



Dom Maklerski BDM S.A.

GPW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO AKUMULUJ)

WYCENA 44,2 PLN

07 WRZESIEŃ 2016, 08:39 CEST

GPW zgodnie z naszymi założeniami w 2016 roku pokaże EBITDA na poziomie 164,6 mln PLN i oceniamy, że w kolejnych dwóch latach jest szansa na niewielkie wzrosty (uwzględniamy bowiem odbudowę rynku finansowego i erozję rynku towarowego). Zatem na 2016 rok EV/EBITDA wynosi ok 7,8x. Dodatkowo zwracamy uwagę, że GPW na bilansie ujmuje 33% pakiet akcji w KDPW o wartości 159,7 mln PLN (na koniec 2Q'16). Skorygowany mnożnik EV/EBITDA o wartość pakietu w KDPW wyniosłby za 2016 rok ok. 6,9x. Tym samym spółka jest obecnie handlowana przy historycznie niskich akceptowalnych przez inwestorów mnożnikach rynkowych. Dlatego, uwzględniając nasze założenia, zmieniamy zalecenie z Akumuluj na Kupuj i podnosimy cenę docelową z 41,0 PLN do 44,2 PLN/akcję.

Liczymy, że w średnim terminie dojdzie do poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW. Podstawowe znaczenie w tym procesie powinna mieć lepsza koniunktura na krajowym rynku akcji. Wreszcie czekamy na zaprezentowanie nowych założeń dla dalszego rozwoju grupy GPW (liczymy w szczególności na wzmocnienie pozycji i poszerzenie kompetencji grupy GPW na rynku kapitałowym w Polsce). Bezpośrednim powodem korekt będzie z jednej strony konieczność dostosowania dotychczasowych parametrów strategii do trudnych warunków działania rynku finansowego i nowych regulacji prawnych dotyczących rynku towarowego. Dodatkowo spodziewamy się zaakcentowania zmian i oczekiwań głównego właściciela (Skarbu Państwa) wobec GPW jako instytucji mającej być kluczowym filarem krajowego rynku kapitałowego.

Rezultaty GPW za 2Q'16 nie przyniosły większych zaskoczeń. Cały czas obserwowaliśmy bowiem erozję obrotów na rynku finansowym, jednocześnie doszło do okresowego wzrostu wolumenu handlu na rynku towarowym. Ogółem przychody spółki w 2Q'16 spadły o 3,5% r/r do 74,5 mln PLN. Dzięki niższym kosztom operacyjnym (w szczególności wpływ miał efekt rozliczenia całości opłaty na KNF w 1Q'16), GPW w 2Q'16 wykazała wzrost EBITDA do 43 mln PLN (+13,9% r/r) i zysku netto dla akcjonariuszy do 33,9 mln PLN (+25,9% r/r). Liczymy się z erozją EBITDA r/r zarówno w 3Q'16 jak i 4Q'16. W całym 2H'16 EBITDA według nas powinna wynieść ok 80,5 mln PLN (a w 2H'16 było to 87,4 mln PLN). Ogółem w 2016 roku przyjęliśmy spadek przychodów GPW do 301,8 mln PLN i erozję EBITDA do 164,6 mln PLN. Nadchodzące dwa lata, czyli okres 2017-2018 (w obecnej strukturze grupy) to prawdopodobnie scenariusz powolnej odbudowy wpływów z rynku finansowego oraz postępująca erozja przychodów w segmencie rynku towarowego. Zadaniem władz spółki będzie zatem utrzymanie dyscypliny kosztowej, aby mieć możliwość wykazywania poprawy EBITDA w latach 2017-2018. W naszych założeniach przyjmujemy, że EBITDA za 2017 rok wzrośnie z 164,6 do 167,8 mln PLN, a w 2018 roku do 170,3 mln PLN.

Wycena końcowa [PLN]	44,2
Potencjał do wzrostu / spadku	+25%
Koszt kapitału	9.0%

Cena rynkowa [PLN]	35.5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 490
Ilość akcji [mln. szt.]	41.97

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	41,57
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	31,05

Stopa zwrotu za 3 mc	11%
Stopa zwrotu za 6 mc	1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2%

(stopy zwrotu uwzględniają wypłaconą dywidendę w kwocie 2,36 PLN/akcję)

Akcjonariat:	
Skarb Państwa	35.0%
Pozostali	65.0%

Maciej Bobrowski

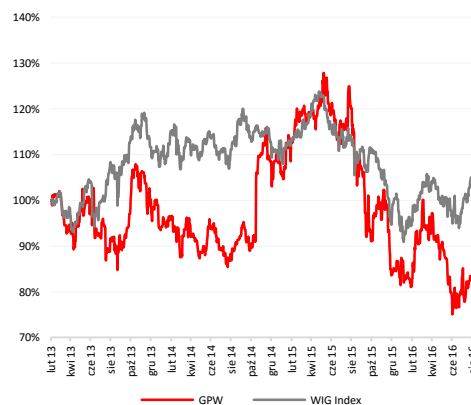
bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	317,6	327,9	301,8	305,1	311,9	318,4
EBITDA [mln PLN]	164,1	179,5	164,6	167,8	170,3	171,7
EBIT [mln PLN]	135,4	152,6	138,5	139,7	139,9	141,9
Zysk netto [mln PLN]	112,1	123,7	116,4	119,2	123,2	126,7
P/BV	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7
P/E	13,3	12,0	12,8	12,5	12,1	11,8
EV/EBITDA	8,1	7,7	7,8	7,5	7,2	6,9
EV/EBIT	9,9	9,0	9,3	9,0	8,7	8,4
DPS	1,2	2,4	2,4	1,8	2,0	2,2



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.

SPIIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'16.....	10
RYNEK FINANSOWY.....	12
RYNEK TOWAROWY.....	13
POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)	16
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ	17
W OCZEKIWANIU NA NOWĄ STRATEGIĘ SPÓŁKI	18
PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY.....	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Liczymy, że w średnim terminie dojdzie do poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW. Podstawowe znaczenie w tym procesie powinna mieć lepsza koniunktura na rynku akcji. Wreszcie czekamy na zaprezentowanie nowych założeń dla dalszego rozwoju grupy GPW (liczymy w szczególności na wzmocnienie pozycji i poszerzenie kompetencji grupy GPW na rynku kapitałowym w Polsce). Bezpośrednim powodem korekt będzie z jednej strony konieczność dostosowania dotychczasowych parametrów strategii do trudnych warunków działania rynku finansowego i nowych regulacji prawnych dotyczących rynku towarowego. Dodatkowo spodziewamy się zaakcentowania zmian i oczekiwań głównego właściciela (Skarbu Państwa) wobec GPW jako instytucji mającej być kluczowym filarem krajowego rynku kapitałowego.

Spółka zgodnie z naszymi założeniami w 2016 roku pokaże EBITDA na poziomie 164,6 mln PLN i oceniamy, że w kolejnych dwóch latach jest szansa na niewielkie wzrosty (zakładamy bowiem odbudowę rynku finansowego i erozję rynku towarowego). Zatem na 2016 rok EV/EBITDA wynosi ok 7,8x. Dodatkowo zwracamy uwagę, że GPW na bilansie ujmuje 33% pakiet akcji w KDPW o wartości 159,7 mln PLN (na koniec 2Q'16). Tym samym skorygowany mnożnik EV/EBITDA o wartość pakietu w KDPW wyniósłby za 2016 rok ok. 6,9x i spółka jest obecnie handlowana przy historycznie niskich akceptowalnych przez inwestorów mnożnikach rynkowych. **Dlatego, uwzględniając nasze założenia, zmieniamy zalecenie z Akumuluj na Kupuj i podnosimy cenę docelową z 41,0 PLN do 44,2 PLN/akcję.**

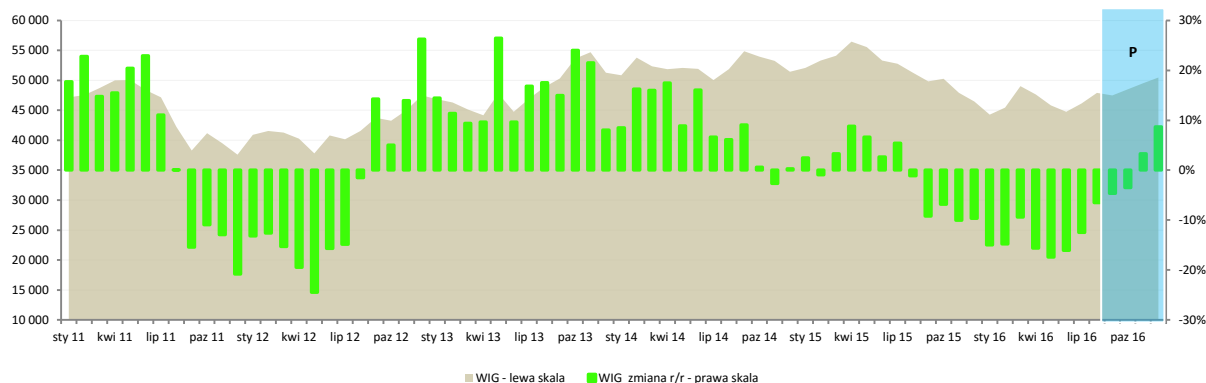
Wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie porównawczej do spółek zagranicznych. Za pomocną wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 43,7 PLN/akcję. Wycena porównawcza sugeruje 44,7 PLN/akcję. W poprzednim raporcie analitycznym z grudnia 2015 roku zastosowaliśmy jednorazowo dodatkowe dyskonto do ceny docelowej z uwagi na szereg czynników ryzyka (m.in. trwająca silna przecena dwóch kluczowych sektorów notowanych na warszawskim parkiecie, czyli banków i spółek energetycznych oraz trwający proces zmian w zarządzie GPW). Obecnie zrezygnowaliśmy z tego podejścia.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	43,7
B	Wycena porównawcza [PLN]	44,7
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		44,2

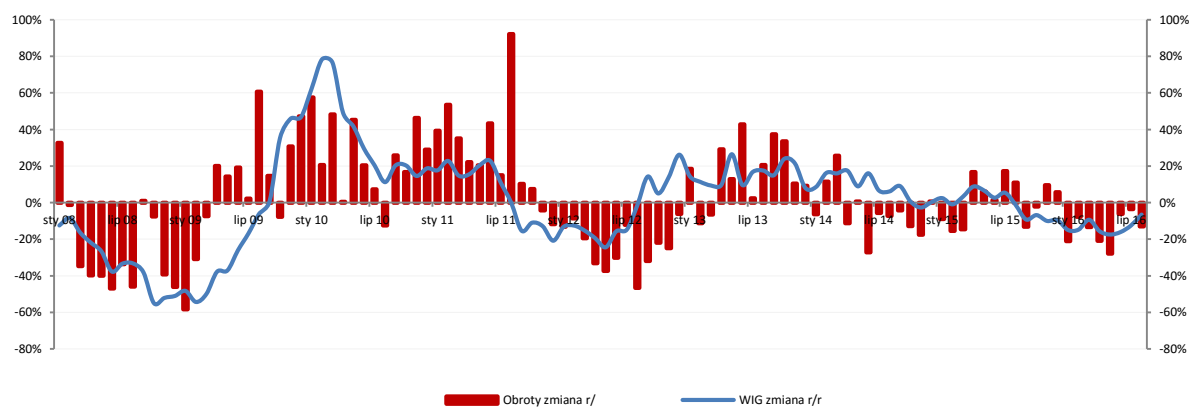
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



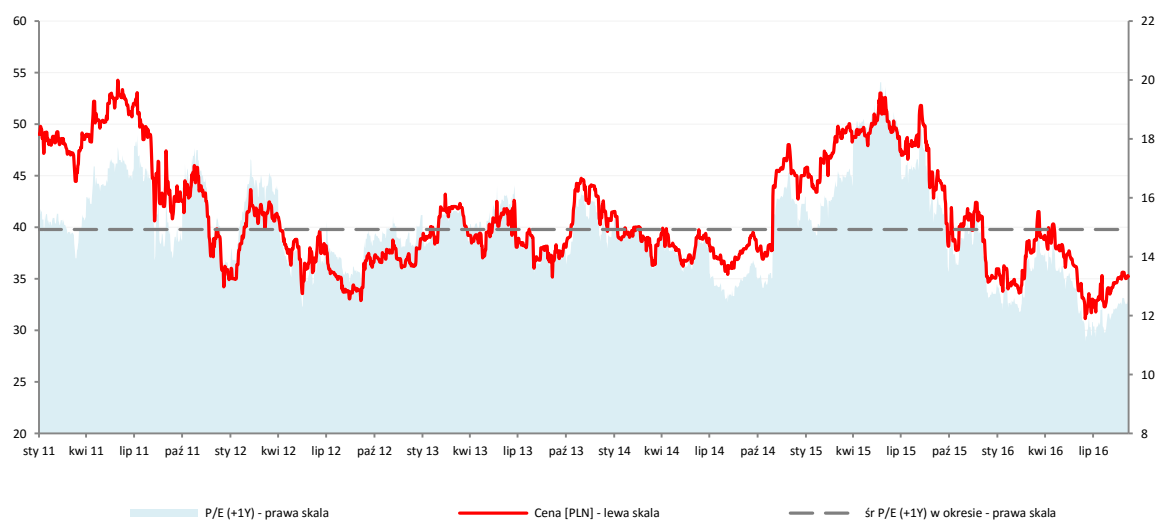
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks WIG zmiana r/r na tle poziomu obrotów zmiana r/r (do końca sierpnia 2016 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Akceptowalne mnożniki P/E(+1 rok) dla GPW w okresie od 2011 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

Z uwagi na specyfikę modelu biznesowego spółka obarczona jest szeregiem ryzyk, które często pozostają poza kontrolą GPW. Z obecnej perspektywy inwestorzy powinni w szczególności uwzględnić następujące zagadnienia:

- Poszerzenie kompetencji GPW jako kluczowego filaru rynku kapitałowego w Polsce to m.in. realizacja wyczekiwanego scenariusza przejęcia kontroli na KDPW. Konsolidacja pełna KDPW będzie skutkowała możliwością wykazania przez grupę GPW znaczącej dynamiki wzrostu EBITDA w kolejnych latach i jest to szansa rozwojowa (dodatkowych pozytywnych efektów synergii upatrywalibyśmy po stronie optymalizacji kosztów). Jednocześnie zwracamy jednak uwagę, że od 2016 roku zmienił się sposób naliczania opłaty na rzecz KNF i tym samym element ten znacząco wpłynął na strukturę obecnych kosztów w KDPW. Zatem z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych podstawowym ryzykiem są „wysokie” parametry przeprowadzenia ewentualnej transakcji.
- 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 już znacząco zmniejszyło i może nadal zmniejszyć wartość obrotów na instrumentach notowanych na GPW. Jednocześnie akcentujemy, że w przedstawionej publicznie przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność strony rządowej wobec rynku kapitałowego w Polsce. Tym samym oceniamy, że jest to jedna z bardziej budujących wiadomości dla krajowego rynku kapitałowego, jaką otrzymali inwestorzy w 2016 roku od strony rządowej i która może w istotny sposób korzystnie wpłynąć na poziomy indeksów w kolejnych latach. Należy bowiem mieć na uwadze, że dotychczas rynek bardzo obawiał się wprowadzenia nieuchronnych i niezrozumiałych zmian w sposobie działania OFE, bez wprowadzenia skutecznych mechanizmów ochronnych dla GPW.
- Jednym z kluczowych sektorów obecnych na GPW są banki. Zatem dla koniunktury na szerokim rynku oraz wartości obrotów na rynku głównym istotny wpływ będzie miał klimat inwestycyjny wokół tego sektora. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że ostateczna forma nowych regulacji dotyczących pomocy frankowiczom nie będzie destrukcyjna dla systemu bankowego.
- 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 (multilateral trading facilities). W regionie CEE konkurencja ze strony tych platform wciąż jest obecnie ograniczona. Niemniej na rynkach zachodniej UE udział MTF w obrotach ogółem jest istotny.
- Uczestnicy rynku mogą wywierać presję na dalszą redukcję opłat transakcyjnych. Inwestorzy powinni mieć zatem na uwadze, że w przyszłości GPW może obniżyć opłaty transakcyjne (poniżej tych przyjętych w modelu). Zwracamy też uwagę, że obecne opłaty pobierane przez GPW są wciąż ciągle relatywnie wysokie na tle innych rozwiniętych giełd, istotnie niższe opłaty pobierane są także przez MTFy.
- 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.
- Erozja wpływów na rynku towarowym. Rynek towarowy jest regulowany i aktywność większości inwestorów wynika z przepisów prawa. Obawiamy się, że w roku 2016 rozpoczęła się erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W szczególności akcentujemy, że dotychczasowy system, oparty na tzw. zielonych świadectwach pochodzenia będzie wygaszany (świadectwa pochodzenia przysługują przez 15 lat od momentu pierwszego wytworzenia energii w danej instalacji potwierdzonego wydanym świadectwem pochodzenia). Dla instalacji OZE, które jako pierwsze rozpoczęły produkcję energii objętej zielonymi świadectwami pochodzenia ustawowy termin 15 lat minie w 2020 roku i od tego momentu następować może wieloletnie wygaszanie dotychczasowego systemu wsparcia. W naszym modelu zakładamy, że skala działalności rynku towarowego skurczy się docelowo do ok 100 mln PLN. Liczymy, że na rynku towarowym zaczną pojawiać się nowe instrumenty, które będą stopniowo neutralizować spadki wolumenów związane z wygasaniem dotychczasowego systemu.

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 grudnia 2015 roku skorygowaliśmy w dół nasze założenia przychodowe dla segmentu rynku towarowego. Oczekiwania dla rynku finansowego nie uległy większym zmianom. Uwzględniona erozja handlu na rynku towarowym wpływa na obniżenie EBITDA na najbliższe lata. Z obecnej perspektywy zrewidowaliśmy w dół osiągalny pułap EBITDA na 2016 rok do 164,6 mln PLN (-4% w porównaniu z poprzednim raportem). W kolejnych dwóch latach korekta in minus wynosi odpowiednio 6% i 9%. Zaznaczamy jednak, że cały czas utrzymujemy rosnącą ścieżkę EBITDA od wyznaczonego dołka z 2016 roku i liczymy, że w przyszłości będziemy mogli dokonać rewizji tych założeń w górę.
- W prognozach przyjęliśmy odbudowę kapitalizacji głównych sektorów obecnych na rynku głównym GPW. Dlatego też liczymy, że spółka odzyska zdolność do zwiększenia przychodów z obsługi obrotu. W 2017 roku liczymy na wzrost tej linii biznesowej o ok 10% r/r do 126,4 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęta dynamika odbudowy jest mniejsza i wynosi odpowiednio niespełna 7% i 4,8% w 2018 roku. Zatem zgodnie z naszymi założeniami przychody z obrotu w 2018 roku powinny być na porównywalnych pułapach co odczyty z lat 2014-2015 (z tym, że już z uwzględnieniem obniżanych prowizji za handel). Ogółem dla całego segmentu rynku finansowego widzimy ścieżkę powrotu przychodów do wartości powyżej 200 mln PLN w 2018 roku.
- Ostatnie dwa lata to umocnienie roli rynku towarowego w ramach grupy GPW. Udział przychodów tego obszaru biznesowego w 2015 roku wzrósł do 39% (wartościowo przychody wyniosły 125,2 mln PLN). W 2016 roku udział w strukturze obrotów może wzrosnąć jeszcze do 40% całości wpływów grupy, jednak wartościowo liczymy się już ze spadkiem przychodów segmentu do niespełna 119 mln PLN. Obawiamy się, że w roku 2016 rozpoczęła się erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W szczególności akcentujemy, że dotychczasowy system, oparty na tzw. zielonych świadectwach pochodzenia będzie wygaszany (świadectwa pochodzenia przysługują przez 15 lat od momentu pierwszego wytworzenia energii w danej instalacji potwierdzonego wydanym świadectwem pochodzenia). Dla instalacji OZE, które jako pierwsze rozpoczęły produkcję energii objętej zielonymi świadectwami pochodzenia ustawowy termin 15 lat minie w 2020 roku i od tego momentu następować może wieloletnie wygaszanie dotychczasowego systemu wsparcia. W naszym modelu zakładamy, że skala działalności rynku towarowego skurczy się docelowo do ok 100 mln PLN (w latach 2020-2022). Liczymy, że na rynku towarowym zaczną pojawiać się nowe instrumenty, które będą stopniowo neutralizować ubytki wolumenów związane z wygasaniem dotychczasowego systemu (zaakcentował to również prezes TGE podczas konferencji wynikowej za 2Q'16).
- W prognozie nie zakładamy akwizycji. Inwestorzy powinni mieć jednak świadomość dalszych przejęć (m.in. KDPW).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2025.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.10.2016 roku.

Podsumowując, metoda DCF przy naszych założeniach do modelu sugeruje wartość GPW na 1,84 mld PLN, czyli 43,74 PLN/akcję.

Model DCF

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	302	305	312	318	324	332	339	349	358	367
EBIT [mln PLN]	138	140	140	142	142	144	146	148	150	153
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	26	27	27	27	27	27	28	28	29	29
NOPLAT [mln PLN]	112	113	113	115	115	117	118	120	122	124
Amortyzacja [mln PLN]	26	28	30	30	30	30	31	32	33	34
CAPEX [mln PLN]	-33	-42	-29	-29	-29	-32	-35	-36	-39	-40
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	39	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	144	98	114	115	115	113	113	114	114	116
DFCF [mln PLN]	142	89	95	88	81	74	68	63	58	55
Suma DFCF [mln PLN]	812									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 739									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	816									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 628									
Dług netto [mln PLN]	-17									
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych [mln PLN]	191									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 836									
Ilość akcji [mln szt.]	41,97									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	43,74									

Przychody zmiana r/r	-8%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	-8%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	2%	2%	2%
FCF zmiana	81%	-32%	15%	1%	0%	-1%	0%	1%	0%	2%
C/I	53,9%	54,0%	54,9%	55,2%	56,0%	56,4%	56,8%	57,3%	57,7%	58,2%
Marża EBITDA	54,5%	55,0%	54,6%	53,9%	53,1%	52,4%	52,0%	51,7%	51,3%	51,0%
Marża EBIT	45,9%	45,8%	44,9%	44,6%	43,8%	43,4%	42,9%	42,5%	42,1%	41,6%
CAPEX / Przychody	11%	14%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	11%	11%
CAPEX / Amortyzacja	127%	151%	95%	97%	98%	108%	113%	114%	118%	117%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	151%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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%	88%	88%	89%	89%	91%	91%	91%	92%	92%
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	22,7%	12,3%	11,9%	11,5%	11,2%	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%
WACC	8,0%	8,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	0.7	41,5	43,7	46,4	50,0	52,3	55,0	58,3	62,4	67,6
	0.8	39,8	41,7	44,1	47,1	49,0	51,3	54,0	57,2	61,2
	0.9	38,3	39,9	42,0	44,6	46,2	48,1	50,3	52,9	56,1
	1.0	36,9	38,3	40,1	42,4	43,7	45,3	47,1	49,3	51,9
	1.1	35,6	36,9	38,5	40,4	41,6	42,9	44,4	46,2	48,3
	1.2	34,4	35,6	36,9	38,6	39,7	40,8	42,1	43,6	45,4
	1.3	33,3	34,4	35,6	37,1	37,9	38,9	40,0	41,3	42,8
	1.4	32,3	33,2	34,3	35,6	36,4	37,3	38,2	39,3	40,6
	1.5	31,4	32,2	33,2	34,3	35,0	35,8	36,6	37,5	38,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3.50%	4.00%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	6.00%	6.50%
	0.7	61,3	57,9	55,0	53,6	52,3	51,1	50,0	47,9	45,9
	0.8	57,9	54,6	51,6	50,3	49,0	47,9	46,7	44,7	42,8
	0.9	55,0	51,6	48,7	47,4	46,2	45,1	44,0	42,0	40,2
	1.0	52,3	49,0	46,2	44,9	43,7	42,6	41,6	39,7	37,9
	1.1	50,0	46,7	44,0	42,7	41,6	40,5	39,5	37,6	36,0
	1.2	47,9	44,7	42,0	40,8	39,7	38,6	37,6	35,8	34,2
	1.3	45,9	42,8	40,2	39,0	37,9	36,9	36,0	34,2	32,7
	1.4	44,2	41,2	38,6	37,5	36,4	35,4	34,5	32,8	31,4
	1.5	42,6	39,7	37,2	36,0	35,0	34,1	33,2	31,6	30,1

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								
premia za ryzyko		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
	3.0%	43,4	45,9	49,1	53,4	56,2	59,5	63,7	68,9	75,7
	3.5%	41,5	43,7	46,4	50,0	52,3	55,0	58,3	62,4	67,6
	4.0%	39,8	41,7	44,1	47,1	49,0	51,3	54,0	57,2	61,2
	4.5%	38,3	39,9	42,0	44,6	46,2	48,1	50,3	52,9	56,1
	5.0%	36,9	38,3	40,1	42,4	43,7	45,3	47,1	49,3	51,9
	5.5%	35,6	36,9	38,5	40,4	41,6	42,9	44,4	46,2	48,3
	6.0%	34,4	35,6	36,9	38,6	39,7	40,8	42,1	43,6	45,4
	6.5%	33,3	34,4	35,6	37,1	37,9	38,9	40,0	41,3	42,8
	7.0%	32,3	33,2	34,3	35,6	36,4	37,3	38,2	39,3	40,6

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 charakteryzujących się wysoką dynamiką wzrostu. Historycznie GPW, od momentu debiutu była handlowa z premią do giełd europejskich. Wraz z decyzją rządu o zmianie zasad funkcjonowania OFE z 2013 roku (de facto zniszczenie jednego z dotychczasowych filarów sukcesu GPW) perspektywa dla segmentu finansowego uległa pogorszeniu. Dodatkowo znacząco pogorszył się klimat inwestycyjny na kluczowych dla skali obrotów segmentach (banki i energetyka) na przełomie 2015/2016 roku.

Wskaźniki rynkowe wybranych giełd

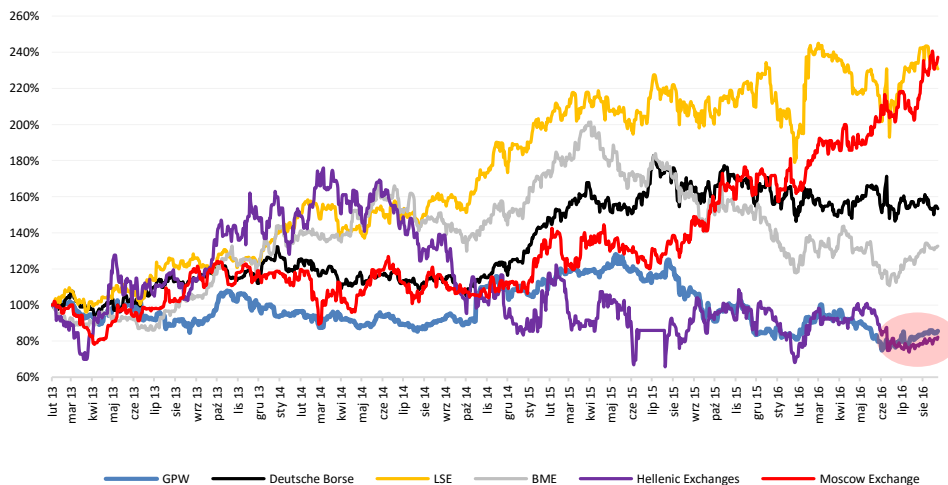
	Cena		P/E			EV/EBITDA		
			2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
DEUTSCHE BOERSE	73,25	EUR	16,4	16,4	14,4	11,5	10,4	9,2
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	2739	GBp	21,7	18,4	16,5	12,8	11,0	9,6
EURONEXT	38,205	EUR	14,7	13,9	13,0	9,2	8,4	7,6
BOLSAS Y MERCADOS ESPANOLAS	28,51	EUR	14,7	15,0	15,5	9,4	9,5	9,8
HELLENIC EXCHANGES	4,44	EUR	31,6	22,8	16,7	11,5	9,0	6,8
MOSCOW EXCHANGE	130,47	RUB	11,9	12,2	11,9	9,4	9,3	8,9
ICAP	470,1	GBp	18,4	15,7	14,2	13,8	13,1	12,8
BM&FBOVESPA	17,82	BRL	17,5	15,5	15,9	17,9	15,6	13,4
CBOE	68,36	USD	28,4	26,5	24,6	14,6	13,3	12,0
CME	107,21	USD	24,3	22,5	21,2	15,0	14,0	13,3
NASDAQ OMX GROUP	71,46	USD	18,8	16,8	15,5	12,3	10,9	10,2
INTERCONTINENTAL EXCHANG	285,93	USD	20,5	18,8	17,4	14,2	12,9	11,6
BOLSA MEXICANA	34,86	MXN	22,2	20,3	18,6	12,9	11,5	10,4
ASX	51,28	AUD	22,8	21,7	20,6	13,7	12,9	12,0
BURSA MALAYSIA	8,72	MYR	22,5	20,9	19,5	14,4	13,4	12,5
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	198,1	HKD	38,9	34,7	31,9	19,4	16,6	13,8
NZX	1,03	NZD	24,3	18,2	16,3	10,3	8,8	8,4
SINGAPORE EXCHANGE	7,71	SGD	22,6	20,9	20,2	15,2	14,0	13,3
Mediana (wszystkie powyższe podmioty)			19,2	17,7	15,5	12,5	11,2	10,0
Mediana (tylko podmioty z Europy)			15,6	15,6	14,9	10,4	9,4	9,1
GPW	35,5	PLN	12,8	12,5	12,1	7,6*	7,2*	6,9*
Premia / dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)			-42%	-33%	-27%	-43%	-41%	-37%
Premia / dyskonto do mediany (tylko Europa)			-18%	-20%	-19%	-28%	-23%	-24%
Wycena 1 akcji (mediana wszystkie podmioty) [PLN]			60,9	52,8	48,7	58,8	56,1	53,0
Wycena 1 akcji (mediana Europa) [PLN]			43,2	44,5	43,9	47,2	44,5	44,8
Przedział wyceny 1 akcji [PLN]	43,2 - 47,2							
Przedział wyceny spółki [mld PLN]	1,81 - 1,98							

W naszej analizie wyceniamy GPW metodą porównawczą na poziomie **44,69 PLN/akcję**. Odpowiada to medianie P/E oraz EV/EBITDA dla giełd europejskich na lata 2016-2018.

* w przeprowadzonej symulacji EBITDA GPW powiększono o przypadający na spółkę udział w zyskach z KDPW (docelowo spółka prawdopodobnie kupi pakiet większościowy)

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

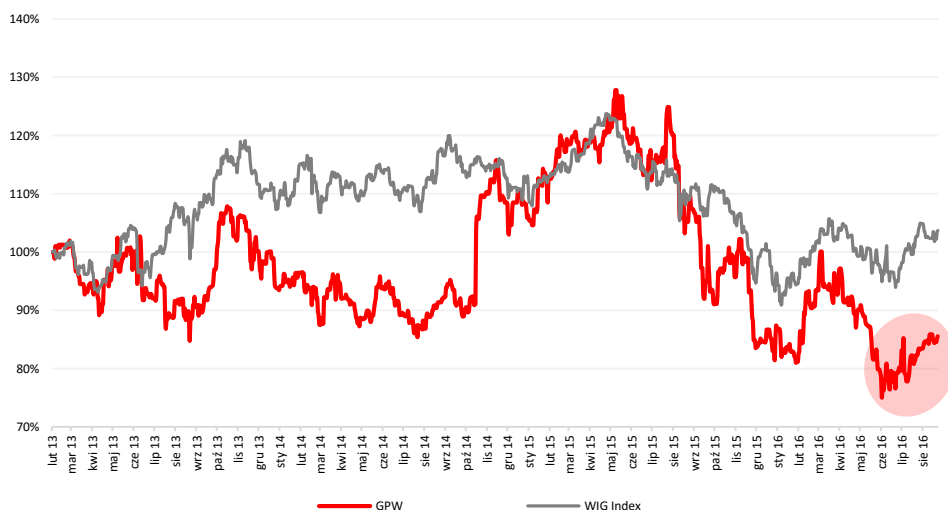
Zachowanie kursu GPW na tle innych giełd europejskich (w walutach lokalnych)



GPW razem z giełdą w Atenach notuje najgorsze stopy zwrotu z akcji na tle innych giełd operatorów europejskich (licząc od 2013 roku).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu GPW na tle indeksu WIG



Kurs GPW w 4Q'14, tuż po opublikowaniu strategii średnioterminowej wyraźnie wzrósł.

Z obecnej perspektywy wcześniejsze ambitne cele są już nieosiągalne (przynajmniej w dotychczasowej strukturze grupy).

Czekamy na nową strategię GPW i liczymy na wzmocnienie kompetencji i pozycji strukturalnej GPW na rynku kapitałowym w Polsce.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE ZA 2Q'16

Rezultaty GPW za 2Q'16 nie przyniosły większych zaskoczeń. Cały czas obserwowaliśmy bowiem erozję obrotów na rynku finansowym, jednocześnie doszło do okresowego wzrostu wolumenu handlu na rynku towarowym. Ogółem przychody spółki w 2Q'16 spadły o 3,5% r/r do 74,5 mln PLN. Dzięki niższym kosztom operacyjnym (w szczególności wpływ miał efekt rozliczenia całości opłaty na KNF w 1Q'16), GPW w 2Q'16 wykazała wzrost EBITDA do 43 mln PLN (+13,9% r/r) i zysku netto dla akcjonariuszy do 33,9 mln PLN (+25,9% r/r).

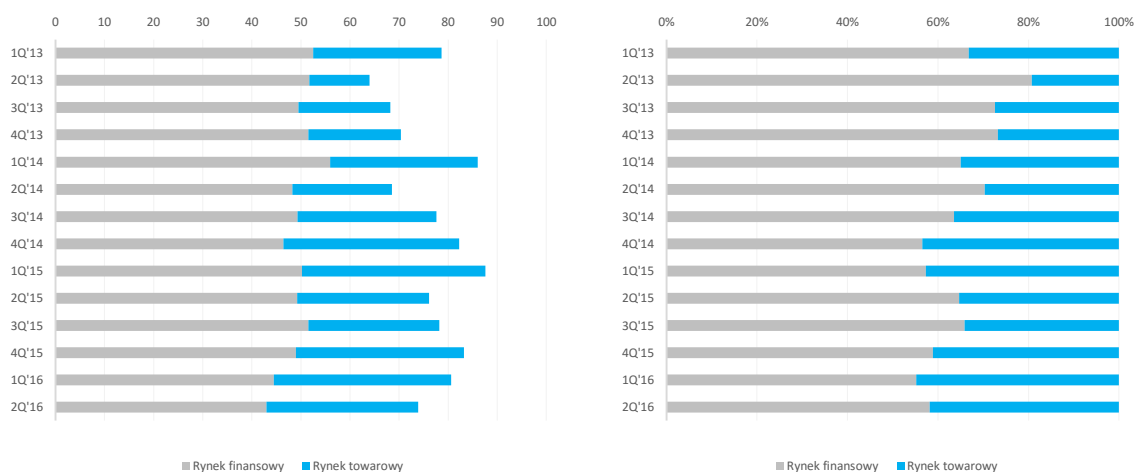
W segmencie rynku finansowego ubytek przychodów wyniósł 12,7% r/r. Z samego obrotu w tym obszarze biznesowym spółka osiągnęła niższe wpływy o 20%, na co złożyły się słabe obroty akcjami oraz obniżka opłat transakcyjnych w związku ze zmianami w sposobie finansowania KNF (średnia opłata transakcyjna na rynku akcji spadła do 2,22 pb podczas gdy średnio w całym 2015 roku było to ok 2,49 pb). Przychody z obsługi emitentów w 2Q'16 były niższe o 6,2% r/r, na co wpływ miały trochę wyższe wpływy z opłat za notowanie oraz erozja opłat za wprowadzenie i dopuszczenie. Kolejny raz wzrostowy odczyt spółka pokazała na linii sprzedaż informacji (m.in. efekt sprzedaży danych non-display czy wzrost liczby licencji indeksowych).

W obszarze rynku towarowego spółka w 2Q'16 wykazała mocne odczyty. Łączne przychody segmentu wzrosły o 15% r/r. Z obrotu spółce udało się zwiększyć wpływy o 3,6% r/r do 14,1 mln PLN. Przychody z prowadzenia rejestru zwiększyły się o 42% r/r, co było efektem wyłączenia efektu sezonowości i wydłużenia obowiązku umarzania świadectw do końca czerwca. Z rozliczania transakcji na rynku towarowym spółka uzyskała wyższe wpływy o 15,8% r/r i główny wpływ na to miał wolumen handlu gazem.

Koszty operacyjne w 2Q'16 spadły z 45 mln PLN do 38 mln PLN. Decydujący wpływ na niższe koszty miało jednorazowe rozliczenie w 1Q'16 całorocznego kosztu na rzecz KNF. Odnotowujemy również dalsze efekty redukujące koszty działania grupy. Koszty osobowe za 2Q'16 były na poziomie porównywalnym r/r i jednocześnie zawierały jednorazowy efekt reorganizacji w kwocie 1,5 mln PLN. Tym samym wskaźnik C/I po 1H'16 spadł do 50,5% (uwzględnia kwartalne rozłożenia opłat na KNF analogicznie jak w 2015 roku), podczas gdy w całym 2015 roku było to 53,2%.

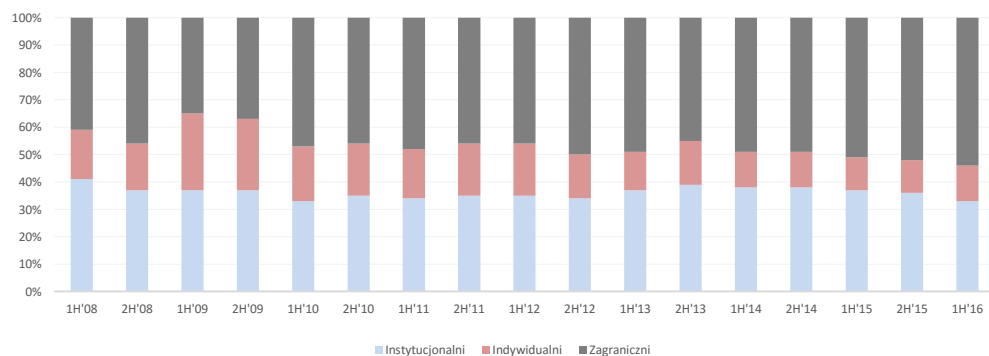
Należy również mieć na uwadze, że w 2Q'16 wpływ na saldo finansowe miało przeszacowanie udziałów w spółce stowarzyszonej Aquis (3,1 mln PLN).

Struktura przychodów w podziale na segmenty



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura inwestorów na Głównym Rynku GPW



Z danych GPW wynika, że w 1H'16 około 54% obrotów zostało wygenerowanych przez inwestorów zagranicznych, kolejne 33% przez inwestorów instytucjonalnych i ok 13% przez grupę klientów indywidualnych.

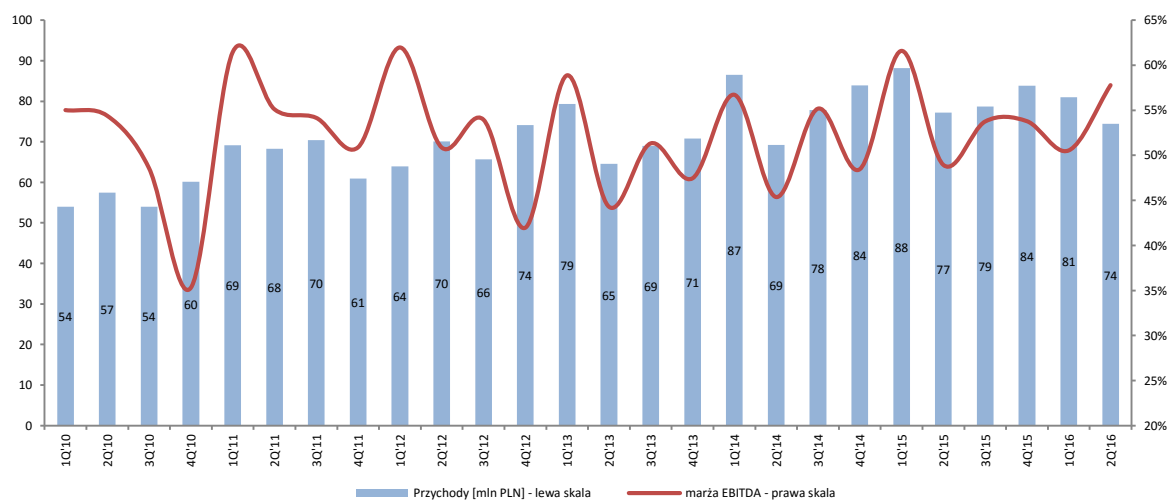
Źródło: Dane na podstawie ankiety przeprowadzonej przez GPW w firmach inwestycyjnych (dane szacunkowe)

Wyniki skonsolidowane GPW w ujęciu kwartalnym

	2Q'15	2Q'16	zmiana r/r	3Q'14- 2Q'15	3Q'15- 2Q'16	zmiana r/r
Przychody	77,2	74,5	-3,5%	327,1	318,0	-2,8%
Rynek finansowy	49,2	43,0	-12,7%	195,2	188,0	-3,7%
Przychody z obsługi obrotu	33,1	26,6	-19,9%	133,0	124,3	-6,5%
Przychody z obsługi emitentów	6,5	6,1	-6,2%	24,3	23,7	-2,3%
Przychody ze sprzedaży informacji	9,5	10,3	7,8%	38,0	39,9	5,1%
Rynek towarowy	26,9	30,9	15,0%	128,3	128,0	-0,3%
Przychody z obsługi obrotu	13,6	14,1	3,6%	65,9	61,2	-7,3%
Prowadzenie rejestru świadectw	5,5	7,8	42,0%	23,7	26,8	13,0%
Rozliczenie transakcji	7,8	9,0	15,8%	38,6	40,0	3,6%
Pozostałe przychody	1,1	0,6	-46,8%	3,6	2,1	-41,5%
Koszty operacyjne	45,0	38,0	-15,6%	178,4	173,4	-2,8%
Amortyzacja	6,6	6,5	-1,2%	27,3	26,9	-1,2%
Koszty pracownicze	17,9	17,9	0,1%	68,5	70,4	2,7%
Czynsze i inne opłaty	2,5	2,2	-11,3%	10,3	9,0	-12,7%
Opłaty i podatki	6,2	0,5	-91,9%	23,1	23,4	1,2%
Usługi obce, inne koszty	11,8	10,8	-8,3%	49,1	43,6	-11,2%
EBITDA	37,8	43,0	13,9%	175,7	171,4	-2,5%
EBIT	31,2	36,5	17,1%	148,5	144,5	-2,7%
Saldo finansowe	2,3	3,2	43,0%	1,0	2,2	---
Udział w zyskach stowarzyszonych	-0,3	1,4	---	-1,2	-1,4	---
Wynik netto	27,0	33,9	25,8%	119,6	118,6	-0,8%
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	26,9	33,9	25,9%	119,5	118,6	-0,7%
Rynek finansowy						
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	63,9	59,0	-7,6%	230,9	203,0	-12,1%
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	1,9	2,1	10,7%	8,3	7,9	-4,9%
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	217,6	144,2	-33,7%	698,1	452,2	-35,2%
Rynek towarowy						
Wolumen obrotu RDN [Twh]	5,5	5,4	-2,1%	24,5	26,5	8,0%
Wolumen obrotu RTT [Twh]	37,6	32,7	-12,9%	166,8	137,0	-17,9%
Wolumen obrotu RPM [Twh]	6,7	11,8	75,9%	52,8	55,8	5,6%
Wolumen obrotu gazem [Twh]	58,9	30,7	-47,9%	162,2	110,3	-32,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody i koszty w ujęciu kwartalnym

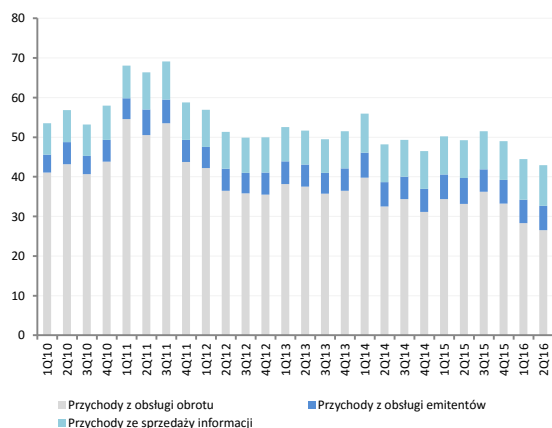


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

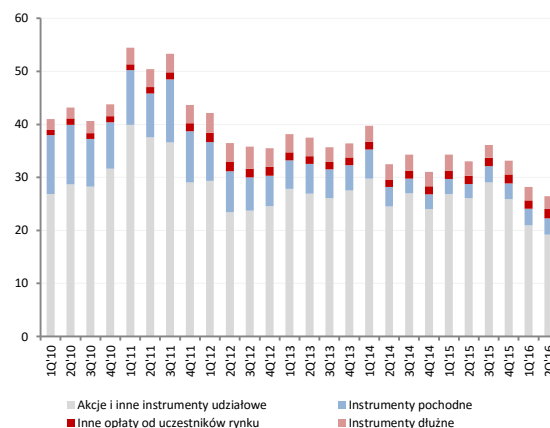
RYNEK FINANSOWY

W 2Q'16 obroty akcjami i innymi instrumentami udziałowymi na Rynku Głównym i New Connect wyniosły 44,3 mld wobec 58,1 mld PLN w 2Q'15 (należy jednak mieć na uwadze, że transakcje pakietowe w 2Q'16 wyniosły 3,1 mld PLN wobec 7,7 mld PLN w 2Q'15). Przychody GPW z rynku finansowego w 2Q'16 spadły o 12,7% r/r do ok 43 mln PLN. Erozja wpływów z obrotu akcjami to ponad 26% r/r. Dodatnia dynamika dotyczyła wyższych przychodów z handlu instrumentami pochodnymi (+15% r/r) oraz sprzedaży informacji (+7,8% r/r).

Przychody z kategorii rynek finansowy

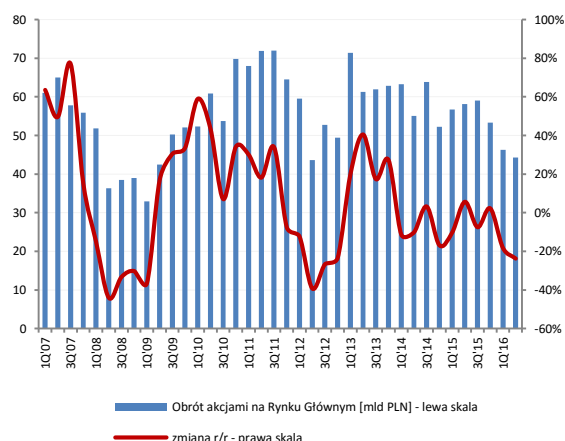


Struktura przychodów z obsługi obrotu



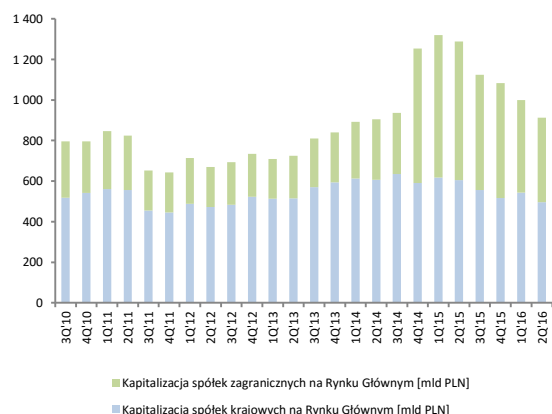
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty akcjami na Rynku Głównym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

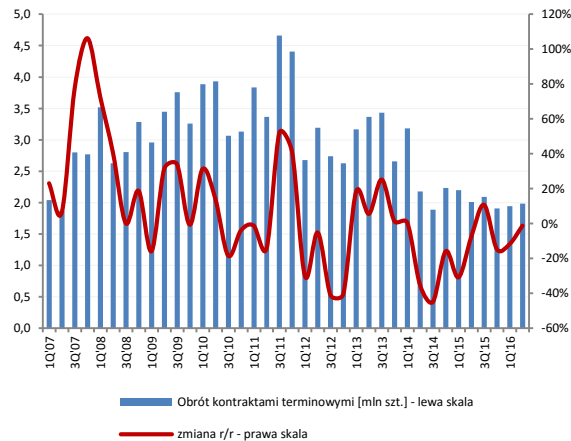
Kapitalizacja spółek na Rynku Głównym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

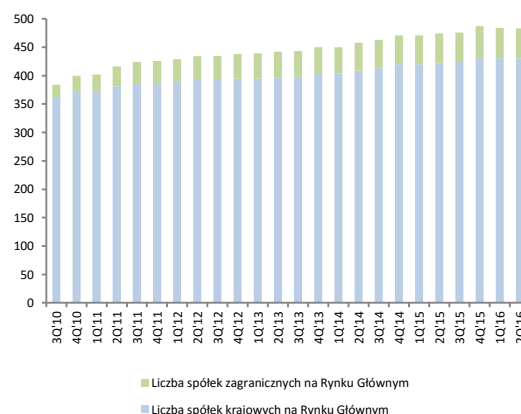
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty kontraktami terminowymi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba notowanych spółek na Rynku Głównym



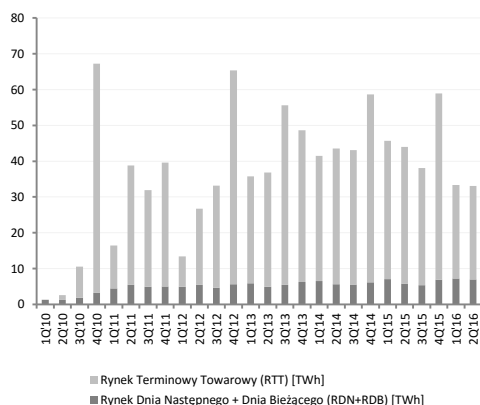
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK TOWAROWY

Zarówno w 2014 roku jak i w 2015 roku wolumen obrotu energią elektryczną na RDN oraz RTT wyniósł 186.7 TWh (oznaczało to wzrost względem roku 2013 z poziomu 176.8 TWh). W 2Q'16 łączny wolumen handlu energią elektryczną na RDNIB oraz RTT wyniósł ok. 33 TWh (-11 TWh r/r). Narastająco w okresie 1H'16 wolumen handlu wynosił 66,4 TWh (-23 TWh r/r).

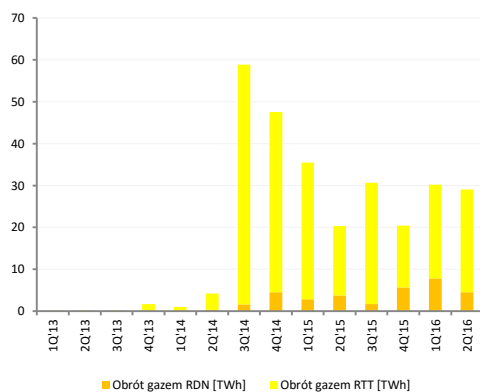
W 2Q'16 wolumen handlu gazem łącznie na RDN oraz RTT wyniósł ok. 29,1 TWh wobec 20,3 TWh zanotowanych w 2Q'15. Narastająco w 1H'16 handel gazem był na poziomie 59,2 TWh, podczas gdy w 1H'15 było to 55,8 TWh.

Wolumen obrotów energią elektryczną



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

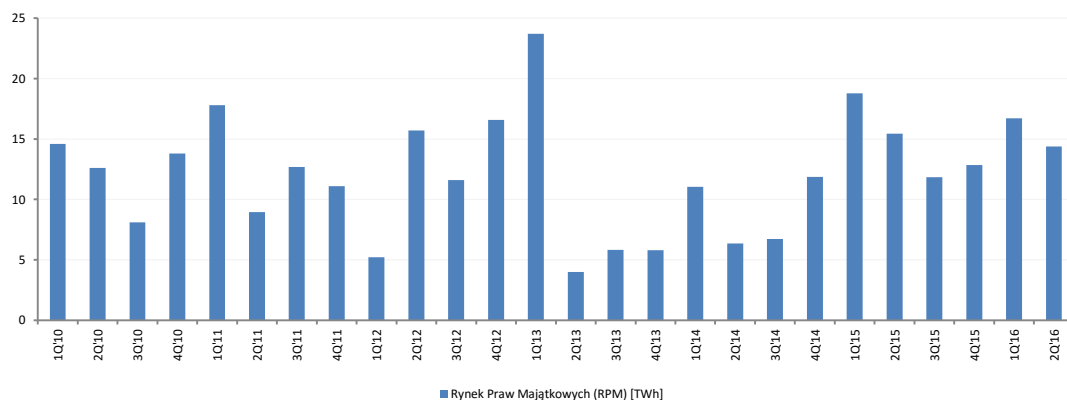
Wolumen obrotów gazem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

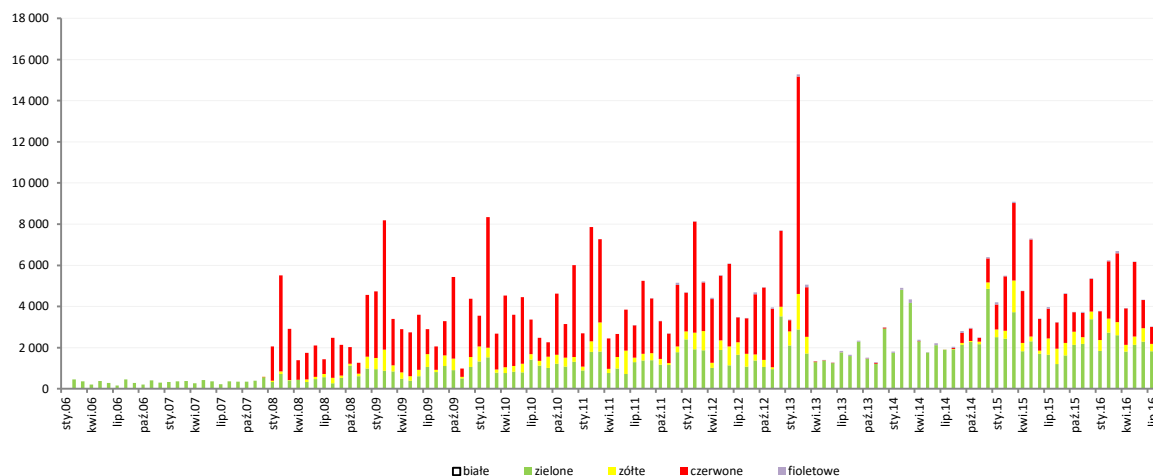
W 2Q'16 nastąpił spadek r/r łącznego wolumenu obrotów prawami majątkowymi z 15,5 do 14,4 TWh. Narastająco w 1H'16 handel prawami majątkowymi był na poziomie 31,1 TWh wobec 34,2 TWh odnotowanych w 1H'15. W całym 2015 roku wolumen praw majątkowych to niemal 59 TWh. W 2014 roku handel przekroczył 36 TWh (w 2013 było to ponad 39 TWh).

Skumulowany wolumen handlu na RPM [odczyty kwartalne; TWh]



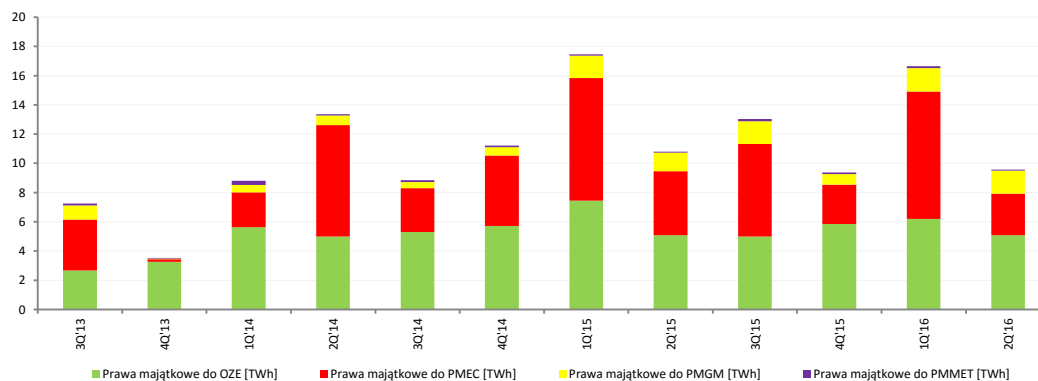
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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



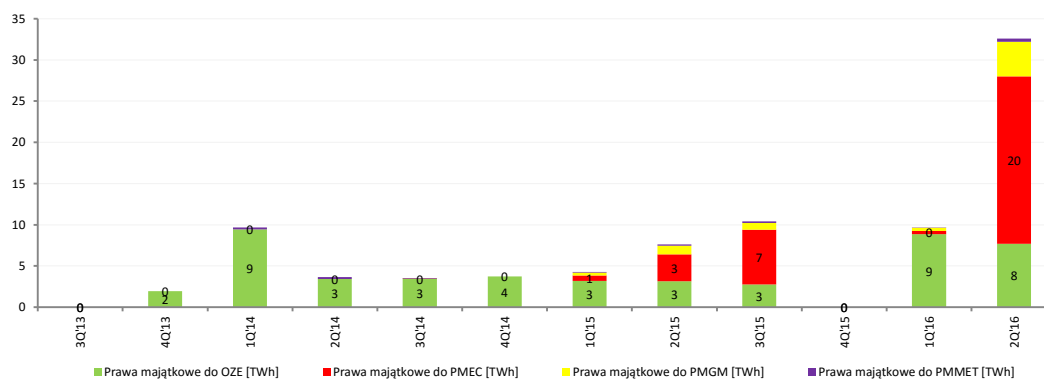
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen wystawionych świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



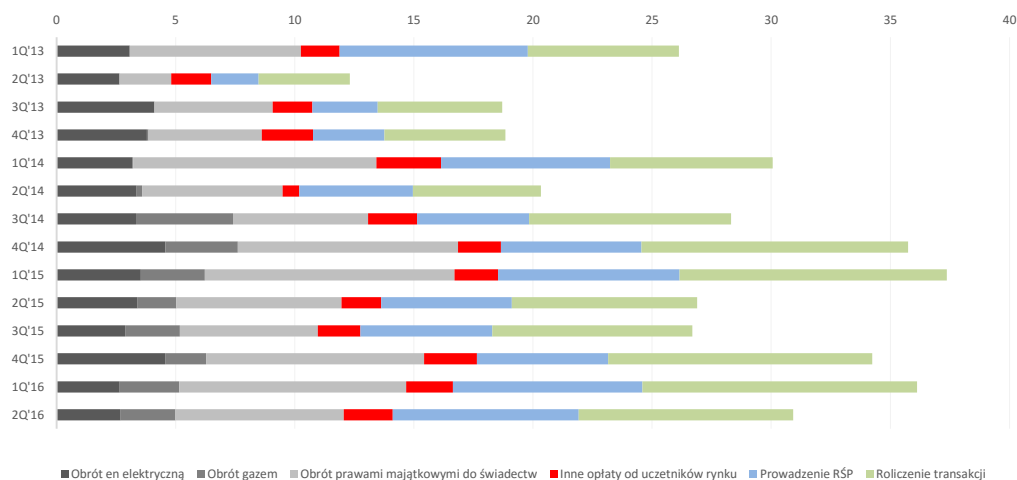
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen umorzeń świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



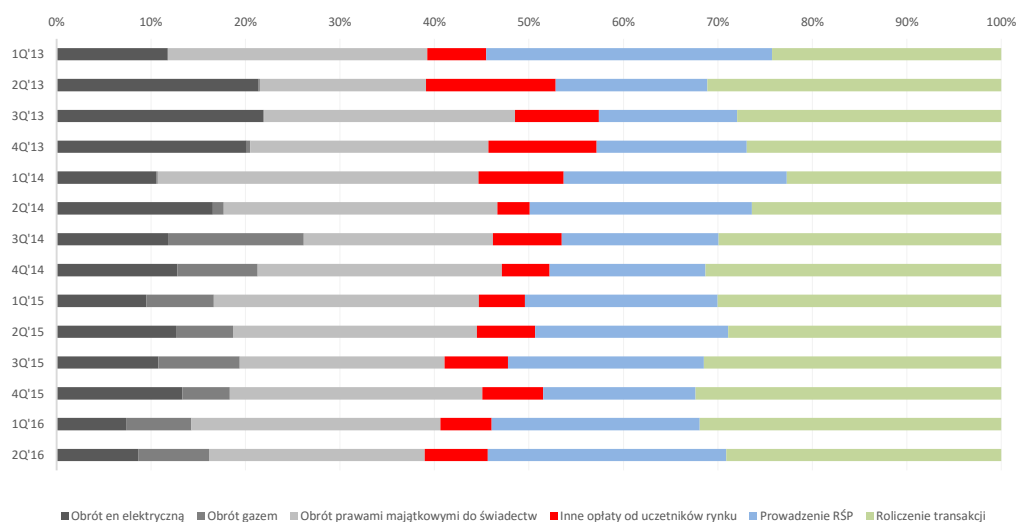
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Struktura przychodów segmentu rynek towarowy w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów segmentu rynek towarowy w ujęciu kwartalnym [jako % przychodów segmentu]



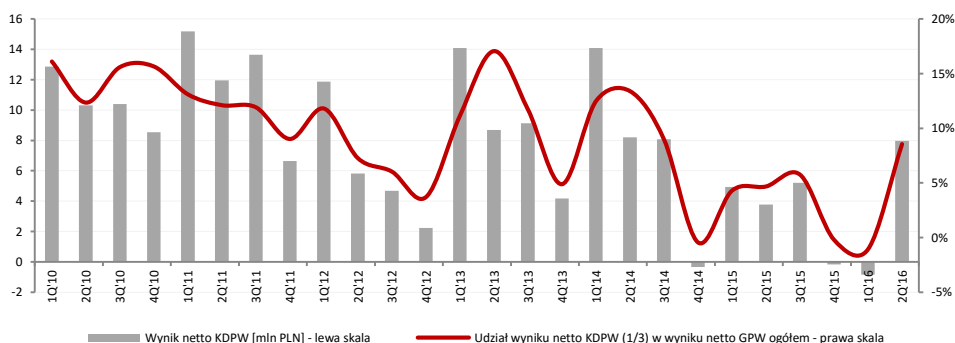
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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%. Wartość posiadanych udziałów KDPW na koniec czerwca 2016 roku na bilansie GPW to 159.68 mln PLN.

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 15.202 mln PLN (3 mln GBP). W wyniku objęcia drugiej transzy udziałów w Aquis, GPW posiadał łącznie 36.23% ogólnej liczby akcji oraz dających uprawnienia do wykonywania 30.0% praw majątkowych i praw głosu w Aquis. W 2015 roku była konieczność dokapitalowania Aquis i w tym procesie nie uczestniczyła już GPW. Dlatego ze względu na emisję akcji udział GPW w liczbie akcji spółki Aquis spadł z 36,23% do poziomu 31,01%. Jednocześnie udział GPW w prawach majątkowych i prawach głosu spadł z poziomu 30.0% do poziomu 26.33%. W 2016 roku w wyniku kolejnych emisji w Aquis udział GPW w liczbie akcji spadł z 30,01% do 26,89%, natomiast udział w prawach głosu spadł z 26,33% do 23,3%. Na koniec czerwca 2016 roku wartość udziałów w Aquis w bilansie GPW wynosiła 15,48 mln PLN.

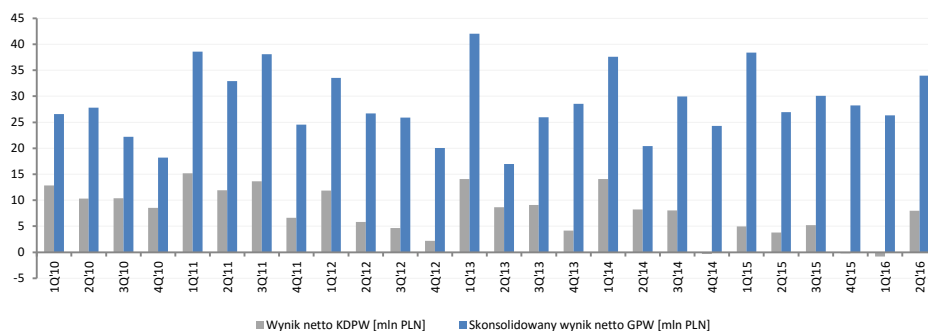
Wynik netto KDPW w ujęciu kwartalnym



W 2Q'16 KDPW zysk netto był na poziomie ok. 8 mln PLN (na GPW przypadło 2,7 mln PLN). Znaczna poprawa r/r jak i q/q wynikała ze wzrostu przychodów z opłat jednorazowych oraz w szczególności ze zmian sposobu księgowania kosztów KNF (analogicznie jak GPW rozliczono w 1Q'16).

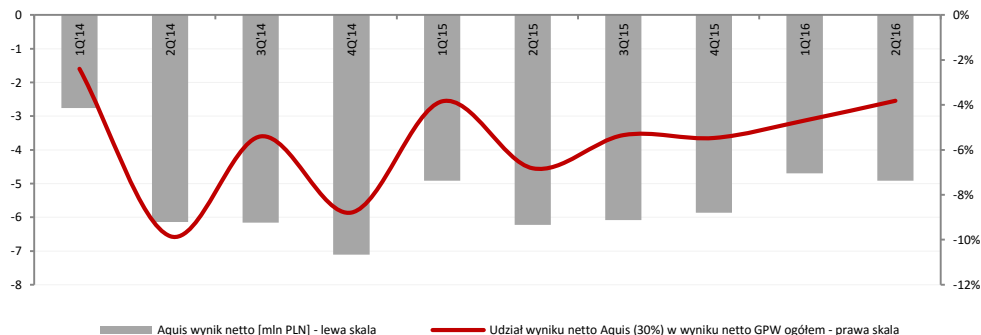
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto KDPW na tle GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto Aquis w ujęciu kwartalnym



Aquis miał nadal ok 0,9% udział w obrotach w Europie. Z uwagi na przyjęty model biznesowy kluczowe znaczenie dla rentowności projektu ma jednak liczba klientów. Należy mieć na uwadze także kolejne dokapitalizowanie Aquis i zmniejszenie udziału GPW w tym projekcie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

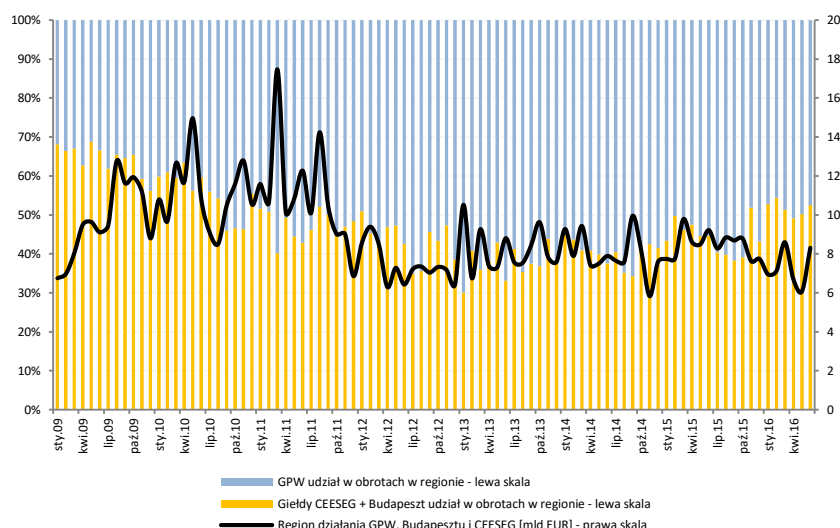
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ

GPW jest największą giełdą w regionie Europy Środkowej. W roku 2013 obroty na GPW stanowiły ponad 62% obrotów na wszystkich giełdach regionu. W 2014 i 2015 roku nastąpił spadek znaczenia roli GPW i udział w obrotach spadł odpowiednio do niemal 60% i 56% (w EUR). Z danych FESE wynika, że erozja obrotów w 2Q'16 na GPW wyniosła niespełna 28% r/r (w EUR) i tym samym nastąpił spadek udziału w obrotach w regionie z 54,5% do 49,2%.



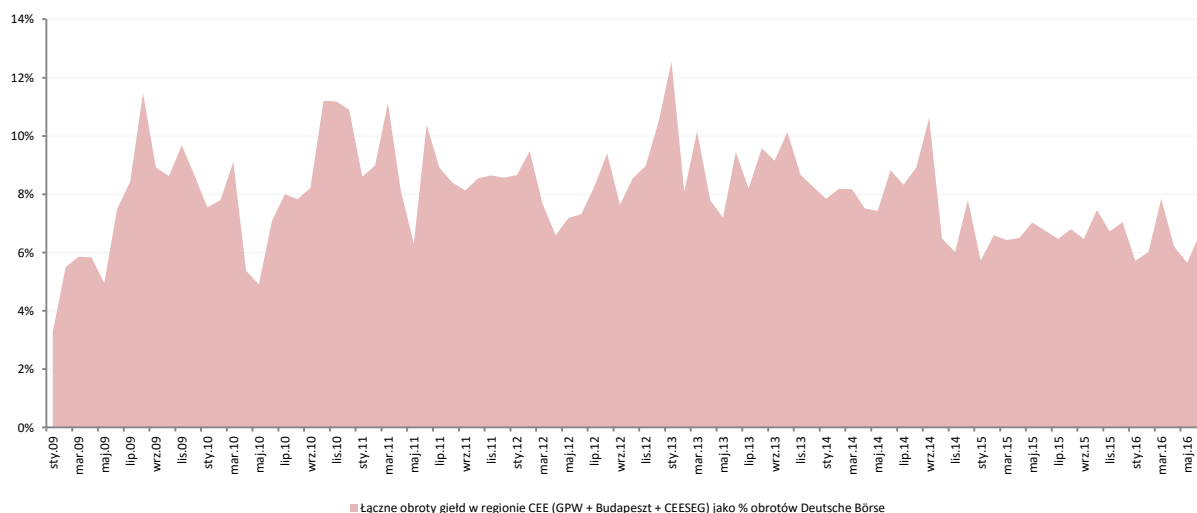
* do giełd regionu Europy Środkowej zaliczamy giełdy w Polsce, Czechach, Słowacji, Austrii, na Węgrzech, w Rumunii, Bułgarii i Słowenii

Obroty na giełdach w regionie Europy Środkowej [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

Łączne obroty giełd w regionie CEE (GPW + CEESEG) jako % obrotów Deutsche Börse



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

W OCZEKIWANIU NA NOWĄ STRATEGIĘ SPÓŁKI

W maju '16 władze spółki poinformowały o korekcie w dotychczasowej polityce dywidendowej. Zaproponowano wypłatę 2,36 PLN/akcję z zysku za 2015 rok (poprzednio zakładaliśmy poziom 2,6 PLN/akcję za 2015 rok). Obecny zarząd GPW akcentuje, że zaproponowana korekta w polityce dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami uwzględnia potrzeby inwestycyjne związane z realizacją strategii GPW oraz z działaniami na rzecz rozwoju infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce.

Zgodnie z przedstawionymi założeniami, intencją zarządu GPW jest rekomendowanie wypłat dywidend stosownie do rentowności i możliwości finansowych GPW, na poziomie powyżej 60% przypadającego akcjonariuszom GPW skonsolidowanego zysku netto, skorygowanego o udział w zyskach jednostek stowarzyszonych.

Dodatkowo, przy ostatecznym ustalaniu wartości dywidendy, zarząd spółki będzie uwzględniał m.in.:

- potrzeby inwestycyjne wynikające z realizacji strategii grupy,
- potrzeby podejmowania działań na rzecz rozwoju infrastruktury rynku kapitałowego w Polsce,
- stopę dywidendy i wskaźniki wypłaty stosowane przez porównywalne spółki,
- potrzeby płynnościowe grupy.

Czekamy na zaprezentowanie nowych założeń dla dalszego rozwoju grupy GPW (liczymy na wzmocnienie kompetencji i pozycji strukturalnej GPW na rynku kapitałowym w Polsce). Spodziewamy się, że bezpośrednim powodem korekt będzie z jednej strony konieczność dostosowania dotychczasowych parametrów strategii do trudnych warunków działania rynku finansowego i nowych regulacji prawnych dotyczących rynku towarowego. Dodatkowo spodziewamy się zaakcentowania zmian i oczekiwań głównego właściciela (Skarbu Państwa) wobec GPW jako instytucji mającej być kluczowym filarem krajowego rynku kapitałowego.

Poprzednie władze GPW pod koniec października 2014 roku zaprezentowały strategię rozwoju grupy GPW na lata 2014 – 2020. Głównym celem odświeżonej strategii miało być uczynienie z krajowej giełdy pierwszego wyboru dla inwestorów i emitentów w Europie Środkowo-Wschodniej. Podstawową zmianą była też koncentracja na rozwoju organicznym (zdecydowanie mniejszy akcent położony na rozwój nowych zewnętrznych projektów).

Ambicje finansowe grupy GPW do 2020 roku zgodnie z koncepcją poprzednich władz GPW

	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

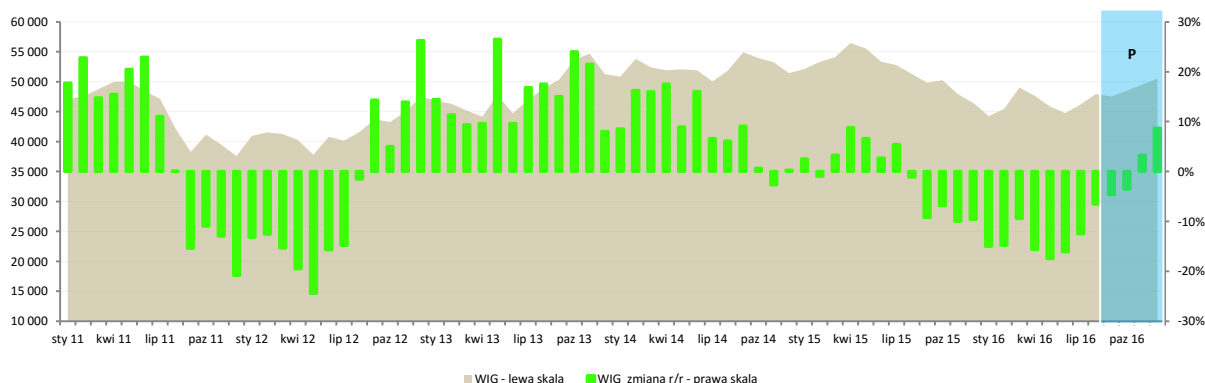
Naszym zdaniem założenia jeszcze obowiązującej strategii w chwili obecnej wymagają znaczących korekt w kluczowych punktach. W szczególności założenie o średniorocznym wzroście przychodów na poziomie 7% do 2020 roku wydaje nam się bardzo agresywne (uwzględniając dotychczasową strukturę grupy). W 2015 roku przychody spółki wzrosły o 3,25% r/r. W 2016 roku według naszych prognoz spadną o 8% r/r. W latach 2017-2018 dynamika wzrostu przychodów w naszym modelu wynosi odpowiednio 1,1% i 2,2% (uwzględniamy odbudowę wpływów z rynku finansowego i erozję rynku towarowego). Poprzednie władze GPW deklarowały, że zgodnie z ich założeniami EBITDA będzie podwojona do 2020 roku, a wskaźnik C/I powinien spaść poniżej 50%. Poziom EBITDA w 2013 roku to 144 mln PLN. Podwojenie tego rezultatu to cel 288 mln PLN do 2020 roku i w obecnej strukturze grupy jest to naszym zdaniem nieosiągalne. Kondycja rynku finansowego nadal jest słaba, a perspektywy dla rynku towarowego to prawdopodobny bolesny ubytek wpływów z obrotu świadectwami pochodzenia. Wskaźnik C/I poniżej 50% w wyniku podejmowanych działań obniżających koszty działania jest według nas osiągalny, choć będzie wymagał dużej dyscypliny zarządzania strukturą. Dla przyszłości tego parametru ważne będzie zachowanie linii przychodowych w najbliższych latach. Trzeba mieć też na uwadze, że w strukturze kosztów spółki od 2016 roku rozpoznaje już niższe obciążenie związane z utrzymaniem KNF (główny czynnik wpływający na spadek C/I w roku 2016).

PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY

Zakładamy, że najbliższe dwa kwartały (3Q'16 i 4Q'16) mogą pokazać spadki EBITDA w ujęciu r/r. Spodziewamy się bowiem ubytku przychodów zarówno w segmencie rynku finansowego jak i towarowego. W 2H'16 spadek przychodów z rynku finansowego przyjęliśmy na poziomie ponad 7 mln PLN, a w segmencie rynku towarowego o ponad 9 mln PLN. Tym samym łączne wpływy grupy mogą w 2H'16 spaść ponad 16 mln PLN. W strukturze kosztów operacyjnych staramy się uwzględnić wprowadzoną przez władze grupy dużą dyscyplinę. Dodatkowo w kosztach nie będzie widać składki na utrzymanie KNF. Niemniej liczymy się z erozją EBITDA r/r zarówno w 3Q'16 jak i 4Q'16. W całym 2H'16 EBITDA według nas powinna wynieść ok 80,5 mln PLN (a w 2H'16 było to 87,4 mln PLN). Ogółem w 2016 roku przyjęliśmy spadek przychodów GPW do 301,8 mln PLN i erozję EBITDA do 164,6 mln PLN.

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że rok 2016 będzie finalnie odczuwalnie lepszy pod względem stóp zwrotu na warszawskim parkiecie akcji aniżeli mijający 2015 rok. Liczymy na dalszą stopniową poprawę sentymentu inwestycyjnego wobec wybranych banków, wreszcie akcentujemy poprawiające się mnożniki rynkowe dla coraz większej liczby podmiotów. Dlatego oczekujemy, że indeks WIG na koniec 2016 roku powróci ponad pułap 50 500 punktów. Jednocześnie akcentujemy, że spadło ryzyko negatywnych reperkusji dla rynku akcji związanych ze zmianami w systemie OFE. W przedstawionej publicznie przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność strony rządowej wobec rynku kapitałowego w Polsce. Tym samym oceniamy, że jest to jedna z bardziej budujących wiadomości dla krajowego rynku kapitałowego, jaką otrzymali inwestorzy w bieżącym roku od strony rządowej i która może w istotny sposób korzystnie wpłynąć na poziomy indeksów w kolejnych latach. Należy bowiem mieć na uwadze, że dotychczas rynek bardzo obawiał się wprowadzenia nieuchronnych i niezrozumiałych zmian w sposobie działania OFE, bez wprowadzenia skutecznych mechanizmów ochronnych dla GPW. Na horyzoncie pozostaje jeszcze rozwiązanie pomocy frankowiczom. Zaprezentowany miesiąc temu kształt projektu ustawy o pomocy frankowiczom jest odpowiedzialny wobec rynku kapitałowego. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że ostateczna forma nowych regulacji nie będzie destrukcyjna dla systemu bankowego.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2016 rok



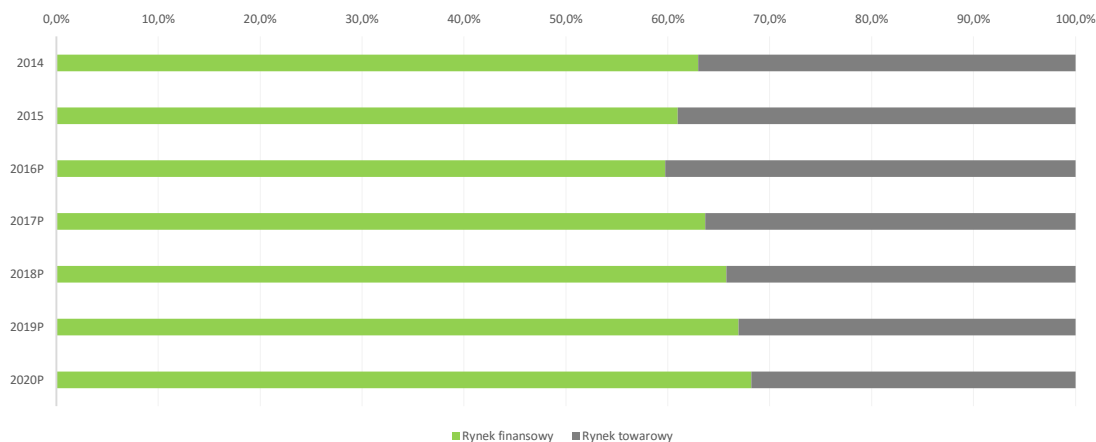
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W prognozach przyjęliśmy odbudowę kapitalizacji głównych sektorów obecnych na rynku głównym GPW. Dlatego też liczymy, że spółka odzyska zdolność do zwiększenia przychodów z obsługi obrotu. W 2017 roku liczymy na wzrost tej linii biznesowej o ok 10% r/r do 126,4 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęta dynamika odbudowy jest mniejsza i wynosi odpowiednio niespełna 7% i 4,8% w 2018 roku. Zatem zgodnie z naszymi założeniami przychody z obrotu w 2018 roku powinny być na porównywalnych pułapach co odczyty z lat 2014-2015 (z tym, że już z uwzględnieniem obniżanych prowizji za handel). Ogółem dla całego segmentu rynku finansowego widzimy ścieżkę powrotu przychodów do wartości powyżej 200 mln PLN w 2018 roku.

Ostatnie dwa lata to umocnienie roli rynku towarowego w ramach grupy GPW. Udział przychodów tego obszaru biznesowego w 2015 roku wzrósł do 39% (wartościowo przychody wyniosły 125,2 mln PLN). W 2016 roku udział w strukturze obrotów może wzrosnąć jeszcze do 40% całości wpływów grupy, jednak wartościowo liczymy się już ze spadkiem przychodów segmentu do niespełna 119 mln PLN. Obawiamy się, że w roku 2016 rozpoczęła się erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W szczególności akcentujemy, że dotychczasowy system, oparty na tzw. zielonych świadectwach pochodzenia będzie wygaszany (świadectwa pochodzenia przysługują przez 15 lat od momentu pierwszego wytworzenia energii w danej instalacji potwierdzonego wydaniem świadectwem pochodzenia). Dla instalacji OZE, które jako pierwsze rozpoczęły produkcję energii objętej zielonymi świadectwami pochodzenia ustawowy termin 15 lat minie w 2020 roku i od tego momentu następować może wieloletnie wygaszanie dotychczasowego systemu wsparcia. W naszym modelu zakładamy, że skala działalności rynku towarowego skurczy się docelowo do ok 100 mln PLN (w latach 2020-2022). Liczymy, że na rynku towarowym zaczną pojawiać się nowe instrumenty, które będą stopniowo

neutralizować ubytki wolumenów związane z wygasaniem dotychczasowego systemu (zaakcentował to również prezes TGE podczas konferencji wynikowej za 2Q'16).

Projekcja struktury przychodów grupy GPW na lata 2016-2020



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jak już wskazywaliśmy, nadchodzące dwa lata, czyli okres 2017-2018 w obecnej strukturze grupy to prawdopodobnie scenariusz powolnej odbudowy wpływów z rynku finansowego oraz postępująca erozja przychodów w segmencie rynku towarowego. Zadaniem władz spółki będzie zatem utrzymanie dyscypliny kosztowej, aby mieć możliwość wykazywania poprawy EBITDA w latach 2017-2018. W naszych założeniach przyjmujemy, że EBITDA za 2017 rok wzrośnie z 164,6 do 167,8 mln PLN, a w 2018 roku do 170,3 mln PLN.

Projekcja wyników GPW na lata 2015-2020



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2016-2018

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	88,2	77,2	78,7	83,8	81,0	74,5	71,3	75,0	317,6	327,9	301,8	305,1	311,9
Rynek finansowy	50,2	49,2	51,5	49,0	44,5	43,0	46,9	46,0	200,0	200,0	180,3	194,3	205,0
Przychody z obsługi obrotu	34,4	33,1	36,2	33,2	28,3	26,6	30,4	29,3	137,8	136,9	114,6	126,4	135,2
Przychody z obsługi emitentów	6,2	6,5	5,7	6,0	5,9	6,1	6,2	6,3	24,0	24,5	24,5	25,5	26,2
Przychody ze sprzedaży informacji	9,6	9,5	9,6	9,7	10,3	10,3	10,3	10,3	38,2	38,5	41,2	42,4	43,7
Rynek towarowy	37,4	26,9	26,7	34,2	36,1	30,9	23,7	28,2	114,5	125,2	118,9	108,2	104,2
Przychody z obsługi obrotu	18,5	13,6	12,8	17,6	16,6	14,1	11,1	14,1	60,1	62,6	55,9	52,1	52,1
Prowadzenie rejestru świadectw	7,6	5,5	5,5	5,5	8,0	7,8	5,6	5,6	22,5	24,2	27,0	24,3	21,9
Rozliczenie transakcji	11,2	7,8	8,4	11,1	11,5	9,0	6,9	8,5	31,9	38,5	36,0	31,8	30,2
Pozostałe przychody	0,6	1,1	0,5	0,6	0,4	0,6	0,8	0,8	3,1	2,7	2,5	2,6	2,6
Koszty operacyjne	40,1	45,0	43,3	45,9	46,1	38,0	38,6	39,8	181,6	174,4	162,6	164,7	171,2
Amortyzacja	6,2	6,6	7,0	7,0	6,4	6,5	6,5	6,7	28,8	26,8	26,1	28,0	30,4
Koszty pracownicze	14,7	17,9	17,3	18,2	17,0	17,9	16,9	17,9	69,5	68,1	69,7	69,8	71,5
Czynsze i inne opłaty	2,7	2,5	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	10,3	9,8	8,9	8,9	9,2
Opłaty i podatki	6,2	6,2	6,3	5,0	11,6	0,5	0,6	0,6	22,4	23,6	13,2	13,9	14,5
Usługi obce, inne koszty	10,3	11,8	10,5	13,4	8,9	10,8	12,5	12,5	50,6	46,1	44,7	44,1	45,7
EBITDA	54,3	37,8	42,3	45,1	41,0	43,0	39,0	41,6	164,1	179,5	164,6	167,8	170,3
EBIT	48,1	31,2	35,3	38,1	34,6	36,5	32,5	34,9	135,4	152,6	138,5	139,7	139,9
Saldo finansowe	-0,9	2,3	0,1	-0,9	-0,1	3,2	-0,2	0,3	0,0	0,5	3,2	2,8	4,9
Udział w zyskach stowarzyszonych	0,2	-0,3	0,3	-1,7	-1,4	1,4	0,8	0,6	3,7	-1,5	1,5	3,8	6,0
Wynik netto	38,4	27,0	30,1	28,2	26,3	33,9	27,0	29,1	112,3	123,7	116,5	119,2	123,3
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	38,3	26,9	30,0	28,3	26,3	33,9	27,0	29,1	112,1	123,7	116,4	119,2	123,2
Rynek finansowy													
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	56,7	58,1	59,0	53,3	46,3	44,3	53,7	50,5	234,4	227,2	194,8	224,0	246,4
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	2,20	2,01	2,09	1,91	1,94	1,98	1,80	1,96	9,48	8,20	7,69	9,13	10,27
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	154,8	172,4	144,2	130,2	85,0	92,8	86,1	90,9	769,8	601,6	531,8	545,1	558,8
Rynek towarowy													
Wolumen obrotu RDN [TWh]	7,1	5,8	5,4	6,9	7,3	7,0	5,5	7,0	23,7	25,1	26,7	27,0	27,3
Wolumen obrotu RTT [TWh]	38,6	38,2	32,7	52,1	26,1	26,1	22,9	36,5	163,0	161,6	111,5	107,0	105,4
Wolumen obrotu RPM [TWh]	18,8	15,5	11,8	12,8	16,7	14,4	8,9	11,8	36,0	58,9	51,7	47,9	45,5
Wolumen obrotu gazem [TWh]	35,5	20,3	30,7	20,4	30,2	29,1	25,3	28,3	111,6	106,9	112,8	118,4	121,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z grudnia 2015 roku skorygowaliśmy w dół nasze założenia przychodowe dla segmentu rynku towarowego. Oczekiwania dla rynku finansowego nie uległy większym zmianom. Uwzględniona erozja handlu na rynku towarowym wpływa na obniżenie EBITDA na najbliższe lata. Z obecnej perspektywy zrewidowaliśmy w dół osiągalny pułap EBITDA na 2016 rok do 164,6 mln PLN (-4% w porównaniu z poprzednim raportem). W kolejnych dwóch latach korekta in minus wynosi odpowiednio 6% i 9%. Zaznaczamy jednak, że cały czas utrzymujemy rosnącą ścieżkę EBITDA od wyznaczonego dołka z 2016 roku i liczymy, że w przyszłości będziemy mogli dokonać rewizji tych założeń w górę.

Zmiana założeń w porównaniu z raportem analitycznym z 10.12.2015 roku

	2016 stare	2016 nowe	zmiana	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana
Przychody	318,9	301,8	-5%	330	305,1	-8%	343,1	311,9	-9%
rynek finansowy	182,2	180,3	-1%	193,1	194,3	1%	204,5	205,0	0%
rynek towarowy	133,5	118,9	-11%	133,6	108,2	-19%	135,3	104,2	-23%
EBITDA	171,8	164,6	-4%	179,3	167,8	-6%	187,3	170,3	-9%
EBIT	141,8	138,5	-2%	149	139,7	-6%	157,8	139,9	-11%
Wynik netto	117,9	116,4	-1%	125,4	119,2	-5%	137	123,2	-10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	283,8	317,6	327,9	301,8	305,1	311,9	318,4	324,1	331,8	339,5	348,6	357,7
Rynek finansowy	205,3	200,0	200,0	180,3	194,3	205,0	213,2	221,0	228,7	236,3	243,9	251,4
Przychody z obsługi obrotu	147,9	137,8	136,9	114,6	126,4	135,2	141,6	147,6	153,6	159,5	165,3	170,9
Przychody z obsługi emitentów	22,3	24,0	24,5	24,5	25,5	26,2	26,8	27,5	28,1	28,8	29,4	30,0
Przychody ze sprzedaży informacji	35,1	38,2	38,5	41,2	42,4	43,7	44,7	45,8	47,0	48,1	49,3	50,5
Rynek towarowy	76,0	114,5	125,2	118,9	108,2	104,2	102,5	100,3	100,3	100,3	101,8	103,3
Przychody z obsługi obrotu	39,9	60,1	62,6	55,9	52,1	52,1	51,9	52,3	52,6	52,9	54,3	55,7
Prowadzenie rejestru świadectw pochodzenia	15,6	22,5	24,2	27,0	24,3	21,9	22,0	22,1	22,2	22,3	22,4	22,6
Rozliczenie transakcji	20,5	31,9	38,5	36,0	31,8	30,2	28,6	25,9	25,5	25,0	25,0	25,0
Pozostałe przychody	2,5	3,1	2,7	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
Koszty operacyjne	166,2	181,6	174,4	162,6	164,7	171,2	175,7	181,3	187,1	193,0	199,6	206,4
Amortyzacja	25,7	28,8	26,8	26,1	28,0	30,4	29,7	30,0	30,1	30,9	32,0	33,1
Koszty pracownicze	64,0	69,5	68,1	69,7	69,8	71,5	73,7	76,6	79,7	82,9	86,2	89,6
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	10,6	10,3	9,8	8,9	8,9	9,2	9,5	9,8	10,2	10,5	10,9	11,3
Opłaty i podatki	20,8	22,4	23,6	13,2	13,9	14,5	14,9	15,3	15,7	16,1	16,5	16,9
Usługi obce	36,2	42,0	39,6	38,5	37,4	38,5	40,3	41,6	43,1	44,1	45,3	46,5
Inne koszty operacyjne	8,9	8,7	6,4	6,2	6,7	7,2	7,6	7,9	8,3	8,5	8,7	8,9
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1,1	-0,6	-0,9	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
EBITDA	144,4	164,1	179,5	164,6	167,8	170,3	171,7	172,0	174,0	176,6	180,2	183,6
EBIT	118,6	135,4	152,6	138,5	139,7	139,9	141,9	142,0	143,9	145,7	148,2	150,4
Saldo finansowe	-1,3	0,0	0,5	3,2	2,8	4,9	5,7	6,4	7,0	7,5	7,8	8,1
Udział w zyskach stowarzyszonych	12,5	3,7	-1,5	1,5	3,8	6,0	7,1	7,8	8,4	10,0	11,5	13,1
Wynik brutto	129,8	139,1	151,7	143,2	146,3	150,8	154,8	156,2	159,2	163,1	167,5	171,6
Wynik netto	113,5	112,3	123,7	116,5	119,2	123,3	126,7	128,1	130,6	134,0	137,9	141,5
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	113,3	112,1	123,7	116,4	119,2	123,2	126,7	128,0	130,5	134,0	137,9	141,5
	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	3,6%	11,9%	3,3%	-8,0%	1,1%	2,2%	2,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,6%
Struktura przychodów (rynek finansowy)	72,3%	63,0%	61,0%	59,8%	63,7%	65,7%	67,0%	68,2%	68,9%	69,6%	70,0%	70,3%
Struktura przychodów (rynek towarowy)	27,7%	37,0%	39,0%	40,2%	36,3%	34,3%	33,0%	31,8%	31,1%	30,4%	30,0%	29,7%
Koszty / przychody	58,6%	57,2%	53,2%	53,9%	54,0%	54,9%	55,2%	56,0%	56,4%	56,8%	57,3%	57,7%
Marża EBITDA	50,9%	51,7%	54,7%	54,5%	55,0%	54,6%	53,9%	53,1%	52,4%	52,0%	51,7%	51,3%
Marża EBIT	41,8%	42,6%	46,6%	45,9%	45,8%	44,9%	44,6%	43,8%	43,4%	42,9%	42,5%	42,1%
Marża netto	40,0%	35,4%	37,7%	38,6%	39,1%	39,5%	39,8%	39,5%	39,4%	39,5%	39,6%	39,6%
Wynik netto KDPW [mln PLN]	36,1	30,0	13,8	18,3	20,4	22,6	23,5	24,3	25,2	26,0	26,8	27,7
Wynik KDPW przypadający GPW jako % wyniku grupy	10,6%	8,9%	3,7%	5,2%	5,7%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	576,4	572,7	580,6	593,2	608,1	609,3	611,8	615,2	621,8	631,5	643,2	658,0
RZAT	124,0	119,8	125,2	122,3	119,4	116,1	112,2	108,7	106,4	105,1	103,6	102,1
WNiP	269,2	261,0	261,7	271,7	288,8	290,7	293,7	296,7	301,2	306,5	312,5	320,0
Inwestycje w jedn stowarzyszonych	158,5	188,1	188,6	190,6	191,4	194,0	197,3	201,3	205,6	211,4	218,6	227,2
Pozostałe aktywa trwałe	24,7	3,8	5,1	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Aktywa obrotowe	482,7	451,4	442,2	486,6	394,2	433,4	465,8	489,8	482,1	496,3	509,5	520,0
Zapasy	0,2	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Należności handlowe oraz pozostałe	34,8	42,6	81,3	41,9	42,4	43,3	44,2	45,0	46,1	47,1	48,4	49,7
Aktywa fin dostępne do sprzedaży	0,1	10,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	436,8	389,0	360,4	444,0	351,2	389,4	420,9	444,1	435,4	448,5	460,3	469,6
w tym o ograniczonym dysponowaniu	125,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa razem	1059,1	1024,2	1022,8	1079,8	1002,4	1042,7	1077,6	1105,0	1103,9	1127,8	1152,7	1177,9
Kapitał własny	638,1	700,5	721,3	738,7	782,2	822,1	856,4	883,1	904,9	927,9	951,9	976,3
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	1,3	1,9	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Niepodzielony wynik finansowy	571,8	633,6	655,4	672,8	716,3	756,1	790,3	817,0	838,7	861,8	885,7	910,0
Kapitał mniejszości	1,1	1,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Zobowiązania długoterminowe	249,6	259,4	258,8	136,7	136,8	136,8	137,0	137,1	113,6	113,8	114,0	114,2
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	244,1	244,3	243,9	123,7	123,7	123,7	123,7	123,7	100,1	100,1	100,1	100,1
Pozostałe zobowiązania dl. term.	5,5	15,1	14,9	13,0	13,0	13,1	13,2	13,4	13,6	13,8	14,0	14,2
Zobowiązania krótkoterminowe	171,4	64,3	42,7	204,3	83,4	83,8	84,3	84,8	85,4	86,1	86,8	87,5
Zobowiązania handlowe	12,7	10,0	8,6	8,4	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	9,7	9,9
Zobowiązania podatkowe	0,7	1,3	2,8	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Pozostałe zobowiązania	144,0	41,6	13,9	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Zobowiązania pracownicze	11,5	9,9	9,5	9,3	9,3	9,5	9,8	10,2	10,6	11,0	11,5	11,9
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	0,4	0,2	0,7	121,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pasywa razem	1059,1	1024,2	1022,8	1079,8	1002,4	1042,7	1077,6	1105,0	1103,9	1127,8	1152,7	1177,9
Dług %	244,4	244,4	244,6	244,8	123,8	123,8	123,8	123,8	100,1	100,1	100,1	100,1
Dług netto [mln PLN]	-88,2	-156,1	-116,1	-199,5	-227,7	-265,9	-297,4	-320,6	-335,6	-348,6	-360,5	-369,7
Cash Flow [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	175,7	161,7	93,1	213,7	143,1	147,2	149,0	150,1	152,1	154,7	157,9	161,2
CF inwestycyjny	-74,8	-23,1	-14,6	-27,4	-39,2	-25,6	-25,1	-25,5	-28,4	-30,6	-32,2	-34,7
CF finansowy	-44,4	-60,5	-107,2	-102,9	-196,7	-83,4	-92,4	-101,4	-132,5	-111,0	-113,9	-117,2
Zmiana netto środków pieniężnych	56,5	78,1	-28,7	83,5	-92,8	38,2	31,5	23,2	-8,8	13,1	11,9	9,2
Środki pieniężne sop	378,9	311,5	389,0	360,4	444,0	351,2	389,4	420,9	444,1	435,4	448,5	460,3
Środki pieniężne eop	436,3	389,0	360,4	444,0	351,2	389,4	420,9	444,1	435,4	448,5	460,3	469,6
w tym o ograniczonym dysponowaniu	125,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	13,1x	13,3x	12,0x	12,8x	12,5x	12,1x	11,8x	11,6x	11,4x	11,1x	10,8x	10,5x
EV/EBITDA	9,7x	8,1x	7,7x	7,8x	7,5x	7,2x	6,9x	6,8x	6,6x	6,5x	6,3x	6,1x
EV/EBIT	11,8x	9,9x	9,0x	9,3x	9,0x	8,7x	8,4x	8,2x	8,0x	7,8x	7,6x	7,4x
EV/S	4,9x	4,2x	4,2x	4,3x	4,1x	3,9x	3,7x	3,6x	3,5x	3,4x	3,2x	3,1x
P/BV	2,3x	2,1x	2,1x	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x	1,7x	1,6x	1,6x	1,6x	1,5x
ROE	19,0%	16,8%	17,4%	16,0%	15,7%	15,4%	15,1%	14,7%	14,6%	14,6%	14,7%	14,7%
ROA	11,3%	10,8%	12,1%	11,1%	11,5%	12,1%	12,0%	11,7%	11,8%	12,0%	12,1%	12,1%
DPS	0,79	1,20	2,40	2,36	1,80	1,99	2,20	2,41	2,59	2,64	2,71	2,79
Dividend yield	2,2%	3,4%	6,8%	6,6%	5,1%	5,6%	6,2%	6,8%	7,3%	7,4%	7,6%	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 stala

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.gorniak@bdm.pl
deweloperzy

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	44,2	akumuluj	41	07.09.2016	08:39 CEST	35,5	48 081
akumuluj	41	akumuluj	52.7	10.12.2015		36.81	44 670
akumuluj	52.7	akumuluj	54.4)	15.07.2015		47.0	52 700
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 3Q'16:

Kupuj	5	42%
Akumuluj	4	33%
Trzymaj	1	8%
Redukuj	2	17%
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 docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;

Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;

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 docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;

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

Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględnić, 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 jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 07.09.2016 roku, 08:39 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.09.2016 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 rekomendację 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 niniejszym 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 07.09.2016 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 subemisję 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.

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 świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.