Dom Maklerski BDM S.A.

GPW

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 56.8 PLN

13 MAJ 2015

Obecne mnożniki rynkowe GPW są według nas dalej zachęcające do spokojnego budowania pozycji. Zgodnie z naszymi prognozami, GPW w latach 2015-2016 roku zanotuje wynik EBITDA na poziomie 185-203 mln PLN. Bazując na przygotowanych projekcjach spółka jest zatem obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 10.7x i 9.8x. Zwracamy też uwagę na godziwy strumień dywidend jaki spółka zadeklarowała na lata 2015-2016 (ma to być odpowiednio 2.4 i 2.6 PLN/akcję). Zgodnie z naszą zaktualizowaną projekcją finansową dla GPW podwyższamy cenę docelową dla spółki do 56.8 PLN/akcję (54.4 PLN/akcję po odcięciu dywidendy) i tym samym utrzymujemy zalecenie Akumuluj.

Od naszego ostatniego raportu akumuluj z czerwca 2014 roku kurs spółki zachowywał się lepiej niż szeroki rynek. Wpływ na to miała m.in. opublikowana nowa strategia średnioterminowa GPW, mocne wyniki segmentu rynek towarowy oraz poprawa koniunktury na szerokim rynku akcji dająca argumenty za przyszłą odbudową także wyników w segmencie rynek finansowy. Obecnie głównym powodem podtrzymania pozytywnego zalecenia dla akcji GPW jest zakładana przez nas perspektywa poprawy odczytów właśnie w segmencie rynku finansowego. Przyszłe rezultaty tego obszaru biznesowego w najbliższych okresach mogą być wg nas coraz bardziej obiecujące. Zakładamy, że licząc od 2Q'15 w trakcie kolejnych kilku kwartałów segment rynek finansowy będzie wykazywał dodatnią dynamikę wzrostu przychodów w ujęciu r/r, z bezpośrednim przełożeniem na poprawę EBITDA grupy. Przemawia za tym niska baza z 2014 roku oraz obserwowane ożywienie na rynku akcji (wzrost kursów wielu podmiotów z korzystnym przełożeniem na poziom obrotów). Dlatego liczymy, że po słabym okresie 1Q'15 dla rynku finansowego (ubytek wpływów rzędu 5.7 mln PLN), kolejne odczyty w 2015 roku powinny być bardziej optymistyczne. Obserwowane ożywienie na rynku finansowym powinno wg naszych założeń być kontynuowane w 2016 roku.

Przyjęte założenia modelowe w średnim terminie są ostrożniejsze niż przedstawione cele strategiczne spółki do 2020 roku. Uwzględniamy istotne zejście wskaźnika C/I do pułapu odpowiednio 52.5% i niespełna 51% w latach 2015-2016. W kolejnych okresach nie przewidujemy zejścia wskaźnika C/I poniżej progu 50%. Dynamika wzrostu przychodów w naszym modelu jest mniejsza niż ambicje spółki (średnioroczny wzrost wpływów na poziomie ok. 7%). Oceniamy, że segment rynku towarowego notuje już obecnie dobre wyniki, z kolei segment rynku finansowego obarczony jest szeregiem ryzyk i dopiero obserwujemy pierwsze symptomy odbudowy przychodów w ujęciu r/r. Prognozowany przez nas docelowy pułap EBITDA w 2020 roku jest na poziomie niespełna 244 mln PLN, podczas gdy ambicją władz spółki jest podwojenie poziomu z 2013

Wycena końcowa [PLN]	**56.8**
Wycena DCF	57.7
Wycena porównawcza [PLN]	55.8
Potencjał do wzrostu / spadku	**+13.3%**
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	50.1
Kapitalizacja [mln PLN]	2 103
Ilość akcji [mln. szt.]	41.97
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	50.99
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	42.68
Stopa zwrotu za 3 mc	7.0%
Stopa zwrotu za 6 mc	9.9%
Stopa zwrotu za 9 mc	36.9%
Akcjonariat:	
Skarb Państwa	35.0%
Pozostali	65.0%

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl
tel. (0-32) 208-14-12
Dom Maklerski BDM S.A.
ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln PLN]	273.8	283.8	317.6	335.8	357.2	378.2
EBITDA [mln PLN]	**141.8**	**144.4**	**164.1**	**185.3**	**203.5**	**218.1**
EBIT [mln PLN]	125.3	118.6	135.4	160.1	176.2	189.3
Zysk netto [mln PLN]	105.8	113.3	112.1	129.6	146.5	161.2
P/BV	3.8	3.3	3.0	2.9	2.7	2.6
P/E	19.8	18.5	18.7	16.2	14.3	13.0
EV/EBITDA	14.7	14.0	11.9	10.7	9.8	9.1
EV/EBIT	16.6	17.0	14.4	12.3	11.4	10.5
DPS	**1.5**	**0.8**	**1.2**	**2.4**	**2.6**	**3.1**



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.
Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE 3
WYCENA DCF 4
WYCENA PORÓWNAWCZA 7
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'15 9
RYNEK FINANSOWY 10
RYNEK TOWAROWY 12
POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS) 14
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ 15
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA NOWEJ STRATEGII SPÓŁKI 16
PROGNOZA WYNIKÓW NA 2015 ROK ORAZ NA KOLEJNE OKRESY 17
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA 19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI 20

WYCENA I PODSUMOWANIE

Nasza wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie porównawczej do spółek zagranicznych. Za pomocną wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 57.7 PLN/akcję. Wycena porównawcza sugeruje wartość 55.8 PLN/akcję. Wycena końcowa jest średnią arytmetyczną z tych metod i wynosi 56.8 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	55.8
B	Wycena porównawcza [PLN]	57.7
C = (A*50%+B*50%)	**Wycena końcowa [mln PLN]**	**56.8**

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Od naszego ostatniego raportu akumuluj z czerwca 2014 roku kurs GPW zachowywał się lepiej niż szeroki rynek. Wpływ na to miała m.in. opublikowana nowa strategia średnioterminowa spółki, mocne wyniki segmentu rynek towarowy oraz poprawa koniunktury na szerokim rynku akcji dająca argumenty za przyszłą odbudową także wyników w segmencie rynek finansowy.

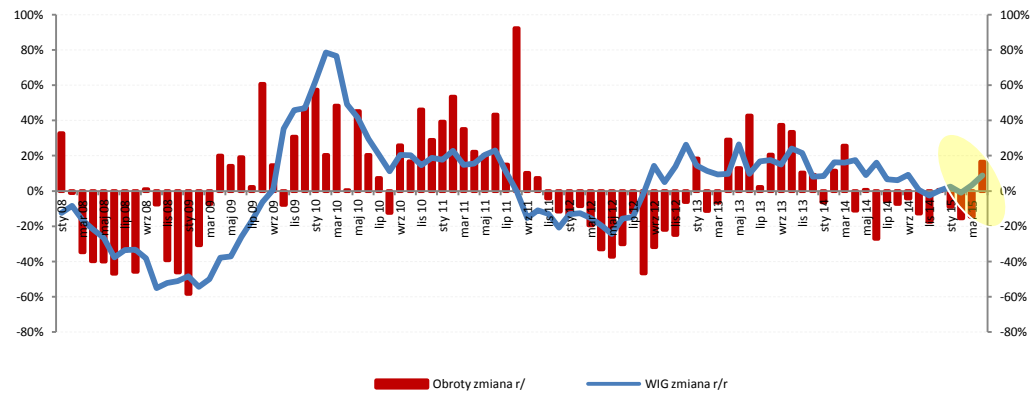
Głównym powodem podtrzymania pozytywnego zalecenia dla akcji GPW jest zakładana przez nas perspektywa poprawy odczytów w segmencie rynku finansowego. Przyszłe wyniki tego obszaru biznesowego w najbliższych okresach mogą być wg nas coraz bardziej obiecujące. Zakładamy, że licząc od 2Q'15 w trakcie kolejnych kilku kwartałów segment rynek finansowy będzie wykazywał dodatnią dynamikę wzrostu przychodów w ujęciu r/r, z bezpośrednim przełożeniem na poprawę EBITDA grupy. Przemawia za tym niska baza z 2014 roku oraz obserwowane ożywienie na rynku akcji (wzrost kursów wielu podmiotów z korzystnym przełożeniem na poziom obrotów). Dlatego liczymy, że po słabym okresie 1Q'15 dla rynku finansowego (ubytek wpływów rzędu 5.7 mln PLN), kolejne odczyty w 2015 roku powinny być bardziej optymistyczne. Obserwowane ożywienie na rynku finansowym powinno wg naszych założeń być kontynuowane w 2016 roku.

Dynamika przychodów w ujęciu r/r segmentu rynek finansowy oraz założenia na 2Q-4Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Indeks WIG zmiana r/r na tle poziomu obrotów zmiana r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

Podsumowując, obecne mnożniki rynkowe GPW są naszym zdaniem dalej zachęcające do spokojnego budowania pozycji. Zgodnie z naszymi prognozami, GPW w latach 2015-2016 roku zanotuje wynik EBITDA na poziomie 185-203 mln PLN. Bazując na przygotowanych projekcjach spółka jest zatem obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2015-2016 na poziomie odpowiednio 10.7x i 9.8x. Zwracamy też uwagę na godziwy strumień dywidend jaki spółka zadeklarowała na lata 2015-2016 (ma to być odpowiednio 2.4 i 2.6 PLN/akcję). Zgodnie z naszą zaktualizowaną projekcją finansową dla GPW podwyższamy cenę docelową dla spółki do 56.8 PLN/akcję (54.4 PLN/akcję po odcięciu dywidendy) i tym samym utrzymujemy zalecenie Akumuluj.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4.0% oraz premii za ryzyko wynoszącej 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.0.

Główne uwagi do założeń w modelu (szczegółowe założenia znajdują się w osobnych rozdziałach):

- W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z czerwca 2014 roku skorygowaliśmy w górę nasze założenia przychodowe zarówno dla segmentu finansowego jak i towarowego. Dodatkowo uwzględniliśmy większą dyscyplinę kosztową i niszy poziom wskaźnika C/I. Tym samym podnieśliśmy poziom EBITDA na 2015 i kolejne lata prognozy. Szczegółowe założenia znajdują się w dalszej części raportu.
- W prognozie nie zakładamy kolejnych akwizycji. Inwestorzy powinni mieć jednak świadomość dalszych przejęć (m.in. KDPW).
- Pozostawiamy stopę wzrostu w okresie rezydualnym na pułapie 1.5%. Tłumaczymy to ciągle podwyższonym ryzykiem dla perspektyw rynku finansowego oraz doważeniem w kolejnych latach nowych inicjatyw w obszarze rynku towarowego.
- Obniżamy stopę wolną od ryzyka z poziomu 4.5% do 4.0%.

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2024.
- Wycena została sporządzona na dzień 20.05.2015 roku.

Podsumowując, metoda DCF przy naszych założeniach do modelu sugeruje wartość GPW na 2.44 mld PLN, czyli 57.7 PLN/akcję.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	336	357	378	394	411	425	439	453	469	485
EBIT [mln PLN]	160	176	189	198	207	213	221	228	236	244
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	30	33	36	38	39	41	42	43	45	46
NOPLAT [mln PLN]	130	143	153	160	167	173	179	184	191	198
Amortyzacja [mln PLN]	25	27	29	29	30	30	31	32	32	33
CAPEX [mln PLN]	-40	-84	-32	-33	-35	-37	-38	-40	-41	-42
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-52	-7	-7	-5	-5	-4	-4	-4	-5	-5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	63	79	143	151	157	162	167	172	177	183
DFCF [mln PLN]	60	70	116	113	107	101	96	91	86	81
Suma DFCF [mln PLN]	921									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 606		*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym:*				*+1.5%*			
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 157									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 078									
Dług netto [mln PLN]	-156									
Udziały mniejszości [mln PLN]	**2 234**									
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych [mln PLN]	188									
Wartość kapitału[mln PLN]	**2 422**									
Ilość akcji [mln szt.]	41.97									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	**57.7**									

Przychody zmiana r/r	6%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
EBIT zmiana r/r	18%	10%	7%	4%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
NOPLAT zmiana r/r	18%	10%	7%	4%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
FCF zmiana r/r	-48%	26%	81%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Marża EBITDA	55.2%	57.0%	57.7%	57.6%	57.5%	57.4%	57.3%	57.2%	57.0%	57.0%
Marża EBIT	47.7%	49.3%	50.1%	50.2%	50.3%	50.2%	50.2%	50.2%	50.2%	50.3%
CAPEX / Przychody	12%	24%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
CAPEX / Amortyzacja	158%	307%	112%	113%	119%	122%	123%	125%	127%	129%
Zmiana KO / Przychody	16%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	286%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Premia kredytowa	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Koszt kapitału własnego	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Udział kapitału własnego	77%	77%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Udział kapitału obcego	23.4%	22.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
WACC	7.9%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
beta	0.7	55.6	58.6	62.5	67.6	70.8	74.6	79.1	84.7	91.6
	0.8	52.9	55.5	58.9	63.1	65.8	68.9	72.5	76.8	82.2
	0.9	50.5	52.8	55.6	59.3	61.5	64.0	66.9	70.4	74.6
	1.0	48.3	50.3	52.8	55.9	**57.7**	59.8	62.3	65.1	68.5
	1.1	46.3	48.1	50.2	52.9	54.4	56.2	58.3	60.6	63.3
	1.2	44.5	46.1	47.9	50.2	51.6	53.1	54.8	56.7	59.0
	1.3	42.8	44.2	45.9	47.8	49.0	50.3	51.8	53.4	55.3
	1.4	41.3	42.5	44.0	45.7	46.7	47.8	49.1	50.5	52.1
	1.5	39.9	41.0	42.3	43.8	44.7	45.6	46.7	47.9	49.3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
beta	0.7	84.8	79.5	74.9	72.8	70.8	69.0	67.2	64.0	61.1
	0.8	79.5	74.3	69.8	67.7	65.8	64.0	62.3	59.1	56.3
	0.9	74.9	69.8	65.3	63.3	61.5	59.7	58.1	55.1	52.4
	1.0	70.8	65.8	61.5	59.5	**57.7**	56.0	54.4	51.6	49.0
	1.1	67.2	62.3	58.1	56.2	54.4	52.8	51.3	48.5	46.1
	1.2	64.0	59.1	55.1	53.2	51.6	50.0	48.5	45.9	43.5
	1.3	61.1	56.3	52.4	50.6	49.0	47.5	46.1	43.5	41.3
	1.4	58.4	53.8	50.0	48.3	46.7	45.3	43.9	41.5	39.3
	1.5	56.0	51.6	47.8	46.2	44.7	43.3	42.0	39.6	37.5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
premia za ryzyko	3.0%	58.5	62.1	66.8	72.9	76.8	81.5	87.3	94.5	103.7
	3.5%	55.6	58.6	62.5	67.6	70.8	74.6	79.1	84.7	91.6
	4.0%	52.9	55.5	58.9	63.1	65.8	68.9	72.5	76.8	82.2
	4.5%	50.5	52.8	55.6	59.3	61.5	64.0	66.9	70.4	74.6
	5.0%	48.3	50.3	52.8	55.9	**57.7**	59.8	62.3	65.1	68.5
	5.5%	46.3	48.1	50.2	52.9	54.4	56.2	58.3	60.6	63.3
	6.0%	44.5	46.1	47.9	50.2	51.6	53.1	54.8	56.7	59.0
	6.5%	42.8	44.2	45.9	47.8	49.0	50.3	51.8	53.4	55.3
	7.0%	41.3	42.5	44.0	45.7	46.7	47.8	49.1	50.5	52.1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Mnożniki rynkowe dla poszczególnych giełd są różne w zależności m.in. od perspektyw rozwoju na kolejne lata, stanu lokalnych/regionalnych gospodarek, przepisów regulujących funkcjonowanie poszczególnych rynków, czy od poziomu konkurencji i fragmentyzacji obrotów. Z grona analizowanych podmiotów najniższe akceptowalne przez inwestorów wskaźniki cechują giełdy z Europy. Odpowiednio wyższe wartości charakteryzują giełdy z Azji, czy z innych rynków rozwijających się. Historycznie GPW, od momentu debiutu była handlowa z premią do giełd europejskich. Wraz z decyzją o zmianie zasad funkcjonowania OFE (de facto zniszczenie jednego z dotychczasowych filarów sukcesu GPW) perspektywa dla segmentu finansowego uległa pogorszeniu.

Uważamy, że nadal należy mieć na uwadze ryzyka dla perspektyw rozwoju segmentu finansowego. Niemniej podkreślamy, że z obecnego niskiego pułapu kilka kolejnych kwartałów powinno wykazać odczyty lepsze w relacji r/r (efekt niskiej bazy oraz ożywienia na rynku akcji).

Jednym z argumentów za wyższymi akceptowalnymi przez inwestorów mnożnikami GPW jest perspektywa odsprzedaży pakietu posiadanego przez SP (dotychczasowe transakcje M&A operatorów giełd na świecie odbywały się przy wysokich wycenach). Ten proces jest jednak naszym zdaniem obecnie mglisty.

Wskaźniki rynkowe wybranych giełd

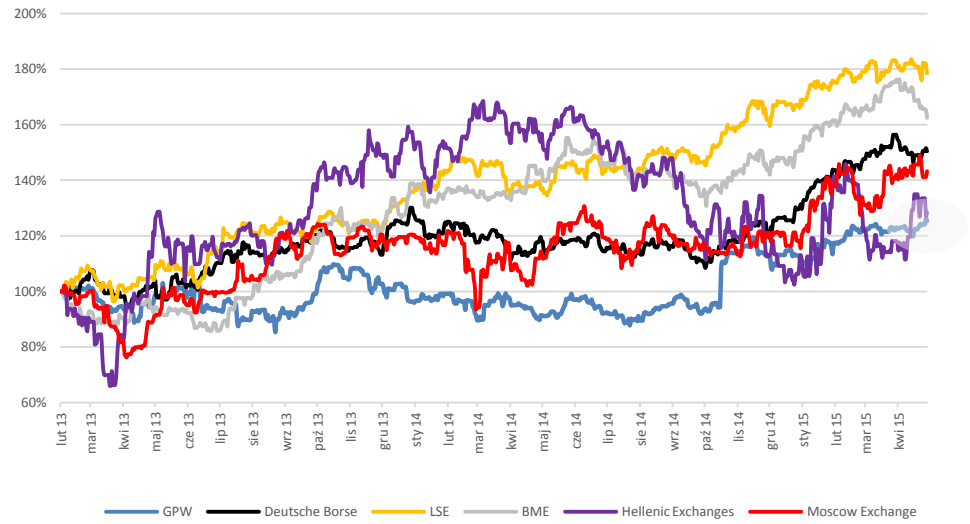
			P/E			EV/EBITDA*		
	Cena		2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
DEUTSCHE BOERSE	75.4	EUR	19.4	17.7	15.8	11.6	10.5	9.0
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	2458.0	GBp	22.2	19.2	17.0	12.1	10.6	9.8
BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLES	37.6	EUR	17.6	16.7	16.6	11.1	10.7	10.8
HELLENIC EXCHANGES	5.4	EUR	16.8	13.5	12.1	6.8	5.6	5.0
MOSCOW EXCHANGE	75.0	RUB	8.6	9.6	9.6	3.7	3.8	3.6
ICAP	551.0	GBp	20.0	17.1	15.6	12.6	11.0	10.4
BM&FBOVESPA	12.6	BRL	14.6	12.9	11.7	15.5	13.6	12.2
CBOE	58.1	USD	27.4	24.5	22.6	13.5	11.9	11.0
CME	95.4	USD	25.2	22.2	20.5	14.5	12.8	12.1
NASDAQ OMX GROUP	50.8	USD	15.2	14.1	13.4	10.8	9.0	8.4
INTERCONTINENTAL EXCHANG	240.0	USD	20.5	17.9	16.6	13.7	11.9	10.6
BOLSA MEXICANA	27.7	MXN	20.4	18.1	16.7	12.0	10.8	9.8
TMX GROUP	55.2	CAD	14.5	12.9	12.5	10.4	9.5	9.0
ASX	41.8	AUD	20.2	19.3	18.3	12.2	11.5	10.4
BURSA MALAYSIA	8.4	MYR	22.0	20.2	18.7	13.5	12.5	11.6
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	284.0	HKD	38.7	33.4	29.2	20.7	17.4	15.6
NZX	1.1	NZD	18.3	17.3	15.2	11.0	10.3	9.2
SINGAPORE EXCHANGE	8.7	SGD	26.9	23.6	20.5	18.7	16.2	14.2
Mediana (wszystkie powyższe podmioty)			**20.1**	**17.8**	**16.6**	**12.1**	**10.9**	**10.4**
Mediana (tylko podmioty z Europy)			**17.6**	**16.7**	**15.8**	**11.1**	**10.5**	**9.0**
GPW	**50.1**	**PLN**	**16.2**	**14.3**	**13.0**	**10.2**	**9.4**	**8.7**
Premia / dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)			-20%	-20%	-22%	-16%	-14%	-17%
Premia / dyskonto do mediany (tylko Europa)			-8%	-14%	-18%	-8%	-10%	-4%
Wycena 1 akcji (mediana wszystkie podmioty) [PLN]			62.1	62.1	63.8	59.0	57.9	59.6
Wycena 1 akcji (mediana Europa) [PLN]			54.3	58.3	60.7	54.1	55.6	51.9
Waga wskaźnika			1/6	1/6	1/6	1/6	1/6	1/6
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	**51.9 -60.7**							
Wycena końcowa spółki [mld PLN]	**2,18 - 2 54**							

** dla EBITDA GPW uwzględnia przypadający na spółkę udział w zyskach z KDPW (docelowo spółka prawdopodobnie kupi pakiet większościowy)*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

W naszej analizie wyceniamy GPW metodą porównawczą na poziomie **55.8 PLN/akcję.** Odpowiada to medianie P/E oraz EV/EBITDA dla giełd europejskich na lata 2015-2017.

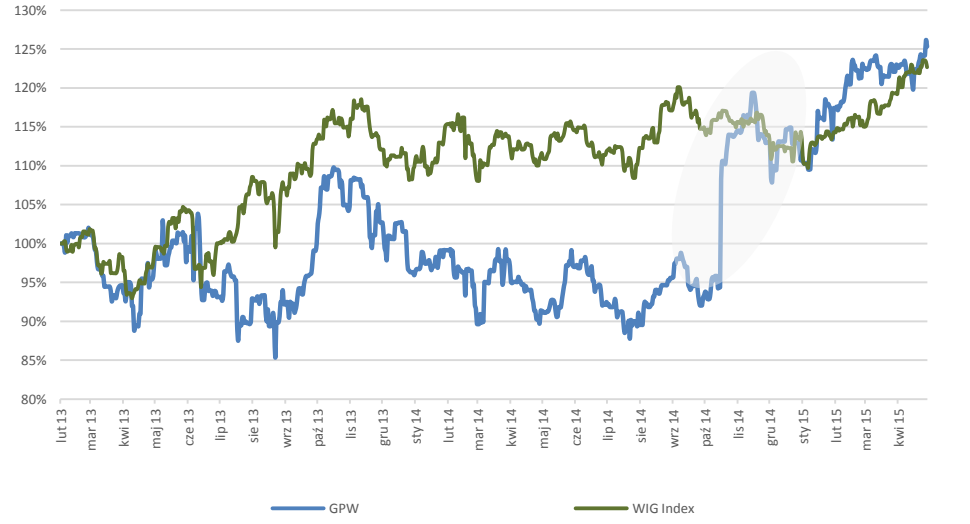
Zachowanie kursu GPW na tle innych giełd europejskich



Kurs GPW, licząc od 2013 roku nadal zachowuje się najsłabiej w porównaniu do innych giełd europejskich.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu GPW na tle indeksu WIG



Notowania GPW w ostatnich miesiącach, po opublikowaniu nowej strategii średnioterminowej wyraźnie się wzmocniły.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'15

Rezultaty GPW za 1Q'15 na poziome przychodów były na poziomie zbliżonym do naszych założeń. Spadek wpływów miał miejsce w segmencie rynku finansowego za sprawą niższych obrotów akcjami oraz erozją uzyskiwanych prowizji z handlu kontraktami na WIG20. Jednocześnie okres 1Q'15 był kolejnym mocnym kwartałem dla rynku towarowego za sprawą obsługi obrotu oraz dzięki wysokim wpływom z rozliczenia transakcji. Ogółem przychody GPW na poziomie skonsolidowanym wyniosły 88.2 mln PLN, czyli były o niespełna 2% wyższe w ujęciu r/r (spadek wpływów z rynku finansowego o ponad 10% r/r i wzrost na rynku towarowym o ponad 24% r/r).

Pozytywnym zaskoczeniem był niski poziom kosztów operacyjnych. Należy mieć jednak na uwadze, że w dużej mierze był to efekt zdarzeń jednorazowych. Mianowicie w 1Q'15 rozwiązano rezerwę na odprawy emerytalno-rentowe oraz inne rezerwy na nagrody jubileuszowe, co jednorazowo pomniejszyło koszty osobowe o 3.3 mln PLN. W ujęciu q/q zmniejszyła się również amortyzacja z poziomu 7.5 mln PLN do 6.2 mln PLN (w 4Q'14 było jednorazowe umorzenie). Tym samym licząc tylko okres 1Q'15 wskaźnik C/I spadł do poziomu 45.5% (w 1Q'14 było to 50.8%). W kolejnych kwartałach 2015 roku należy mieć na uwadze, że 1Q'15 raczej nie jest dobrym prognostykiem dla pułapu kształtowania się przyszłych kosztów.

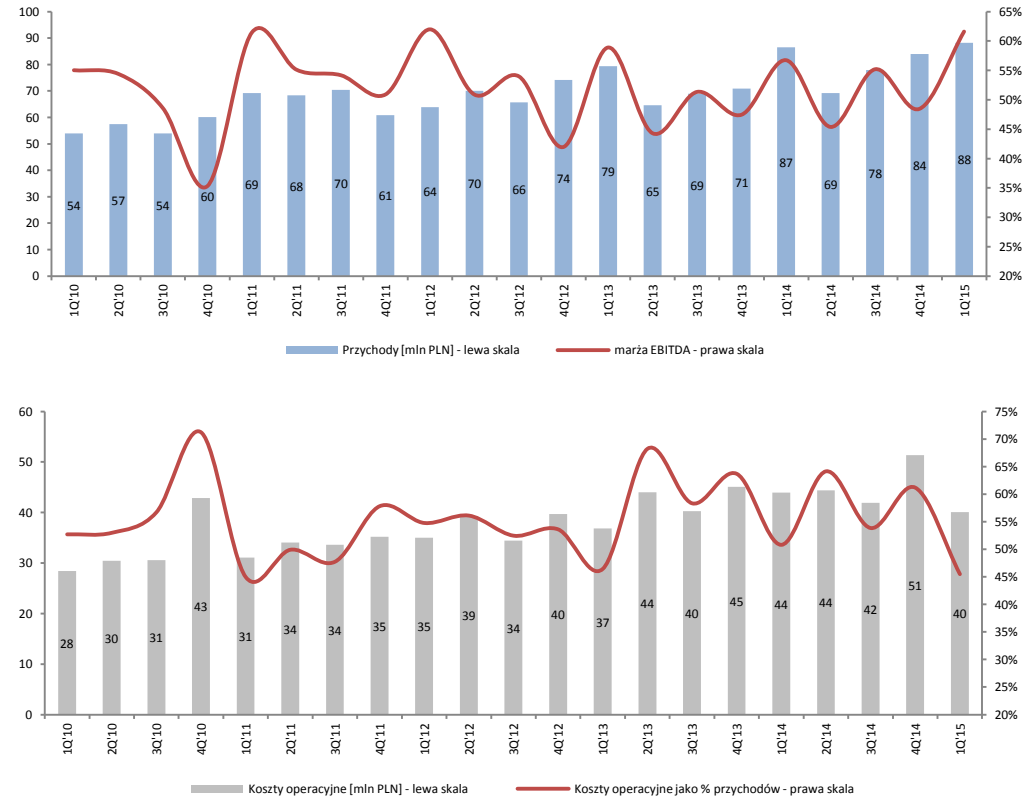
Ogółem silne wpływy z rynku towarowego oraz niższe koszty operacyjne wpłynęły na znaczący wzrost EBITDA w ujęciu r/r z pułapu 49.1 mln PLN do 54.3 mln PLN. Na poziomie salda finansowego negatywny wpływ miała erozja wyniku KDPW oraz strata Aquis. Tym samym wynik netto GPW za 1Q'15 wyniósł 38.3 mln PLN (wzrost o 2.1% r/r).

Wyniki skonsolidowane w ujęciu kwartalnym

	1Q'14	1Q'15	zmiana r/r	2Q'13-1Q'14	2Q'14-1Q'15	zmiana r/r
Przychody	**86.5**	**88.2**	**1.9%**	**290.9**	**319.2**	**9.7%**
Rynek finansowy	**56.0**	**50.2**	**-10.2%**	**208.7**	**194.3**	**-6.9%**
Przychody z obsługi obrotu	39.8	34.4	-13.6%	149.5	132.4	-11.4%
Przychody z obsługi emitentów	6.3	6.2	-1.6%	22.9	23.9	4.3%
Przychody ze sprzedaży informacji	9.8	9.6	-2.1%	36.3	38.0	4.7%
Rynek towarowy	**30.1**	**37.4**	**24.3%**	**79.9**	**121.8**	**52.3%**
Przychody z obsługi obrotu	16.1	18.5	14.8%	44.2	62.5	41.6%
Prowadzenie rejestru świadectw	7.1	7.6	7.4%	14.8	23.0	55.4%
Rozliczenie transakcji	6.8	11.2	64.2%	21.0	36.2	72.8%
Pozostałe przychody	0.5	0.6	14.5%	2.3	3.2	40.3%
Koszty operacyjne	**43.9**	**40.1**	**-8.8%**	**173.3**	**177.8**	**2.6%**
Amortyzacja	7.2	6.2	-13.8%	29.2	27.8	-5.0%
Koszty pracownicze	17.3	14.7	-15.0%	64.2	67.0	4.4%
Czynsze i inne opłaty	2.5	2.7	6.1%	10.6	10.4	-1.4%
Opłaty i podatki	5.7	6.2	7.4%	21.7	22.8	5.3%
Usługi obce, inne koszty	11.2	10.3	-7.6%	47.7	49.8	4.4%
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-0.7	0.0	---	-0.1	0.1	---
EBITDA	**49.1**	**54.3**	**10.7%**	**146.7**	**169.4**	**15.4%**
EBIT	**41.9**	**48.1**	**14.9%**	**117.5**	**141.6**	**20.5%**
Saldo finansowe	0.0	-0.9	---	-2.1	-0.9	---
Udział w zyskach stowarzyszonych	4.0	0.2	---	11.8	0.0	---
Wynik netto	**37.6**	**38.4**	**2.1%**	**109.1**	**113.1**	**3.6%**
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	**37.6**	**38.3**	**2.1%**	108.9	112.9	**3.6%**
Rynek finansowy						
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	63.3	56.7	-10.3%	249.3	227.8	-8.6%
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	3.2	2.2	-30.9%	12.6	8.5	-32.8%
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	192.5	154.8	-19.6%	818.8	732.1	-10.6%
Rynek towarowy						
Wolumen obrotu RDN [Twh]	6.5	7.1	8.9%	23.1	24.3	5.2%
Wolumen obrotu RTT [Twh]	35.0	38.6	10.3%	159.4	166.6	4.5%
Wolumen obrotu RPM [Twh]	11.1	18.8	69.8%	26.6	43.7	64.1%
Wolumen obrotu gazem [Twh]	1.0	35.5	3355.4%	3.2	146.0	4425.9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i koszty w ujęciu kwartalnym



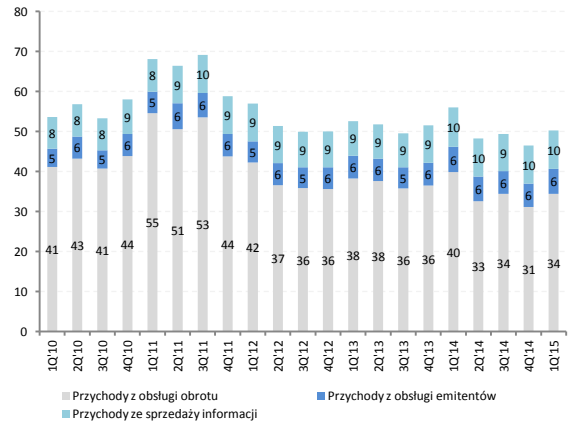
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK FINANSOWY

Przychody z rynku finansowego w 1Q'15 spadły o 10.2% r/r do 50.24 mln PLN. Spadek wpływów związany był z erozją uzyskiwanych prowizji z obrotu akcjami ora instrumentami pochodnymi.

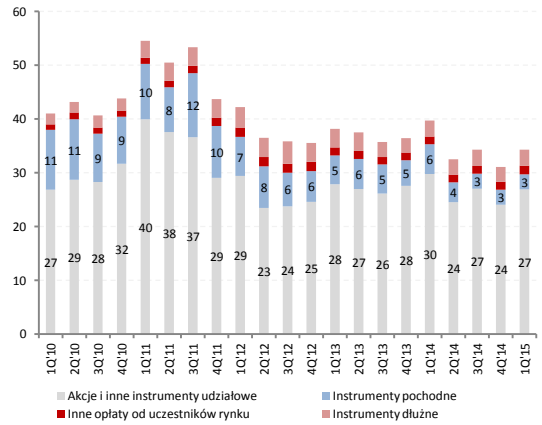
W 1Q'15 obroty akcjami i innymi instrumentami udziałowymi na Rynku Głównym i New Connect wyniosły 56.7 mld wobec 63.3 mld PLN w 1Q'14. Ogółem przychody uzyskane przez GPW z obrotu akcjami i innymi instrumentami udziałowymi były niższe r/r o 9.65% i wyniosły 26.9 mln PLN. W strukturze przychodów z obsługi obrotu nadal negatywne tendencje występowały w handlu instrumentami pochodnymi (dynamika spadku podobnie jak minionych kwartałach przekroczyła 40% r/r).

Przychody z kategorii rynek finansowy



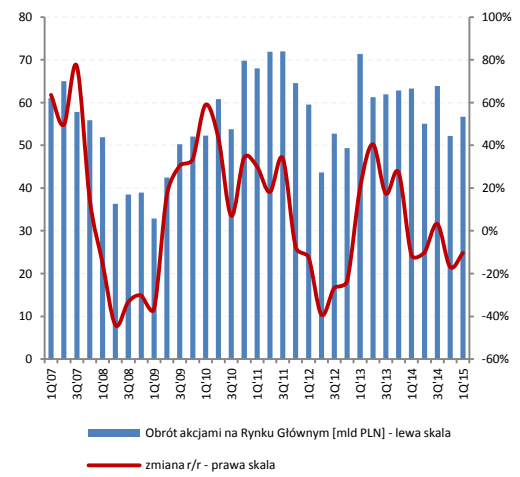
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z obsługi obrotu



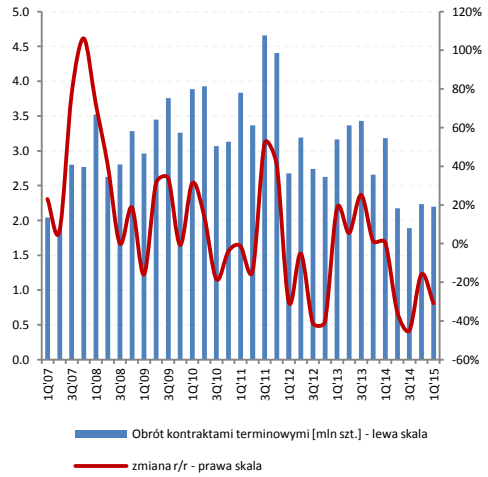
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty akcjami na Rynku Głównym



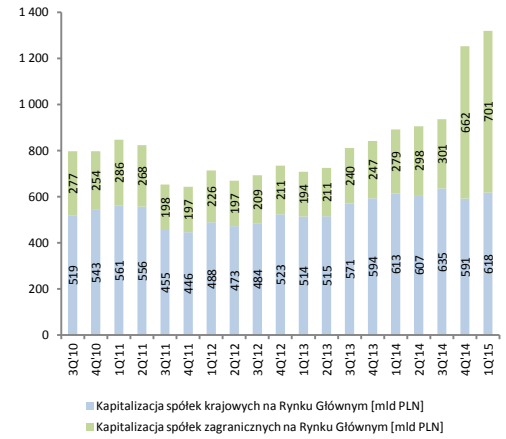
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty kontraktami terminowymi



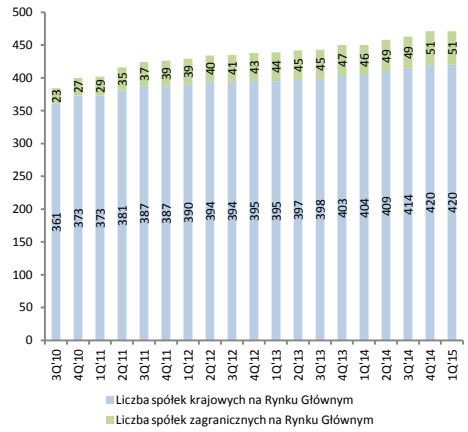
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitalizacja spółek na Rynku Głównym



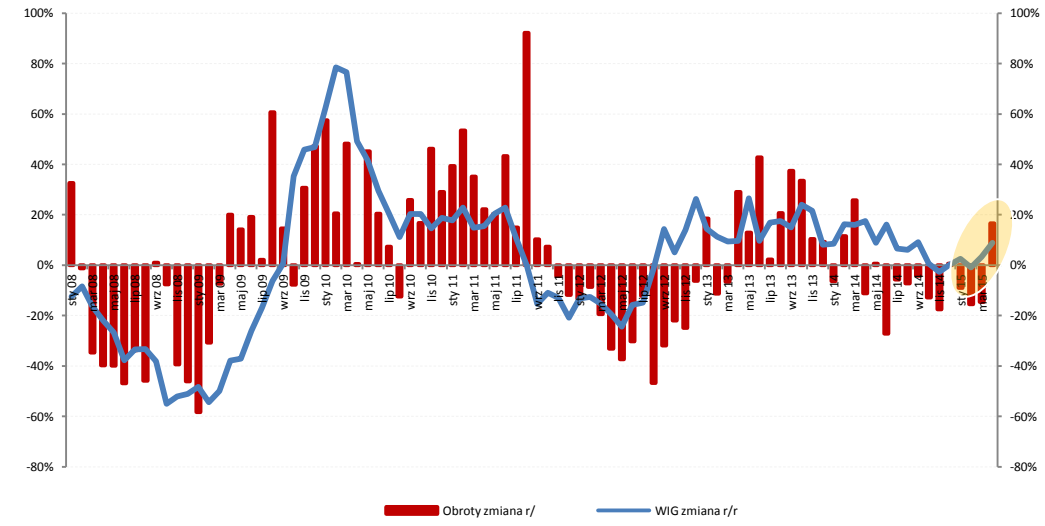
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba notowanych spółek na Rynku Głównym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Indeks WIG zmiana r/r na tle obrotów zmiana r/r



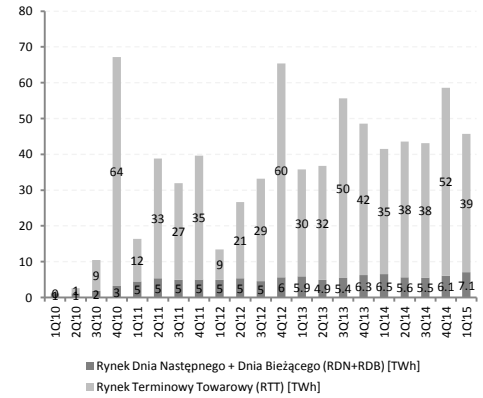
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

RYNEK TOWAROWY

W 1Q'15 łączny wolumen handlu energią elektryczną na RDNiB oraz RTT wyniósł ok. 45.7 TWh (+4.2 TWh r/r). W całym 2014 roku wolumen obrotu energią elektryczną na RDN oraz RTT wyniósł 186.7 TWh. Wzrost, względem roku 2013 (z 176.8 TWh), na RDN spowodowany był przede wszystkim wzrostem zużycia energii w Polsce i większą zmiennością cen na rynku bilansującym, z kolei lepsze wolumeny na RTT wynikały także m.in. ze zwiększenia płynności na rynku (podpisano umowy z kolejnymi podmiotami na pełnienie funkcji animatora).

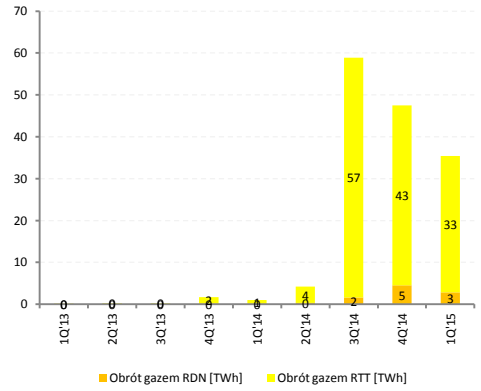
W 1Q'15 spółka zanotowała trzeci z rzędu mocny wolumen handlu gazem. Łącznie na RDN oraz RTT obroty wyniosły ok. 35.5 TWh wobec pułapów ok. 1 TWh zanotowanych w 1Q'14. W skali całego 2014 roku łączny wolumen handlu gazem na RDN oraz RTT wyniósł ok. 111.6 TWh.

Wolumen obrotów energią elektryczną



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

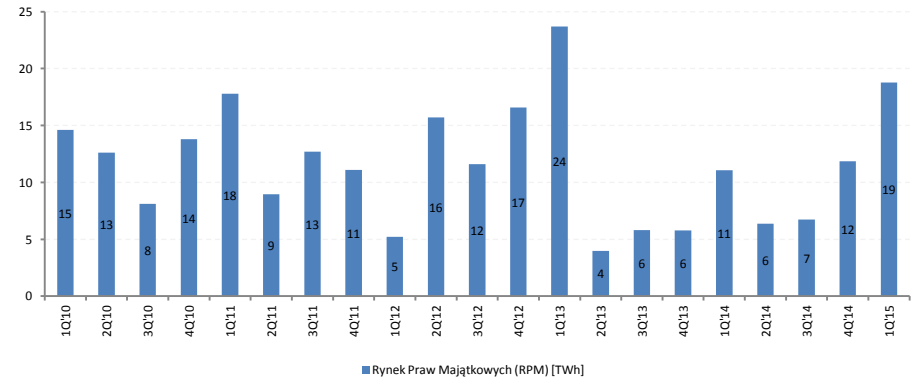
Wolumen obrotów gazem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

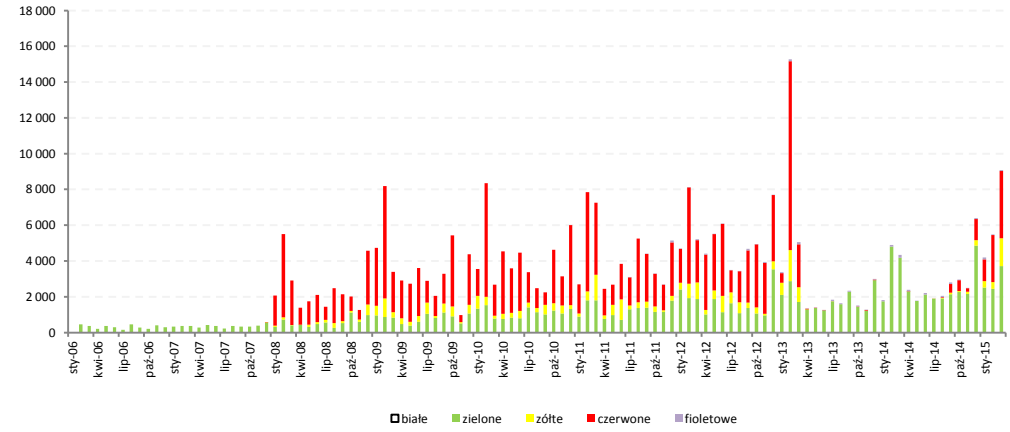
W 1Q'15 nastąpił wzrost łącznego wolumenu obrotów prawami majątkowymi z 11.1 do 18.8 TWh. W skali 2014 roku wolumen praw majątkowych przekroczył 36 TWh (w 2013 było to ponad 39 TWh). W 1Q'15 wystawiono ok. 17.5 TWh praw majątkowych i umorzono ok. 4.3 TWh. W 2014 roku najwyższy wolumen obrotu prawami majątkowymi wynikał ze świadectw pochodzenia energii elektrycznej wyprodukowanej w OZE i wyniósł ok. 32.1 TWh (wzrost o 47% r/r; efekt wzrostu produkcji energii z odnawialnych źródeł). W całym 2014 roku wolumen obrotu świadectwami pochodzenia energii wytworzonej w tzw. Kogeneracji (świadectwa czerwone i żółte) wyniósł odpowiednio 2.5 TWh i 0.6 TWh (spadek o ponad 80% r/r). Erozja wolumenów była związana ze zmianami w otoczeniu prawnym sektora energetycznego (obowiązek umarzania świadectw pochodzenia energii wyprodukowanej w wysokosprawnej kogeneracji został przywrócony w 2014 roku).

Skumulowany wolumen handlu na RPM [odczyty kwartalne; TWh]



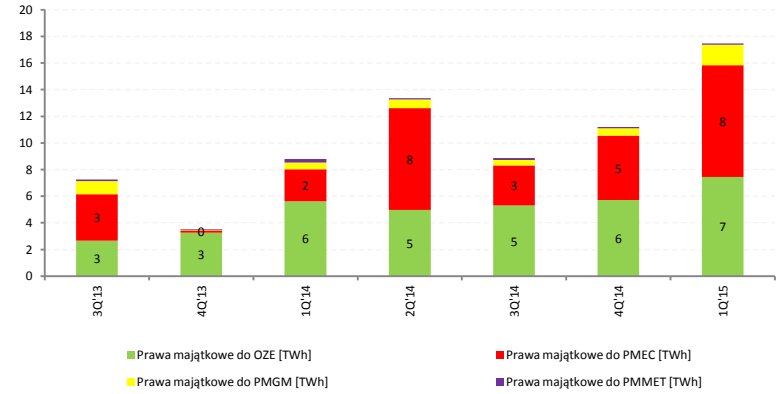
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen handlu na RPM poszczególnymi świadectwami pochodzenia [odczyty miesięczne; GWh]



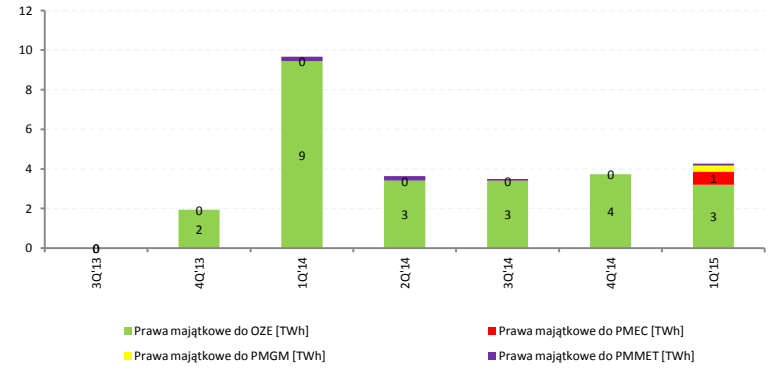
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen wystawionych świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen umorzeń świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



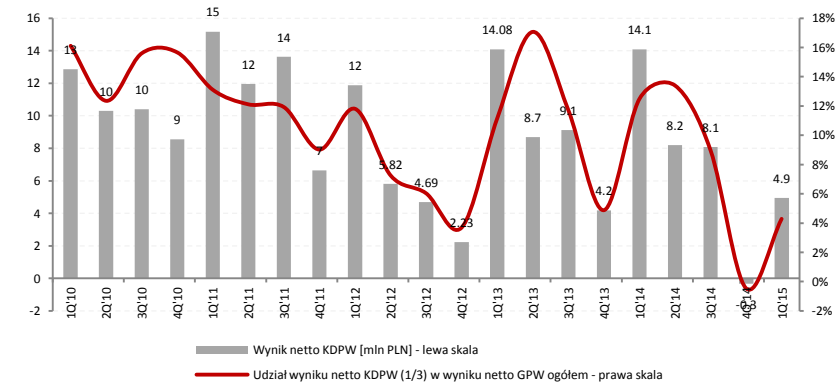
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)

GPW posiada 33.33% akcji KDPW. Jest to najistotniejsza pozycja w bilansie w pozycji jednostki stowarzyszone. W 1994 roku GPW objęła akcje w KDPW i jej udział w kapitale wynosił 66,66%. W styczniu 1999 roku GPW zbyła 30.33% udział w kapitale KDPW na rzecz NBP za 51.71 mln PLN. Od tego czasu udział GPW w kapitale akcyjnym KDPW wynosi 33.33%.

W sierpniu 2013 roku zarząd GPW zawarł z Aquis Exchange Limited umowę objęcia akcji nowej emisji. Cena nabycia pierwszej subskrypcji dających 18.51% udziału w kapitale zakładowym wyniosła 10.105 mln PLN (2 mln GBP). W lutym 2014 roku GPW dokupiła kolejne 17.72% udziały w tym podmiocie za cenę nabycia 15. 202 mln PLN (3 mln GBP). W wyniku objęcia drugiej transzy udziałów w Aquis, GPW posiada łącznie 36.23% ogólnej liczby akcji oraz dających uprawnienia do wykonywania 30.0% praw majątkowych i praw głosu w Aquis.

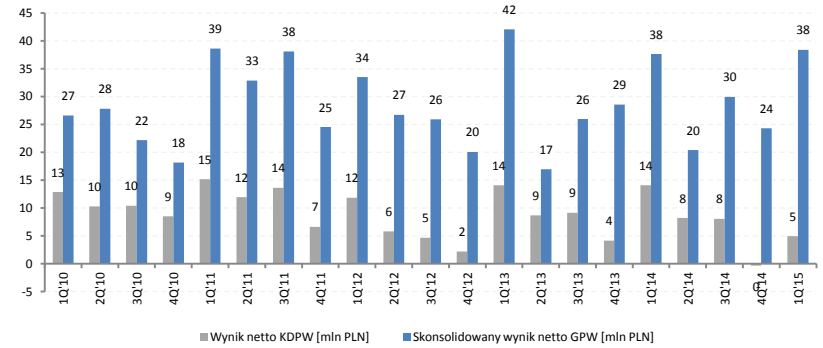
Wynik netto KDPW w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

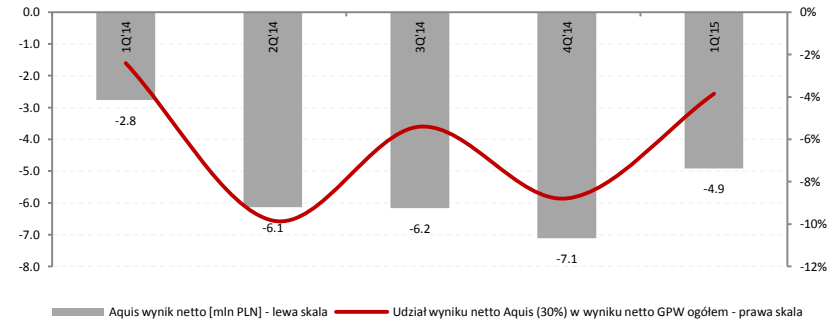
W 1Q'15 KDPW zaraportował zysk netto na poziomie ok. 4.94 mln PLN. Był to znacznie słabszy rezultat w ujęciu r/r (efekt niskich wolumenów handlu na FW20 oraz zmiany ujęcia księgowego opłat).

Wynik netto KDPW na tle GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto Aquis w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aquis osiągnął stratę za okres od dnia 18 lutego do dnia 31 grudnia 2014 roku w wysokości 22.165 mln PLN. Udział GPW w stracie Aquis na dzień 31 grudnia 2014 roku wynosił 6.65 mln PLN. Za sam 1Q'15 strata Aquis wyniosła ok. 4.9 mln PLN.

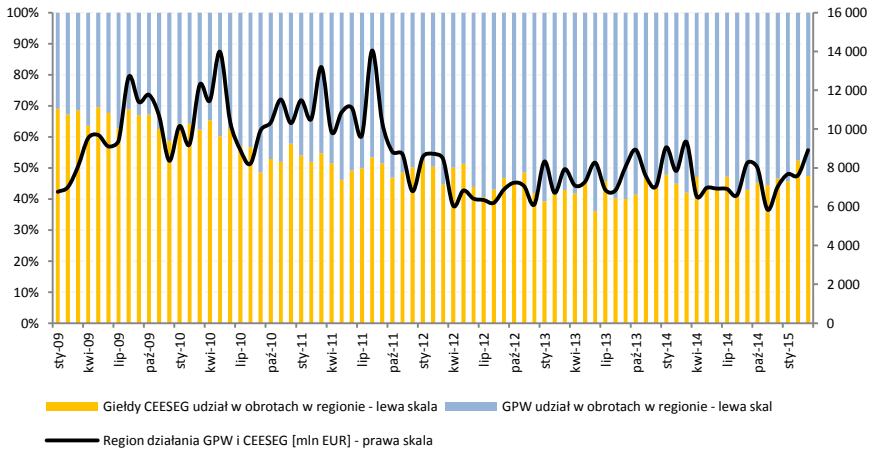
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ

GPW jest największą giełdą w regionie Europy Środkowej. W ostatnich latach pozycja spółki wyraźnie się umocniła. W latach 2011-2013 roku obroty na GPW stanowiły odpowiednio 50.1%, 54.2% i 59.3% obrotów na wszystkich giełdach regionu. W 2014 roku nastąpił jednak spadek znaczenia roli GPW i udział w obrotach spadł do ok. 56% (w EUR). W okresie styczeń-marzec '15 dynamika spadku obrotów w regionie wyniosła ponad 7.5% r/r. Giełdy CEESEG zanotowały płaski wynik, z kolei obroty na GPW były niższe o 13.6% r/r (w przeliczeniu na EUR).



** do giełd regionu Europy Środkowej zaliczamy giełdy w Polsce, Czechach, Słowacji, Austrii, na Węgrzech, w Rumunii, Bułgarii i Słowenii*

Obroty na giełdach w regionie Europy Środkowej [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA NOWEJ STRATEGII SPÓŁKI

Władze spółki pod koniec października 2014 roku zaprezentowały zaktualizowaną strategię rozwoju grupy GPW na lata 2014 – 2020. Głównym celem odświeżonej strategii GPW.2020 jest uczynienie z krajowej giełdy pierwszego wyboru dla inwestorów i emitentów w Europie Środkowo-Wschodniej. Podstawową zmianą do wcześniejszego podejścia jest koncentracja na rozwoju organicznym (zdecydowanie mniejszy akcent położony na rozwój nowych zewnętrznych projektów).

Jednym z celów strategii jest doprowadzenie w 2020 roku do „pełnego operacyjnego zintegrowania grupy kapitałowej GPW" i zwiększenia jej kosztowej efektywności. W tym celu ma zostać stworzone centrum usług wspólnych oraz optymalizacja wykorzystywanych dotychczas nieruchomości. Wprowadzony program oszczędnościowy (dotyczący m. in. pozycji czynsze, usługi IT, usługi obce) ma w 2017 roku wygenerować około 19 mln PLN oszczędności w stosunku do bazy kosztowej rozumianej jako koszty operacyjne za 12 miesięcy (licząc do końca 3Q'14). Władze spółki liczą, że pozwoli to wygenerować dodatkowe środki finansowe na wsparcie obszarów o największym potencjale rozwoju.

Po stronie przychodowej strategia zakłada, że na poziomie skonsolidowanym wpływy spółki (razem z rynku finansowego i towarowego) do 2020 roku będą rosły w średniorocznym tempie 7%.

Uwzględniając cele dla przychodów i kosztów, intencją władz spółki jest istotne obniżenie (w stosunku do bazy z lat 2013-2014) wskaźnika C/I (rozumianego jako relacja kosztów operacyjnych do przychodów). Zakomunikowany docelowy poziom C/I ma zejść poniżej pułapu 50%.

Polityka dywidendowa przewiduje rekomendowanie na WZA wypłat dywidend na poziomie powyżej 60% skonsolidowanego zysku przypadającego akcjonariuszom jednostki dominującej (skorygowanego o udział w zyskach jednostek stowarzyszonych) jednocześnie władze spółki zadeklarowały, że będą rekomendowały na WZA aby poziom dywidendy za 2014 i 2015 rok wynosił odpowiednio 2.4 i 2.6 PLN/akcję.

Ambicje finansowe grupy GPW do 2020 roku

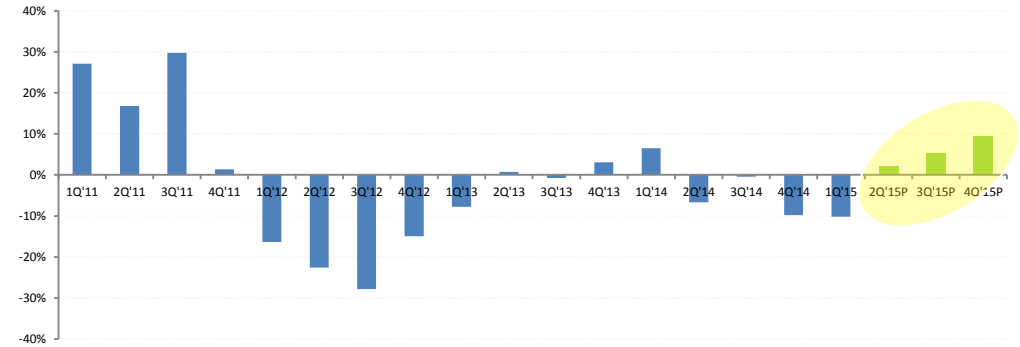
	2013	Ambicje do 2020
Przychody (mln zł)	284	Średnioroczny wzrost: 7% p.a.
EBITDA (mln zł)	144	Podwojenie wyniku EBITDA
Wskaźnik Cost / Income	0,59	< 0,50
Wskaźnik wypłaty dywidendy	44%	> 60%[46] (Wypłata z zysku 2014 r. 2,4 zł brutto na 1 akcję oraz z zysku za 2015 r. 2,6 zł brutto na 1 akcję)

Źródło: spółka

PROGNOZA WYNIKÓW NA 2015 ROK ORAZ NA KOLEJNE OKRESY

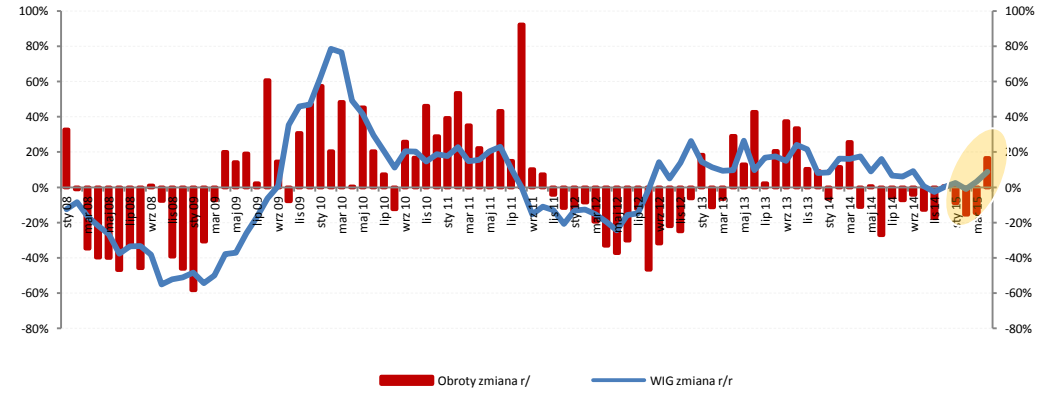
Perspektywa wyników dla segmentu rynku finansowego w najbliższych okresach może być wg nas coraz bardziej obiecująca. Zakładamy, że licząc od 2Q'15 w trakcie kolejnych kilku kwartałów segment rynek finansowy będzie wykazywał dodatnią dynamikę wzrostu przychodów w ujęciu r/r. Przemawia za tym niska baza z 2014 roku oraz obserwowane ożywienie na rynku akcji (wzrost kursów wielu podmiotów z korzystnym przełożeniem na poziom obrotów). Dlatego liczymy, że po słabym okresie 1Q'15 dla rynku finansowego (ubytek wpływów rzędu 5.7 mln PLN), kolejne odczyty w 2015 roku powinny być bardziej optymistyczne. W skali całego 2015 roku przyjmujemy, że wpływy z rynku finansowego będą o ponad 1% wyższe r/r. Obserwowane ożywienie na rynku finansowym powinno wg naszych założeń być kontynuowane w 2016 roku.

Dynamika przychodów w ujęciu r/r segmentu rynek finansowy oraz założenia na 2Q-4Q'15



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Indeks WIG zmiana r/r na tle poziomu obrotów zmiana r/r



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg, spółka

Dla rynku towarowego przyjmujemy utrwalenie pozytywnych tendencji z minionych kwartałów. Tym samym oczkujemy, że w skali 2015 roku przychody segmentu wzrosną o ponad 14% (efekt handlu gazem oraz wysokich wolumenów na prawach majątkowych).

Tym samym, wg naszych założeń, przy odbudowie rynku finansowego oraz mocnych wpływach z rynku towarowego, spółka na poziomie skonsolidowanym powinna wykazywać wzrost EBITDA w ujęciu r/r przez kilka kolejnych kwartałów. Ogółem na 2015 rok przyjęliśmy wzrost EBITDA do 185.3 mln PLN i spadek wskaźnika C/I do 52.5%. Na kolejne dwa lata przyjmujemy dalsze umocnienie wyników spółki i EBITDA w modelu rośnie do ponad 200 mln PLN w 2016 roku i do prawie 2016 mln PLN w 2017 roku (na koniec 2017 roku wskaźnik C/I spada w naszym modelu do 50.2%).

Nasze założenia modelowe w średnim terminie są ostrożniejsze niż przedstawione cele strategiczne spółki do 2020 roku. Przyjmujemy istotne zejście wskaźnika C/I do pułapu odpowiednio 52.5% i niespełna 51% w latach 2015-2016. W kolejnych okresach nie przewidujemy zejścia wskaźnika C/I poniżej progu 50%. Dynamika wzrostu przychodów w naszym modelu jest mniejsza niż ambicje spółki (średnioroczny wzrost wpływów na poziomie ok. 7%). Oceniamy, że segment rynku towarowego notuje już obecnie dobre wyniki, z kolei segment rynku finansowego obarczony jest szeregiem ryzyk i dopiero obserwujemy pierwsze symptomy odbudowy przychodów w ujęciu r/r. Prognozowany przez nas docelowy pułap EBITDA w 2020 roku jest na poziomie niespełna 244 mln PLN, podczas gdy ambicją władz spółki jest podwojenie poziomu z 2013 roku, kiedy to EBITDA wynosiła 144.4 mln PLN.

Założenia BDMu na tle celów strategicznych spółki

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Komentarz
Przychody GPW [mln PLN]	317.6	335.8	357.2	378.2	394.4	411.2	425.0	
Przychody rynek finansowy	200.0	202.1	213.9	228.0	241.1	255.0	265.7	
Przychody rynek towarowy	114.5	130.9	140.4	147.3	150.3	153.2	156.2	
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	
Przychody GPW zmiana r/r	11.9%	5.7%	6.4%	5.9%	4.3%	4.3%	3.3%	ambicją spółki jest średnioroczny wzrost przychodów o 7% do 2020 roku
Przychody rynek finansowy	-2.6%	1.1%	5.8%	6.6%	5.7%	5.8%	4.2%	
Przychody rynek towarowy	50.6%	14.4%	7.3%	4.9%	2.0%	1.9%	1.9%	
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	
Przychody GPW struktura	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Przychody rynek finansowy	63%	60%	60%	60%	61%	62%	63%	
Przychody rynek towarowy	36%	39%	39%	39%	38%	37%	37%	
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	
C/I	57.2%	52.5%	50.9%	50.2%	50.1%	50.0%	50.0%	zgodnie ze strategią wskaźnik C/I ma zejść poniżej progu 50% do 2020 roku
EBITDA [mln PLN]	164.1	185.3	203.5	218.1	227.0	236.6	243.8	celem spółki jest podwojenie EBITDA do 2020 roku względem 2013 roku (był to poziom 144.4 mln PLN)

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2015-2017

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15P	3Q'15P	4Q'15P	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	**70.8**	**86.5**	**69.3**	**77.9**	**83.9**	**88.2**	**79.0**	**81.6**	**87.1**	**283.8**	**317.6**	**335.8**	**357.2**	**378.2**
Rynek finansowy	**51.5**	**56.0**	**48.2**	**49.3**	**46.5**	**50.2**	**49.2**	**51.9**	**50.8**	**205.3**	**200.0**	**202.1**	**213.9**	**228.0**
Przychody z obsługi obrotu	36.4	39.8	32.5	34.3	31.1	34.4	33.5	35.7	34.3	147.9	137.8	137.9	147.2	159.6
Przychody z obsługi emitentów	5.7	6.3	6.1	5.7	5.8	6.2	6.1	6.6	6.8	22.3	24.0	25.7	27.2	28.0
Przychody ze sprzedaży informacji	9.4	9.8	9.6	9.3	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6	35.1	38.2	38.5	39.5	40.4
Rynek towarowy	**18.8**	**30.1**	**20.3**	**28.3**	**35.7**	**37.4**	**29.1**	**28.9**	**35.5**	**76.0**	**114.5**	**130.9**	**140.4**	**147.3**
Przychody z obsługi obrotu	10.8	16.1	10.2	15.1	18.7	18.5	14.6	14.5	18.3	39.9	60.1	66.0	71.2	75.4
Prowadzenie rejestru świadectw	3.0	7.1	4.8	4.7	5.9	7.6	5.6	5.6	6.1	15.6	22.5	24.9	26.2	26.3
Rozliczenie transakcji	5.1	6.8	5.4	8.5	11.2	11.2	8.9	8.8	11.1	20.5	31.9	39.9	43.1	45.6
Pozostałe przychody	0.5	0.5	0.7	0.3	1.7	0.6	0.7	0.8	0.8	2.5	3.1	2.8	2.9	2.9
Koszty operacyjne	**45.1**	**43.9**	**44.4**	**41.9**	**51.3**	**40.1**	**44.3**	**44.0**	**48.0**	**166.2**	**181.6**	**176.5**	**181.9**	**189.8**
Amortyzacja	7.2	7.2	7.1	6.9	7.5	6.2	6.3	6.3	6.4	25.7	28.8	25.1	27.3	28.8
Koszty pracownicze	14.7	17.3	16.3	15.9	20.1	14.7	17.5	17.4	18.9	64.0	69.5	68.5	71.6	74.5
Czynsze i inne opłaty	2.7	2.5	2.6	3.0	2.1	2.7	2.7	2.6	2.5	10.6	10.3	10.5	7.9	7.7
Opłaty i podatki*	5.6	5.7	5.9	5.9	4.9	6.2	6.3	6.3	6.3	20.8	22.4	25.0	25.0	25.1
Usługi obce, inne koszty	14.9	11.2	12.5	10.2	16.8	10.3	11.5	11.5	14.0	45.1	50.6	47.3	50.0	53.7
EBITDA	**33.6**	**49.1**	**31.4**	**43.0**	**40.7**	**54.3**	**41.2**	**44.0**	**45.7**	**144.4**	**164.1**	**185.3**	**203.5**	**218.1**
EBIT	**26.4**	**41.9**	**24.3**	**36.1**	**33.1**	**48.1**	**34.9**	**37.8**	**39.3**	**118.6**	**135.4**	**160.1**	**176.2**	**189.3**
Saldo finansowe	-1.1	0.0	0.4	0.1	-0.5	-0.9	-0.3	-0.4	-0.6	-1.3	0.0	-2.1	-2.6	-0.3
Udział w zyskach stowarzyszonych	1.6	4.0	0.9	1.1	-2.2	0.2	0.4	0.6	0.8	12.5	3.7	2.0	6.3	8.5
Wynik netto	28.5	37.6	20.4	30.0	24.3	38.4	28.4	30.9	32.2	113.5	112.3	129.9	146.9	161.6
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	**28.6**	**37.6**	**20.3**	**29.9**	**24.3**	**38.3**	**28.3**	**30.8**	**32.1**	**113.3**	**112.1**	**129.6**	**146.5**	**161.2**
Rynek finansowy														
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	62.8	63.3	55.0	63.9	52.2	56.7	55.8	60.4	57.0	257.4	234.4	229.9	258.6	289.6
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	2.66	3.18	2.17	1.89	2.23	2.20	2.02	1.99	2.25	12.62	9.48	8.47	9.79	11.26
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	201.9	192.5	206.4	217.6	153.3	154.8	149.2	144.2	139.7	849.0	769.8	587.8	602.4	617.5
Rynek towarowy														
Wolumen obrotu RDN [TWh]	6.3	6.5	5.6	5.5	6.1	7.1	5.7	5.6	6.3	22.5	23.7	24.8	25.4	26.0
Wolumen obrotu RTT [TWh]	42.3	35.0	37.9	37.6	52.5	38.6	38.9	38.5	53.8	154.3	163.0	169.8	174.0	178.4
Wolumen obrotu RPM [TWh]	5.8	11.1	6.4	6.7	11.9	18.8	8.0	8.0	11.0	39.3	36.0	45.8	49.0	50.7
Wolumen obrotu gazem [TWh]	1.7	1.0	4.2	58.9	47.5	35.5	27.5	26.0	37.0	2.4	111.6	126.0	134.8	142.1

**- obecnie trwają prace nad zmianami w sposobie finansowania KNF (przewiduje się istotne obniżenie opłat jakie ponosić będzie GPW oraz KDPW); liczymy że ta pozycja kosztowa netto (już po uwzględnieniu zmian w cennikach opłat pobieranych przez GPW) będzie dawała nam w przyszłości pole do korzystnej rewizji prognozowanych wyników spółki*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z czerwca 2014 roku skorygowaliśmy w górę nasze założenia przychodowe zarówno dla segmentu finansowego jak i towarowego. Dodatkowo uwzględniliśmy większą dyscyplinę kosztową i niszy poziom wskaźnika C/I. Tym samym podnieśliśmy poziom EBITDA na 2015 i kolejne lata prognozy.

Zmiana założeń w porównaniu do raportu analitycznego z 05.06.2014 roku

	2015 stare	2015 nowe	zmiana	2016 stare	2016 nowe	zmiana	2017 stare	2017 nowe	zmiana
Przychody	314.9	335.8	7%	330.7	357.2	8%	346	378.2	9%
rynek finansowy	192.1	202.1	5%	198.7	213.9	8%	208.3	228.0	9%
rynek towarowy	119.9	130.9	9%	129	140.4	9%	134.7	147.3	9%
EBITDA	164.3	185.3	13%	171.9	203.5	18%	180.5	218.1	21%
EBIT	135.5	160.1	18%	141.3	176.2	25%	149.5	189.3	27%
Wynik netto	120.5	129.6	8%	126.9	146.5	15%	137.7	161.2	17%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Zwracamy uwagę, że z uwagi na specyfikę modelu biznesowego spółka obarczona jest szeregiem ryzyk, które często pozostają poza kontrolą GPW. W szczególności inwestorzy powinni uwzględniać poniższe ryzyka i przyszłe zmiany jakie mogą wpływać na wyniki GPW:

- Na wolumen i wartość obrotów na rynkach prowadzonych i obsługiwanych przez grupę wpływ może mieć szereg czynników makroekonomicznych, które są poza wpływem samej GPW. W szczególności inwestorzy powinni być świadomi wpływu tendencji panujących na światowych/lokalnych rynkach finansowych, wpływu zmian w zakresie regulacji obrotem poszczególnymi instrumentami czy zmianami w polityce podatkowej.

- Kluczową rolę, poza inwestorami zagranicznymi, w obrocie krajowym odgrywają m.in. krajowe OFE. Spadek aktywności tych inwestorów, dalsze ograniczenie składek przekazywanych z systemu emerytalnego i złagodzenie limitów inwestycyjnych w instrumenty finansowe na rynkach zagranicznych może znacząco zmniejszyć wartość obrotów na instrumentach notowanych na GPW. Dodatkowo po zmianach w zasadach funkcjonowania OFE trzeba mieć na uwadze ryzyko ograniczenia wielkości aktywnego kapitału zagranicznego na GPW, dla którego komfort inwestowania w krajowe podmioty może być znacznie mniejszy.

- GPW jest w Polsce dominującym podmiotem w handlu na rynku finansowym jak i towarowym. Przepisy UE umożliwiają działanie na krajowym rynku innych podmiotów. Tym samym inwestorzy powinni mieć na uwadze, że udział GPW w obrotach na krajowym rynku może ulec stopniowemu zmniejszeniu. Zagrożeniem dla GPW są m.in. alternatywne platformy obrotu, w tym wielostronne systemy obrotu MTF (multirateral trading facilities). W regionie CEE konkurencja ze strony tych platform jest obecnie ograniczona. Niemniej na rynkach zachodniej UE udział MTF w obrotach ogółem jest istotny.

- Uczestnicy rynku mogą nadal wywierać presję na dalszą redukcję opłat transakcyjnych. Inwestorzy powinni mieć zatem na uwadze, że w przyszłości GPW może obniżyć opłaty transakcyjne. Zwracamy też uwagę, że obecne opłaty pobierane przez GPW są ciągle relatywnie wysokie na tle innych rozwiniętych giełd, istotnie niższe opłaty pobierane są także przez MTFy.

- W scenariuszu utraty władzy przez obecną koalicję (PO-PSL), po tegorocznych jesiennych wyborach parlamentarnych, należy mieć świadomość, że wzrośnie prawdopodobieństwo przyszłych zmian we władzach spółki (osoby te są autorami obecnego ambitnego programu średnioterminowego do 2020 roku).

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZiS [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody	**268.8**	**273.8**	**283.8**	**317.6**	**335.8**	**357.2**	**378.2**	**394.4**	**411.2**	**425.0**	**439.3**	**453.2**
Rynek finansowy	262.3	208.1	205.3	200.0	202.1	213.9	228.0	241.1	255.0	265.7	276.9	287.6
Przychody z obsługi obrotu	202.3	150.1	147.9	137.8	137.9	147.2	159.6	170.8	182.9	191.7	200.9	209.6
Przychody z obsługi emitentów	23.4	21.5	22.3	24.0	25.7	27.2	28.0	28.8	29.7	30.6	31.5	32.5
Przychody ze sprzedaży informacji	36.6	36.5	35.1	38.2	38.5	39.5	40.4	41.4	42.4	43.4	44.5	45.5
Rynek towarowy	1.6	62.6	76.0	114.5	130.9	140.4	147.3	150.3	153.2	156.2	159.2	162.4
Przychody z obsługi obrotu	1.6	30.2	39.9	60.1	66.0	71.2	75.4	77.2	78.9	80.6	82.5	84.3
Prowadzenie rejestru świadectw pochodzenia	0.0	16.5	15.6	22.5	24.9	26.2	26.3	26.5	26.6	26.7	26.9	27.0
Rozliczenie transakcji	0.0	15.9	20.5	31.9	39.9	43.1	45.6	46.7	47.7	48.8	49.9	51.0
Pozostałe przychody	5.0	3.0	2.5	3.1	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2
Koszty operacyjne	**134.0**	**148.5**	**166.2**	**181.6**	**176.5**	**181.9**	**189.8**	**197.5**	**205.5**	**212.6**	**219.6**	**226.7**
Amortyzacja	15.6	16.6	25.7	28.8	25.1	27.3	28.8	29.2	29.9	30.5	31.0	31.5
Koszty pracownicze	51.8	59.9	64.0	69.5	68.5	71.6	74.5	77.4	80.5	83.8	87.1	90.6
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	6.9	9.9	10.6	10.3	10.5	7.9	7.7	8.0	8.2	8.5	8.8	9.1
Opłaty i podatki	15.7	19.5	20.8	22.4	25.0	25.0	25.1	25.7	26.3	27.0	27.7	28.4
Usługi obce	36.2	33.7	36.2	42.0	38.9	42.0	44.8	47.3	50.2	52.3	54.0	55.7
Inne koszty operacyjne	7.7	9.0	8.9	8.7	8.5	8.0	8.9	9.9	10.3	10.6	11.0	11.3
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	-1.2	-0.1	1.1	-0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
EBITDA	**149.3**	**141.8**	**144.4**	**164.1**	**185.3**	**203.5**	**218.1**	**227.0**	**236.6**	**243.8**	**251.7**	**259.1**
EBIT	**133.7**	**125.3**	**118.6**	**135.4**	**160.1**	**176.2**	**189.3**	**197.8**	**206.7**	**213.3**	**220.6**	**227.6**
Saldo finansowe	13.9	-3.7	-1.3	0.0	-2.1	-2.6	-0.3	3.6	4.1	4.7	5.2	5.7
Udział w zyskach stowarzyszonych	15.5	9.2	12.5	3.7	2.0	6.3	8.5	10.6	12.8	13.3	13.9	14.0
Wynik brutto	163.1	130.8	129.8	139.1	160.0	179.9	197.6	212.0	223.6	231.3	239.7	247.2
Wynik netto	**134.1**	**106.2**	**113.5**	**112.3**	**129.9**	**146.9**	**161.6**	**173.7**	**183.6**	**189.9**	**196.8**	**202.9**
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	133.7	105.8	113.3	112.1	129.6	146.5	161.2	173.3	183.1	189.4	196.3	202.4

Rynek finansowy	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	270.1	205.5	257.4	234.4	229.9	258.6	289.6	311.3	334.7	351.4	369.0	385.6
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	15.6	11.3	12.6	9.5	8.5	9.8	11.3	12.3	13.4	14.2	15.1	15.9
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	1 039.9	1 064.5	849.0	769.8	587.8	602.4	617.5	632.9	648.8	665.0	681.7	698.8

Rynek towarowy	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Wolumen obrotu RDN [TWh]	---	17.4	22.5	23.7	24.8	25.4	26.0	26.5	27.1	27.6	28.2	28.7
Wolumen obrotu RTT [TWh]	---	114.4	154.3	163.0	169.8	174.0	178.4	181.9	185.6	189.3	193.1	196.9
Wolumen obrotu RPM [TWh]	---	49.1	39.3	36.0	45.8	49.0	50.7	52.5	53.8	55.1	56.5	57.9
Wolumen obrotu gazem [TWh]	---	---	2.4	111.6	126.0	134.8	142.1	145.3	148.2	151.2	154.2	157.3

	2011	**2012**	**2013**	**2014**	**2015P**	**2016P**	**2017P**	**2018P**	**2019P**	**2020P**	**2021P**	**2022P**
Przychody zmiana r/r	19.1%	1.9%	3.6%	11.9%	5.7%	6.4%	5.9%	4.3%	4.3%	3.3%	3.3%	3.2%
Struktura przychodów (rynek finansowy)	*97.6%*	*76.0%*	*72.3%*	*63.0%*	*60.2%*	*59.9%*	*60.3%*	*61.1%*	*62.0%*	*62.5%*	*63.0%*	*63.5%*
Struktura przychodów (rynek towarowy	*2.4%*	*24.0%*	*27.7%*	*37.0%*	*39.8%*	*40.1%*	*39.7%*	*38.9%*	*38.0%*	*37.5%*	*37.0%*	*36.5%*
Koszty / przychody	49.8%	54.2%	58.6%	57.2%	52.5%	50.9%	50.2%	50.1%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
Marża EBITDA	55.5%	51.8%	50.9%	51.7%	55.2%	57.0%	57.7%	57.6%	57.5%	57.4%	57.3%	57.2%
Marża EBIT	49.7%	45.7%	41.8%	42.6%	47.7%	49.3%	50.1%	50.2%	50.3%	50.2%	50.2%	50.2%
Marża netto	49.9%	38.8%	40.0%	35.4%	38.7%	41.1%	42.7%	44.1%	44.6%	44.7%	44.8%	44.8%
Wynik netto KDPW [mln PLN]	47.4	24.6	36.1	30.0	25.7	29.9	31.9	33.8	35.7	37.2	38.8	40.3
Wynik KDPW przypadający GPW jako % wyniku grupy	11.8%	7.8%	10.6%	8.9%	6.6%	6.8%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%

Bilans [mln PLN]	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	**355.3**	**512.0**	**576.4**	**572.7**	**584.2**	**642.9**	**649.8**	**659.0**	**671.7**	**685.6**	**700.5**	**716.0**
RZAT	128.7	133.1	124.0	119.8	115.0	117.8	115.6	115.0	115.7	117.0	118.7	120.9
WNiP	60.6	209.5	269.2	261.0	280.4	334.2	339.8	344.3	349.1	354.5	360.0	365.7
Inwestycje w jedn stowarzyszonych	147.9	151.2	158.5	188.1	185.1	187.2	190.7	196.0	203.1	210.5	218.2	225.7
Pozostałe aktywa trwałe	18.1	18.1	24.7	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Aktywa obrotowe	**377.6**	**447.0**	**482.7**	**451.4**	**468.9**	**449.4**	**227.4**	**252.1**	**276.8**	**298.2**	**320.2**	**341.9**
Zapasy	0.3	0.3	0.2	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Należności handlowe oraz pozostałe	29.6	62.9	34.8	42.6	93.3	99.2	105.1	109.5	114.2	118.0	122.0	125.9
Aktywa fin dostępne do sprzedaży	56.7	0.1	0.1	10.5	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Środki pieniężne	291.1	378.9	436.8	389.0	361.0	335.5	107.7	127.8	147.8	165.4	183.5	201.3
w tym o ograniczonym dysponowaniu	0.0	121.5	125.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aktywa razem	**732.9**	**959.0**	**1059.1**	**1024.2**	**1053.1**	**1092.3**	**877.2**	**911.0**	**948.5**	**983.8**	**1020.8**	**1057.9**
Kapitał własny	**524.5**	**555.9**	**638.1**	**700.5**	**729.5**	**767.3**	**797.1**	**829.7**	**865.9**	**900.1**	**935.9**	**971.9**
Kapitał podstawowy	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9
Pozostałe kapitały	0.3	-1.0	1.3	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Niepodzielony wynik finansowy	459.1	491.6	571.8	633.6	662.4	699.8	729.2	761.4	797.2	831.0	866.3	901.8
Kapitał mniejszości	1.3	1.4	1.1	1.1	1.4	1.8	2.2	2.6	3.0	3.4	3.9	4.4
Zobowiązania długoterminowe	**175.5**	**247.8**	**249.6**	**259.4**	**256.7**	**257.0**	**13.0**	**13.2**	**13.5**	**13.7**	**14.0**	**14.2**
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	170.3	243.5	244.1	244.3	244.3	244.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Pozostałe zobowiązania dł. term.	5.2	4.3	5.5	15.1	12.4	12.7	12.9	13.1	13.3	13.6	13.8	14.1
Zobowiązania krótkoterminowe	**32.9**	**155.3**	**171.4**	**64.3**	**66.9**	**68.0**	**67.2**	**68.1**	**69.1**	**70.0**	**70.9**	**71.9**
Zobowiązania handlowe	10.5	4.3	12.7	10.0	11.2	11.9	12.6	13.1	13.7	14.2	14.6	15.1
Zobowiązania podatkowe	5.0	2.5	0.7	1.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Pozostałe zobowiązania	4.5	134.1	144.0	41.6	40.5	40.5	40.5	40.5	40.5	40.5	40.5	40.5
Zobowiązania pracownicze	12.9	12.6	11.5	9.9	9.3	9.7	10.1	10.5	11.0	11.4	11.9	12.3
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	0.1	0.4	0.4	0.2	2.1	2.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Pasywa razem	**732.9**	**959.0**	**1059.1**	**1024.2**	**1053.1**	**1092.3**	**877.2**	**911.0**	**948.5**	**983.8**	**1020.8**	**1057.9**
Dług %	170.4	243.9	244.4	244.4	246.4	246.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dług netto [mln PLN]	-189.2	-24.8	-88.2	-156.1	-126.1	-100.6	-118.9	-139.0	-159.0	-176.6	-194.7	-212.5

Cash Flow [mln PLN]	2011	2012	2013P	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
CF operacyjny	130.0	126.9	175.7	161.7	106.2	163.3	177.4	189.0	197.2	204.3	211.1	217.8
CF inwestycyjny	18.5	-38.2	-74.8	-23.1	-33.3	-79.7	-27.2	-27.8	-29.9	-31.1	-32.0	-33.1
CF finansowy	35.0	-1.0	-44.4	-60.5	-100.8	-109.1	-378.0	-141.1	-147.3	-155.7	-161.0	-166.9
Zmiana netto środków pieniężnych	183.5	87.8	56.5	78.1	-27.9	-25.5	-227.8	20.1	20.0	17.6	18.1	17.8
Środki pieniężne sop	107.6	291.1	378.9	311.5	389.0	361.0	335.5	107.7	127.8	147.8	165.4	183.5
Środki pieniężne eop	**291.1**	**378.9**	**436.3**	**389.0**	**361.0**	**335.5**	**107.7**	**127.8**	**147.8**	**165.4**	**183.5**	**201.3**
w tym o ograniczonym dysponowaniu	0.0	121.5	125.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Wskaźniki rynkowe	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
P/E	15.7x	19.8x	18.5x	18.7x	16.2x	14.3x	13.0x	12.1x	11.5x	11.1x	10.7x	10.4x
EV/EBITDA	12.8x	14.7x	14.0x	11.9x	10.7x	9.8x	9.1x	8.7x	8.2x	7.9x	7.6x	7.3x
EV/EBIT	14.3x	16.6x	17.0x	14.4x	12.3x	11.4x	10.5x	9.9x	9.4x	9.0x	8.6x	8.3x
EV/S	7.1x	7.6x	7.1x	6.1x	5.9x	5.6x	5.2x	5.0x	4.7x	4.5x	4.3x	4.2x
P/BV	4.0x	3.8x	3.3x	3.0x	2.9x	2.7x	2.6x	2.5x	2.4x	2.3x	2.2x	2.2x
ROE	25.6%	19.7%	19.0%	16.8%	18.2%	19.6%	20.7%	21.4%	21.7%	21.5%	21.4%	21.3%
ROA	20.8%	12.6%	11.3%	10.8%	12.5%	13.7%	16.4%	19.4%	19.7%	19.7%	19.6%	19.5%
DPS	3.22	1.45	0.79	1.20	2.40	2.60	3.14	3.36	3.51	3.71	3.84	3.98
Dividend yield	6.4%	2.9%	1.6%	2.4%	4.8%	5.2%	6.3%	6.7%	7.0%	7.4%	7.7%	7.9%

WYDZIAŁ ANALIZ i INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media, handel stalą

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krystian Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
akumuluj	**56.8**	**akumuluj**	**43.3**	**13.05.2015**	**50.1**	**57 255**
akumuluj	43.3	sprzedaj	33.0	05.06.2014	37.9	52 609
sprzedaj	33.0	akumuluj	42.4	14.07.2013	39.8	47 406
akumuluj	42.4	trzymaj	36.7	1.01.2013	38.8	47 150
trzymaj	36.7	redukuj	34.0	18.10.2012	37.25	44 354
redukuj	34.0	---	---	03.07.2012	37.57	40 586

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'15:

Kupuj	2	33%
Akumuluj	3	50%
Trzymaj	1	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej

EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC - średni ważony koszt kapitału

CAGR - średnioroczny wzrost

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych

ROA - stosunek zysku netto do aktywów

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów

marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która przekracza bieżącą cenę rynkowa;

Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;

Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest niższa od ceny rynkowej;

Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelowa, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.

Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkowa wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;

Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;

Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;

Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;

Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 13.05.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.05.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niemniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A." Zaznaczamy, że na dzień 13.05.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisje inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może w przyszłości złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.