończyć ze stratą. Backlogi w branży są jednak bardzo wysokie, co zobaczymy w wynikach drugiej połowy roku.

#### Deweloperzy

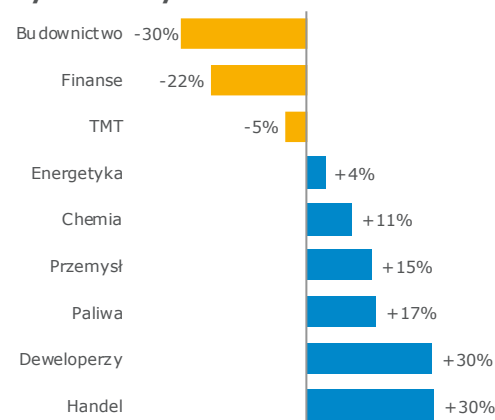
Z uwagi na niską liczbę przekazania lokali (-13% r/r) wyniki deweloperów mieszkaniowych będą przeciętne (pozytywnymi wyjątkami są Dom Development i Atal). Znacznie większy potencjał branża przygotowała na drugą połowę roku, a w szczególności 4Q. Wśród deweloperów komercyjnych spodziewamy się dobrych wyników i wysokiego wykonania rocznych prognoz w GTC i Echo.

#### Handel

Oczekujemy, że w 2Q'17 rezultaty powinny poprawić CCC, LPP (bardzo dobry sezon sprzedażowy w obu spółkach), AmRest (dalszy wzrost lfl) oraz Eurocash (odwrócenie trendu po pięciu kwartałach spadków). Zmniejszenie sprzedaży TXM przy rosnącej bazie kosztowej r/r, negatywnie wpłynie na rezultaty spółki w 2Q'17.

WIG ..... 61 975  
Średnie P/E 2017 ..... 13,1  
Średnie P/E 2018 ..... 12,1  
Średni dzienny obrót (3M)..... 891 mln PLN

#### Dynamika wyników sektorów\*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
<b>A mica</b>	<b>Agora</b>
<b>Asseco Poland</b>	<b>Atal</b>
<b>Bank Pekao</b>	<b>CCC</b>
<b>Erbud</b>	<b>Ciech</b>
<b>Synthos</b>	<b>Eurocash</b>
	<b>Grupa Azoty</b>
	<b>Kernel</b>
	<b>LPP</b>
	<b>Orange Polska</b>
	<b>OTP Bank</b>
	<b>PKO BP</b>
	<b>Skarbiec Holding</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.klisczcz@mbank.pl](mailto:kamil.klisczcz@mbank.pl)

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

Piotr Zybała  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybal@mbank.pl](mailto:piotr.zybal@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. Getin Noble Bank	3
1.3. Handlowy	3
1.4. PKO BP	3
1.5. Erste Bank	3
1.6. Komerční Banka	3
1.7. OTP Bank	3
<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. Chemia, Paliwa</b>	<b>5</b>
3.1. Ciech	5
3.2. Grupa Azoty	5
3.3. Polwax	5
3.4. Synthos	5
3.5. Lotos	5
3.6. MOL	5
3.7. PGNiG	5
<b>4. Energetyka, surowce</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
<b>5. Telekomunikacja, media, IT</b>	<b>7</b>
5.1. Netia	7
5.2. Orange Polska	7
5.3. Agora	7
5.4. Cyfrowy Polsat	7
5.5. Wirtualna Polska	7
5.6. Asseco Poland	7
5.7. Comarch	7
5.8. 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. Kernel	9
6.11. Kęty	9
6.12. Kruszwica	9
6.13. Mangata	9
6.14. Pfeiderer Group	9
6.15. Stelmet	9
6.16. Tarczyński	9
6.17. Vistal	10
<b>7. Budownictwo</b>	<b>10</b>
7.1. Elektrobudowa	10
7.2. Erbud	10
7.3. Unibep	10
<b>8. Deweloperzy</b>	<b>11</b>
8.1. Atal	11
8.2. Capital Park	11
8.3. Dom Development	11
8.4. Echo Investment	11
8.5. GTC	11
8.6. Robyg	11
<b>9. Handel, inne</b>	<b>12</b>
9.1. AmRest	12
9.2. CCC	12
9.3. Eurocash	12
9.4. LPP	12
9.5. TXM	12
9.6. PBKM	12
<b>10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>13</b>
<b>11. Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku</b>	<b>14</b>
<b>12. Statystyki rekomendacji i pozycjonowań</b>	<b>15</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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

#### Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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

**KUPIJ** – 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 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.

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. Wyeliminowanie 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 świadczył, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

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

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Atal, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, MLP Group, Neuca, Opono, PBKM, PGE, Peka, 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, Atal, Bakalland, Best, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Immobile, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Opono, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Peka, Pemug, Pfeiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyng, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiac Holding, Sokołów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, 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: Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Peka 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.

#### Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

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

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

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 49 61  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

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

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