



wtorek, 24 października 2017 | opracowanie cykliczne

Prognozy wyników kwartalnych: 3Q 2017

Rynek akcji

Finanse

Oczekujemy dobrych wyników kwartalnych w polskich bankach w: PKO BP, Alior Banku i Banku Millennium oraz w zagranicznych w OTP Banku i Erste Banku. Wyniki w Polsce wspierane będą przez wolumeny kredytowe, zaś w regionie przez bardzo niski koszt ryzyka. Z analizowanych przez nas pozostałych spółek finansowych najatrakcyjniej będzie wyglądać PZU, gdzie wynik inwestycyjny w znacznej części pokryje wyższe odszkodowania.

Chemia

W 3Q'17 największą dynamikę wzrostu wyników w ujęciu rocznym spośród spółek z sektora chemicznego powinna zanotować Grupa Azoty. Niska baza rezultatów sprzyjać będzie Synthos, natomiast zmniejszać się powinna dynamika spadku wyniku EBITDA Ciech.

Paliwa

W rafineriach oczekujemy rekordowych wyników z uwagi na bardzo mocne makro, aczkolwiek mocny 3Q uwzględniliśmy już przy ostatniej aktualizacji prognoz. W przypadku PGNiG kwartał bez większych implikacji dla przyszłości, gdyż liberalizacja rynku istotnie zmienia otoczenie dla obrotu.

Energetyka

Wykonanie rocznej prognozy EBITDA na poziomie 76% (najlepiej wygląda to w ENA i ENG, a najslabiej w PGE). Oczekujemy widocznej już presji na wysokie marże w segmencie obrotu po bardzo dobrym pierwszym półroczu.

Telekomunikacja, media, IT

CPS zaraportuje słabe wyniki (-10% r/r) przez wzrost kosztów utrzymania klienta i wprowadzenie RLAH. Na jego tle lepiej wypadną OPL oraz NET (obie spółki po -5% r/r). Słabe wyniki zanotuje ACP (-20% r/r na zysku netto), zaś oczyszczone wyniki CMR będą wyższe r/r. Słaby kwartał w kinach przełoży się na tylko stabilny wynik EBITDA AGO w 3Q'17.

Przemysł i metale

W 3Q'17 spółki przemysłowe nadal będą odczuwać rosnące koszty pracy oraz wyższe ceny surowców. Pozytywnie na tle wyników ma szansę wypaść KGHM, natomiast niskie zaawansowanie całorocznych prognoz mogą rozczarować w przypadku Apatora i Boryszewa.

Budownictwo

Ze względu na presję kosztową, rosnące przychody nie pociągną za sobą oczekiwanej poprawy wyników sektora. W 3Q'17 najgorzej wypadną spółki budownictwa kolejowego, dla których znacząco obniżyliśmy całoroczne oczekiwania. Ryzyko niezrealizowania tegorocznego konsensusu występuje w większości spółek budowlanych.

Deweloperzy

Wolumeny sprzedaży mieszkań w 3Q'17 okazały się pozytywnym zaskoczeniem i zapewne doprowadzą do rewizji prognoz wyników deweloperów na 2018 r. Dobra koniunktura sprzyja podnoszeniu cen mieszkań, stąd widzimy szansę na pozytywne zaskoczenia na marżach zarówno w 3Q'17, jak i w całym 2017 r. Nominalnie najwyższych wyników w kwartale spodziewamy się w LC Corp i Atalu, a wśród deweloperów komercyjnych w GTC.

Handel

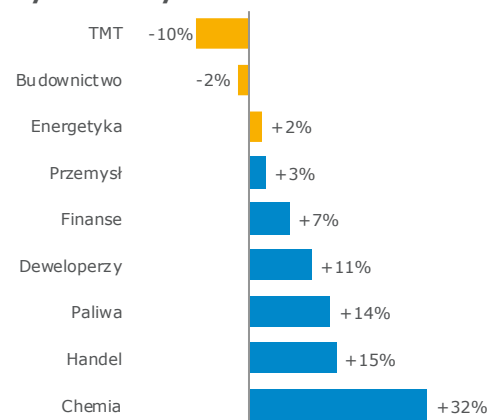
Poprawa sytuacji konsumenta pozytywnie przekładała się na dynamikę sprzedaży spółek handlowych w 3Q'17. Jednocześnie wyniki spółek będą pod presją utrzymującej się wysokiej konkurencji oraz rosnących kosztów wynagrodzeń. Naszym zdaniem pozytywnie powinny się wyróżnić wyniki EAT, CCC, LPP, VST oraz MON.

Inne

Spodziewamy się rekordowych wyników w PBKM – dynamika EBIT 30% r/r.

WIG 63 715
Średnie P/E 2017 13,5x
Średnie P/E 2018 12,2x
Średni dzienny obrót (3M)..... 865 mln PLN

Dynamika wyników sektorów*



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

Potencjalne zaskoczenia na wynikach	
negatywne	pozytywne
Apator	Alior Bank
Boryszew	Atal
BZ WBK	KGHM
PCM	LC Corp
	Lotos
	MOL
	OTP Bank
	PKO BP

Departament Analiz:

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

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

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

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

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl

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



Spis treści

1. Banki	3
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. Erste Bank	4
1.10. Komercyjna Banka	4
1.11. OTP Bank	4
2. Usługi finansowe	5
2.1. PZU	5
2.2. Kruk	5
2.3. Prime Car Management	5
2.4. Skarbiec Holding	5
3. Chemia, paliwa	6
3.1. Ciech	6
3.2. Grupa Azoty	6
3.3. Polwax	6
3.4. Synthos	6
3.5. Lotos	6
3.6. MOL	6
3.7. PGNiG	6
4. Energetyka, surowce	7
4.1. CEZ	7
4.2. Enea	7
4.3. Energa	7
4.4. PGE	7
4.5. Tauron	7
4.6. KGHM	7
5. Telekomunikacja, media, IT	8
5.1. Netia	8
5.2. Orange Polska	8
5.3. Agora	8
5.4. Cyfrowy Polsat	8
5.5. Wirtualna Polska	8
5.6. Asseco Poland	8
5.7. Comarch	8
5.8. CD Projekt	8
6. Przemysł	9
6.1. Alumetal	9
6.2. Amica	9
6.3. Apator	9
6.4. Boryszew	9
6.5. Elemental	9
6.6. Ergis	9
6.7. Famur	9
6.8. Forte	9
6.9. Impexmetal	10
6.10. Kernel	10
6.11. Kruszwica	10
6.12. Mangata	10
6.13. Pfeleiderer Group	10
6.14. Stelmet	10
6.15. Tarczyński	10
7. Budownictwo	11
7.1. Budimex	11
7.2. Elektrobudowa	11
7.3. Erbud	11
7.4. Unibep	11
8. Deweloperzy	11
8.1. Atal	11
8.2. Capital Park	12
8.3. Dom Development	12
8.4. Echo Investment	12
8.5. GTC	12
8.6. LC Corp	12
8.7. Robyng	12
9. Handel, inne	13
9.1. AmRest	13
9.2. Bytom	13
9.3. CCC	13
9.4. Eurocash	13
9.5. Gino Rossi	13
9.6. Jeronimo Martins	14
9.7. LPP	14
9.8. Monnari	14
9.9. TXM	14
9.10. Vistula	14
9.11. PBKM	14
10. Aktualne rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku	15
11. Aktualne pozycjonowania Domu Maklerskiego mBanku	16
12. Statystyki rekomendacji i pozycjonowań	17



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 dzieleny 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 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.

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 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. 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 emitentów przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, BOŚ, Capital Park, Erbud, Kruk, PBKM, Tarczyński, TXM, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Poland, Atal, Bank Pekao, Capital Park, Erbud, Ergis, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, PBKM, PGE, PKN Orlen, PKO BP, Polwax, PZU, Tarczyński, Vistal Gdynia, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczenie usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Asseco Poland, Atal, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, Boryszew, BZ WBK, Capital Park, Echo Investments, Element Holding, Enea, Erbud, Ergis, Erste Bank, Getin Noble Bank, Impexmetal, ING BSK, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Netia, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PGE, PGNiG, PKO BP, Polwax, PZU, RBI, Skarbiec Holding, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, TXM, Uniwheels, Vistal Gdynia, ZUE.

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

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 rekomendacją.

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 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
+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 Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@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 Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95

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

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

Anna Łagowska
+48 22 697 48 25
anna.lagowska@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

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

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

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

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@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