



Dom Maklerski BDM S.A.

GPW

RAPORT ANALITYCZNY

Oceniamy, że GPW jest nadal jednym z tańszych operatorów giełdowych. Dlatego, utrzymujemy zalecenie Kupuj i jednocześnie podnosimy wycenę docelową do 57,35 PLN/akcję. Zgodnie z naszymi prognozami spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 8,6x i 8,2x. W przypadku P/E wskaźniki na lata 2017-2018 wynoszą 13,4x i 13,0x.

Rezultaty GPW za 3Q'16 były bardzo dobre za sprawą konsekwentnie wdrażanej polityki ograniczania kosztów (choć dodatkowo należy mieć na uwadze efekt zdarzeń jednorazowych). Cały czas obserwowaliśmy jeszcze erozję obrotów na rynku finansowym oraz jednoczesną stagnację lub spadek na wybranych kategoriach wolumenu handlu na rynku towarowym. Ogółem przychody spółki w 3Q'16 spadły o 6,4% r/r do 73,7 mln PLN. Dzięki niższym kosztom operacyjnym (efekt zdarzeń jednorazowych oraz rozliczenia całości opłaty na KNF w 1Q'16), GPW w 2Q'16 wykazała wzrost EBITDA do 51,9 mln PLN (+22,7% r/r) i zysku netto dla akcjonariuszy do 40,3 mln PLN (+34,2% r/r).

W 4Q'16 obserwowaliśmy wyczekiwane ożywienie na rynku finansowym. Szacujemy, że obroty na rynku głównym w 4Q'16 były wyższe o ponad 10% r/r. Zatem liczymy, że GPW pokaże wzrost przychodów z obrotu o symboliczne 0,5% r/r i o 9,5% q/q. Kluczowe znaczenie dla oceny atrakcyjności spółki ma poprawa koniunktury na rynku akcji. Dane za styczeń'17 wskazują, że obroty na rynku głównym były wyższe o ponad 52% w porównaniu do stycznia'16. Liczymy, że w całym 1Q'17 obroty na rynku głównym wzrosną o prawie 35% r/r. Również kolejne dwa kwartały 2017 roku powinny pokazać wysoką dynamikę odbudowy obrotów z uwagi na poprawę koniunktury na rynku akcji oraz bardzo niską bazę z 2016 roku.

Zakładamy, że proces poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW będzie trwał w średnim terminie. Podstawowe znaczenie dla inwestorów powinna mieć lepsza koniunktura na rynku akcji. Nadchodzące dwa lata, czyli okres 2017-2018, z obecnej perspektywy, według nas przyniosą dynamiczną odbudowę wpływów w segmencie rynek finansowy. Tym samym prawdopodobna stopniowa erozja przychodów z segmentu rynek towarowy będzie miała zdecydowanie mniej odczuwalny efekt na skonsolidowany poziom EBITDA grupy.

Inwestorzy powinni mieć na uwadze, że odchodzące władze spółki wprowadziły bardzo konsekwentne cięcia kosztów w wielu obszarach. Tym samym według naszych symulacji, pomimo słabości rynku finansowego w 2016 roku, całoroczny odczyt EBITDA grupy będzie na poziomie historycznym, czyli może przekroczyć 182 mln PLN. Zadaniem przyszłych władz spółki będzie zatem utrzymanie dyscypliny kosztowej (choć poluzowanie dotychczasowej polityki wydaje nam się nieuchronne). W naszych założeniach przyjmujemy, że EBITDA GPW za 2017 rok wzrośnie do 197 mln PLN, a w 2018 roku do 201,2 mln PLN.

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	317,6	327,9	306,1	329,5	344,1	352,9
EBITDA [mln PLN]	164,1	179,5	182,3	197,0	201,2	203,8
EBIT [mln PLN]	135,4	152,6	154,8	164,9	168,9	171,0
Zysk netto [mln PLN]	112,1	123,7	133,2	142,5	147,1	151,1
P/BV	2,7	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2
P/E	17,0	15,4	14,3	13,4	13,0	12,6
EV/EBITDA	10,7	10,0	9,4	8,6	8,2	7,9
EV/EBIT	13,0	11,8	11,0	10,2	9,8	9,5
DPS	1,2	2,4	2,4	2,5	2,7	2,8

KUPUJ

(POPRZEDNIO KUPUJ)

WYCENA 57,35 PLN

07 LUTY 2017, 13:52 CEST

Wycena końcowa [PLN]	57,35
Potencjał do wzrostu / spadku	+26%
Koszt kapitału	9,0%

Cena rynkowa [PLN]	45,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 910
Ilość akcji [mln. szt.]	41,97

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	48,40
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	36,05

Stopa zwrotu za 3 mc	17%
Stopa zwrotu za 6 mc	17%
Stopa zwrotu za 9 mc	28%

Akcjonariat:	
Skarb Państwa	35,0%
Pozostali	65,0%

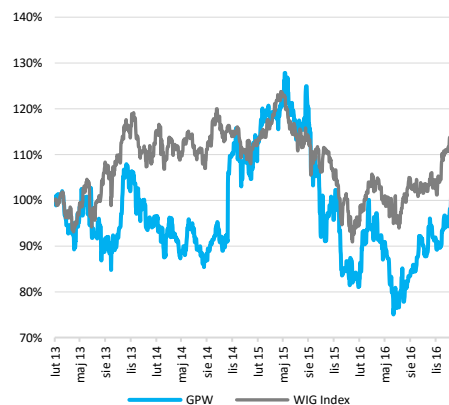
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'16.....	10
RYNEK FINANSOWY.....	12
RYNEK TOWAROWY	13
POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)	16
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ	17
PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY.....	18
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Oceniamy, że GPW jest nadal jednym z tańszych operatorów giełdowych. Dlatego, utrzymujemy zalecenie Kupuj i jednocześnie podnosimy wycenę docelową do 57,35 PLN/akcję. Zgodnie z naszymi prognozami spółka jest obecnie handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2017-2018 na poziomie odpowiednio 8,6x i 8,2x. W przypadku P/E wskaźniki na lata 2017-2018 wynoszą 13,4x i 13,0x

Zakładamy, że proces poprawy klimatu inwestycyjnego wokół GPW będzie trwał w średnim terminie. Podstawowe znaczenie dla inwestorów powinna mieć lepsza koniunktura na rynku akcji. Nadchodzące dwa lata, czyli okres 2017-2018, z obecnej perspektywy, według nas przyniosą dynamiczną odbudowę wpływów w segmencie rynek finansowy. Tym samym prawdopodobna stopniowa erozja przychodów z segmentu rynek towarowy będzie miała zdecydowanie mniej odczuwalny efekt na skonsolidowany poziom EBITDA grupy.

Inwestorzy powinni mieć na uwadze, że odchodzące władze spółki wprowadziły bardzo konsekwentne cięcie kosztów w wielu obszarach. Tym samym według naszych symulacji, pomimo słabości rynku finansowego w 2016 roku, całoroczny odczyt EBITDA grupy będzie na poziomie historycznym, czyli może przekroczyć 182 mln PLN. Zadaniem przyszłych władz spółki będzie zatem utrzymanie dyscypliny kosztowej (choć poluzowanie dotychczasowej polityki wydaje nam się nieuchronne). W naszych założeniach przyjmujemy, że EBITDA GPW za 2017 rok wzrośnie do 197 mln PLN, a w 2018 roku do 201,2 mln PLN.

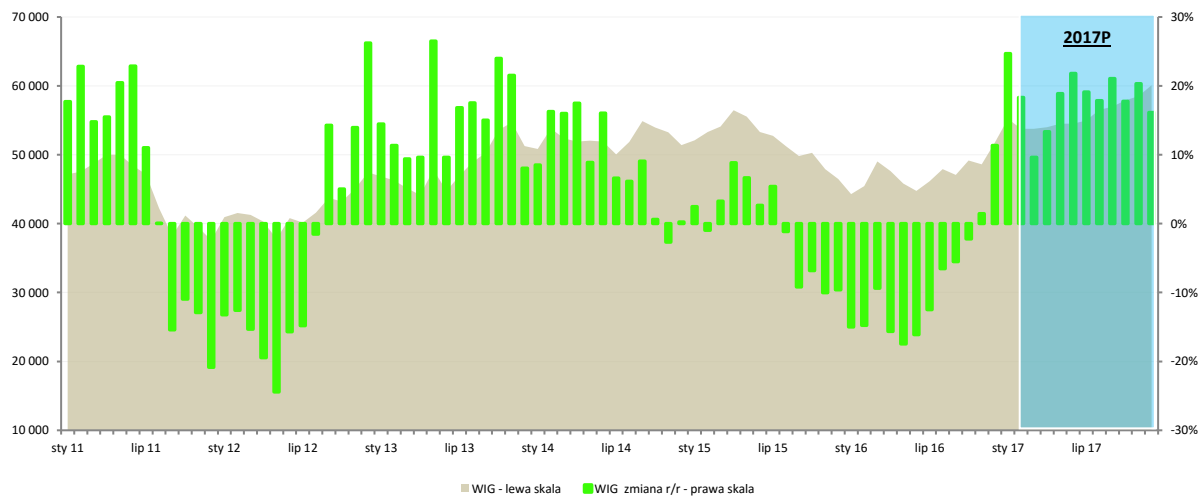
Wycena opiera się na metodzie DCF oraz na wycenie porównawczej do spółek zagranicznych. Za pomocną wyceny DCF uzyskaliśmy wartość 59,2 PLN/akcję. Wycena porównawcza sugeruje 55,5 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny

A	Wycena DCF [PLN]	55,5
B	Wycena porównawcza [PLN]	59,2
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		57,35

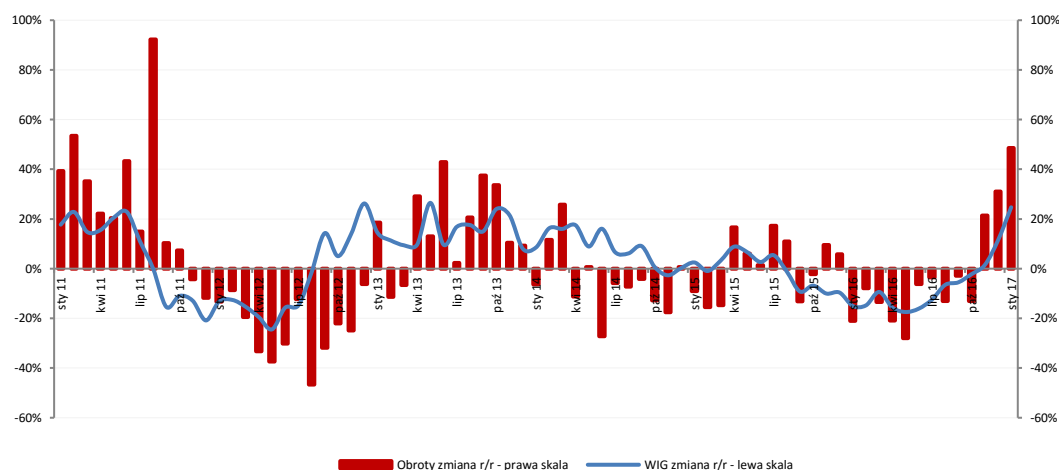
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok



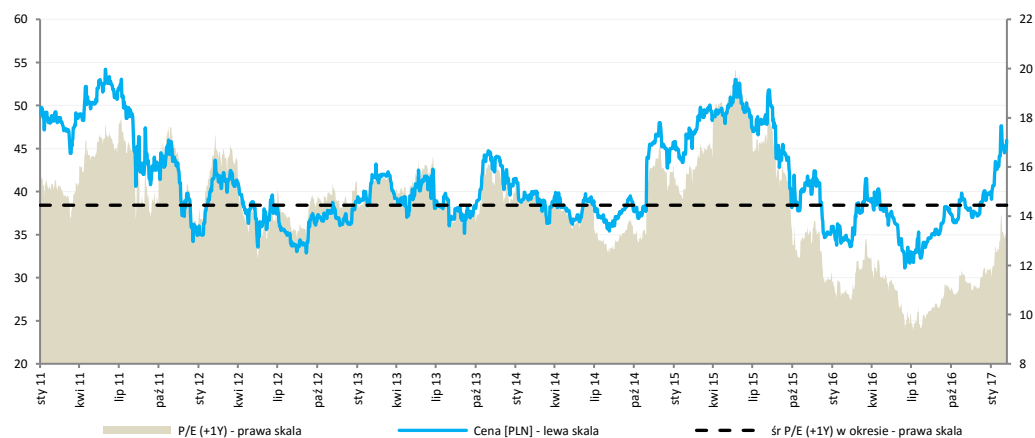
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks WIG zmiana r/r na tle poziomu obrotów zmiana r/r (do końca stycznia 2017 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 przez Wicepremiera, Ministra Rozwoju Mateusza Morawieckiego koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność strony rządowej wobec rynku kapitałowego w Polsce. 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.

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 września 2016 roku podnieśliśmy nasze założenia przychodowe dla segmentu rynek finansowy (sygnalizowaliśmy wcześniej, że czekamy na ożywienie na rynku akcji). Dodatkowo podchodzimy z większym optymizmem do rynku finansowego (wcześniej zbyt konserwatywnie nakreśliliśmy prawdopodobną ścieżkę erozji wpływów w tym segmencie). Zatem z obecnej perspektywy zrewidowaliśmy w górę osiągalny pułap EBITDA na 2016 rok do 182,3 mln PLN (+11% w porównaniu z poprzednim raportem to efekt głównie zdarzeń jednorazowych na poziomie kosztów). Kluczowe znaczenie ma dokonana w kolejnych dwóch latach korekta in plus, która wynosi odpowiednio +17% i 18% (głównie jest to efekt oczekiwanego ożywienia na rynku finansowym).
- 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 ponad 21% r/r do 145,1 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęta dynamika odbudowy jest mniejsza i wynosi odpowiednio 9,9% i 4,7% w 2019 roku. Zatem zgodnie z naszymi założeniami przychody z obrotu w 2017 roku powinny być tylko niewiele niższe niż te z 20013 roku. Ogółem dla całego segmentu rynku finansowego widzimy ścieżkę powrotu przychodów do wartości prawie 213 mln PLN w 2017 roku.
- Ostatnie trzy 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 39,2% całości wpływów grupy, jednak wartościowo liczymy się już ze spadkiem przychodów segmentu do niespełna 120 mln PLN. Obawiamy się, że w roku 2016 rozpoczęła się erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. Podobnie jak w poprzednim raporcie 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 108 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.
- 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 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.05.2017 roku.

Podsumowując, metoda DCF przy naszych założeniach do modelu sugeruje wartość GPW na 2,48 mld PLN, czyli 59,19 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	330	344	353	361	371	380	390	401	411	422
EBIT [mln PLN]	165	169	171	172	176	180	184	188	193	198
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	31	32	32	33	33	34	35	36	37	38
NOPLAT [mln PLN]	134	137	139	139	143	146	149	152	156	160
Amortyzacja [mln PLN]	32	32	33	33	33	33	34	35	36	36
CAPEX [mln PLN]	-30	-26	-28	-28	-30	-34	-39	-40	-41	-42
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11	-3	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	125	140	142	143	145	143	142	145	149	151
DFCF [mln PLN]	119	123	116	108	101	92	85	80	76	71
Suma DFCF [mln PLN]	970									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 377		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.5%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 118									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 088									
Dług netto [mln PLN]	-200									
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych [mln PLN]	197									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 484									
Ilość akcji [mln szt.]	41,97									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	59,19									
Przychody zmiana r/r	8%	4%	3%	2%	3%	2%	3%	3%	3%	3%
EBITDA zmiana r/r	2%	8%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
FCF zmiana	-24%	12%	2%	0%	1%	-1%	-1%	2%	2%	2%
C/I	49,7%	50,6%	51,2%	52,1%	52,2%	52,4%	52,5%	52,7%	52,8%	52,9%
Marża EBITDA	60%	58%	58%	57%	56%	56%	56%	56%	56%	55%
Marża EBIT	50%	49%	48%	48%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
CAPEX / Przychody	9%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	10%
CAPEX / Amortyzacja	92%	82%	84%	85%	89%	103%	115%	115%	116%	116%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	46%	19%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	29%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
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	78%	79%	79%	80%	80%	81%	81%	82%	82%	82%
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	22,0%	21,4%	20,8%	20,2%	19,7%	19,3%	18,8%	18,4%	18,0%	17,5%
WACC	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%

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	55,2	58,2	61,9	67,0	70,2	74,1	78,8	84,7	92,3
	0.8	53,1	55,7	59,0	63,3	66,0	69,2	73,1	77,8	83,8
	0.9	51,2	53,5	56,4	60,1	62,4	65,1	68,3	72,2	76,9
	1.0	49,4	51,5	54,0	57,2	59,2	61,5	64,2	67,4	71,3
	1.1	47,8	49,6	51,9	54,7	56,4	58,3	60,6	63,3	66,5
	1.2	46,3	47,9	49,9	52,4	53,9	55,5	57,5	59,8	62,4
	1.3	44,9	46,4	48,1	50,3	51,6	53,1	54,7	56,7	58,9
	1.4	43,7	45,0	46,5	48,4	49,6	50,9	52,3	54,0	55,9
	1.5	42,5	43,6	45,0	46,7	47,7	48,9	50,1	51,6	53,2

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	81,4	77,2	73,5	71,8	70,2	68,7	67,2	64,5	62,0
	0.8	77,2	73,0	69,3	67,6	66,0	64,5	63,1	60,4	58,0
	0.9	73,5	69,3	65,6	64,0	62,4	60,9	59,5	56,9	54,6
	1.0	70,2	66,0	62,4	60,7	59,2	57,7	56,4	53,9	51,6
	1.1	67,2	63,1	59,5	57,9	56,4	55,0	53,6	51,2	49,0
	1.2	64,5	60,4	56,9	55,3	53,9	52,5	51,2	48,8	46,7
	1.3	62,0	58,0	54,6	53,0	51,6	50,3	49,0	46,7	44,7
	1.4	59,8	55,8	52,5	51,0	49,6	48,3	47,1	44,8	42,9
	1.5	57,7	53,9	50,6	49,1	47,7	46,5	45,3	43,1	41,2

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%	57,5	60,9	65,3	71,2	75,1	79,8	85,6	93,2	103,2
	3.5%	55,2	58,2	61,9	67,0	70,2	74,1	78,8	84,7	92,3
	4.0%	53,1	55,7	59,0	63,3	66,0	69,2	73,1	77,8	83,8
	4.5%	51,2	53,5	56,4	60,1	62,4	65,1	68,3	72,2	76,9
	5.0%	49,4	51,5	54,0	57,2	59,2	61,5	64,2	67,4	71,3
	5.5%	47,8	49,6	51,9	54,7	56,4	58,3	60,6	63,3	66,5
	6.0%	46,3	47,9	49,9	52,4	53,9	55,5	57,5	59,8	62,4
	6.5%	44,9	46,4	48,1	50,3	51,6	53,1	54,7	56,7	58,9
	7.0%	43,7	45,0	46,5	48,4	49,6	50,9	52,3	54,0	55,9

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 historyczną 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. Obecnie dostrzegamy odbudowę głównych indeksów na warszawskim parkiecie i kluczowe znaczenie dla samej GPW może mieć przyszły kształt ustawy o zmianie zasad funkcjonowania dzisiejszych OFE.

Wskaźniki rynkowe wybranych giełd

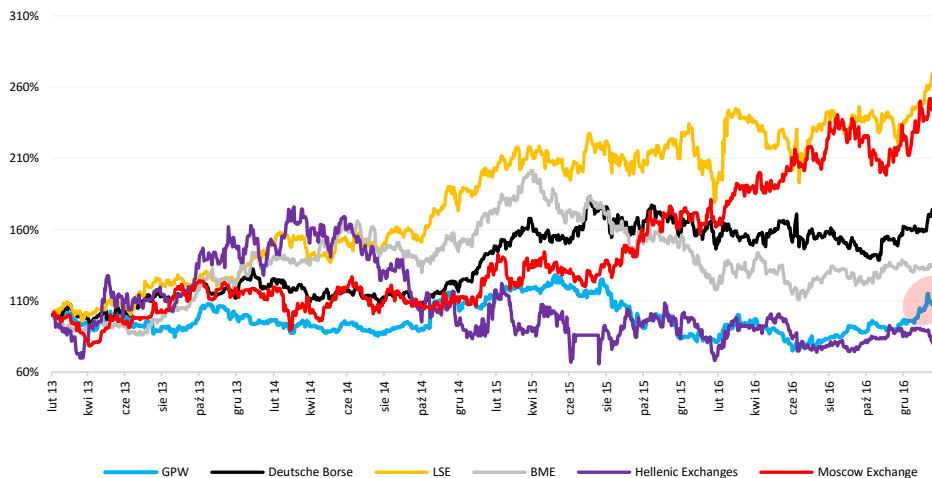
	Cena		P/E			EV/EBITDA		
			2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
DEUTSCHE BOERSE	81,67	EUR	18,9	18,1	16,1	13,2	11,8	10,4
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	3156	GBP	24,7	21,3	19,1	15,0	12,1	10,7
EURONEXT	40,55	EUR	15,3	14,6	13,4	9,8	9,1	8,1
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES	29	EUR	15,2	15,6	15,4	9,8	10,0	9,9
HELLENIC EXCHANGES	4,3	EUR	47,1	25,9	19,4	17,3	10,7	7,8
MOSCOW EXCHANGE	135,1	RUB	12,2	12,5	12,2	9,5	9,2	8,8
BM&FBOVESPA	18,82	BRL	16,9	16,2	16,3	17,0	14,5	11,9
CBOE	77,61	USD	32,4	30,6	28,4	17,7	16,4	15,2
CME	119,4	USD	24,7	22,4	21,4	15,3	14,2	13,6
NASDAQ OMX GROUP	69,78	USD	16,1	15,0	14,4	11,1	10,3	9,9
INTERCONTINENTAL EXCHANG	58,39	USD	21,1	19,3	17,6	14,7	13,2	11,9
BOLSA MEXICANA	28,28	MXN	17,7	16,3	15,1	10,1	9,3	8,7
ASX	50,02	AUD	22,1	21,2	20,1	12,8	12,0	11,4
BURSA MALAYSIA	8,75	MYR	22,0	20,9	19,9	14,0	13,5	13,2
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	187,2	HKD	37,7	32,6	29,3	19,4	16,3	13,5
NZX	1,1	NZD	29,8	19,2	17,2	12,1	9,5	9,0
SINGAPORE EXCHANGE	7,57	SGD	22,6	21,0	19,9	15,3	14,2	13,4
Mediana (wszystkie powyższe podmioty)			18,9	18,1	16,1	13,2	11,8	10,4
Mediana (tylko podmioty z Europy)			17,1	16,9	15,7	11,5	10,3	9,4
GPW	45,50	PLN	14,3	13,4	13,0	9,0*	8,2*	7,8*
Premia / dyskonto do mediany (wszystkie podmioty)			-35%	-31%	-26%	-36%	-32%	-27%
Premia / dyskonto do mediany (tylko Europa)			-16%	-21%	-18%	-22%	-21%	-16%
Wycena 1 akcji (mediana wszystkie podmioty) [PLN]			69,8	65,7	61,7	68,2	64,5	60,0
Wycena 1 akcji (mediana Europa) [PLN]			54,3	57,3	55,2	56,8	56,3	53,2
Przedział wyceny 1 akcji [PLN]	53,2 - 57,3							
Przedział wyceny spółki [mld PLN]	2,23 – 2,4							

* 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

W naszej analizie wyceniamy GPW metodą porównawczą na poziomie **55,50 PLN/akcję**. Odpowiada to medianie P/E oraz EV/EBITDA dla giełd europejskich na lata 2016-2018.

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



GPW razem z giełdą w Atenach notuje wciąż 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.

W 2016 roku nastąpiło odczuwalne cięcie kosztów przez władze spółki. Tym samym wraz z istotnym ożywieniem na rynku finansowym spółka powinna w kolejnych kwartałach pokazywać dalszy wzrost EBITDA.

Wreszcie czekamy na nowy zarząd oraz strategię GPW.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'16

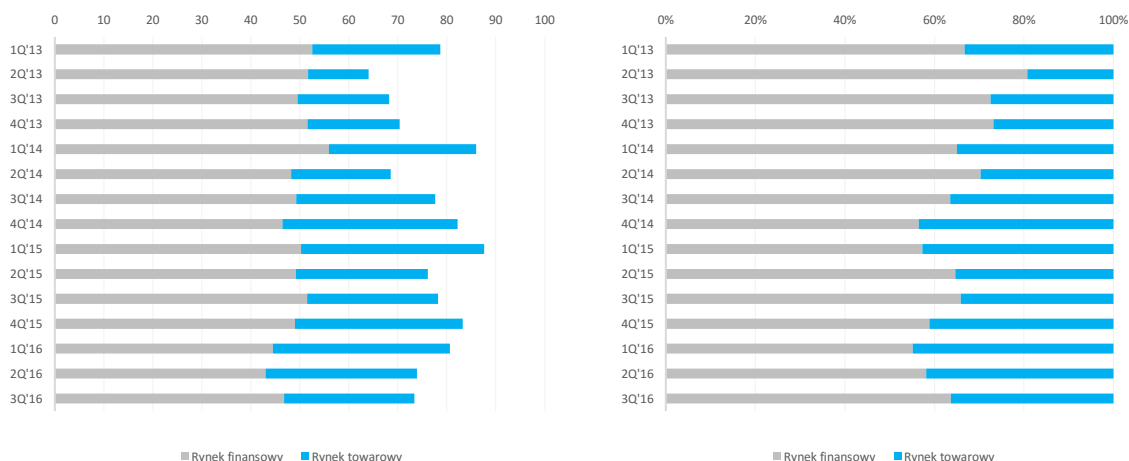
Rezultaty GPW za 3Q'16 były bardzo dobre za sprawą konsekwentnie wdrażanej polityki ograniczania kosztów (choć dodatkowo należy mieć na uwadze efekt zdarzeń jednorazowych). Cały czas obserwowaliśmy jeszcze erozję obrotów na rynku finansowym oraz jednoczesną stagnację lub spadek na wybranych kategoriach wolumenu handlu na rynku towarowym. Ogółem przychody spółki w 3Q'16 spadły o 6,4% r/r do 73,7 mln PLN. Dzięki niższym kosztom operacyjnym (efekt zdarzeń jednorazowych oraz rozliczenia całości opłaty na KNF w 1Q'16), GPW w 2Q'16 wykazała wzrost EBITDA do 51,9 mln PLN (+22,7% r/r) i zysku netto dla akcjonariuszy do 40,3 mln PLN (+34,2% r/r).

W segmencie rynku finansowego ubytek przychodów wyniósł 9,2% r/r. Z samego obrotu w tym obszarze biznesowym spółka osiągnęła wpływy niższe o 14,6%, 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 niespełna 2,22 pb podczas gdy średnio w całym 2015 roku było to ok 2,49 pb). Przychody z obsługi emitentów w 3Q'16 były wyższe o prawie 2% r/r. 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 3Q'16 wykazała wciąż przyzwoite odczyty. Łączne przychody segmentu były płaskie względem 3Q'15. Z obrotu spółce udało się zwiększyć wpływy o 6,7% r/r do 13,6 mln PLN. Przychody z prowadzenia rejestru spadły o 0,8% r/r. Z rozliczenia transakcji na rynku towarowym spółka uzyskała niższe wpływy o ponad 10% r/r.

Koszty operacyjne w 3Q'16 spadły do zaledwie 28,3 mln PLN. Decydujący wpływ na niższe koszty miało jednorazowe rozliczenie w 1Q'16 całorocznego kosztu na rzecz KNF oraz efekt jednorazowego rozwiązania rezerw na zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych w GPW i TGE w wysokości 3,8 mln PLN i pomniejszenie opłat na KNF na poziomie 2,1 mln PLN.

Struktura przychodów w podziale na segmenty



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

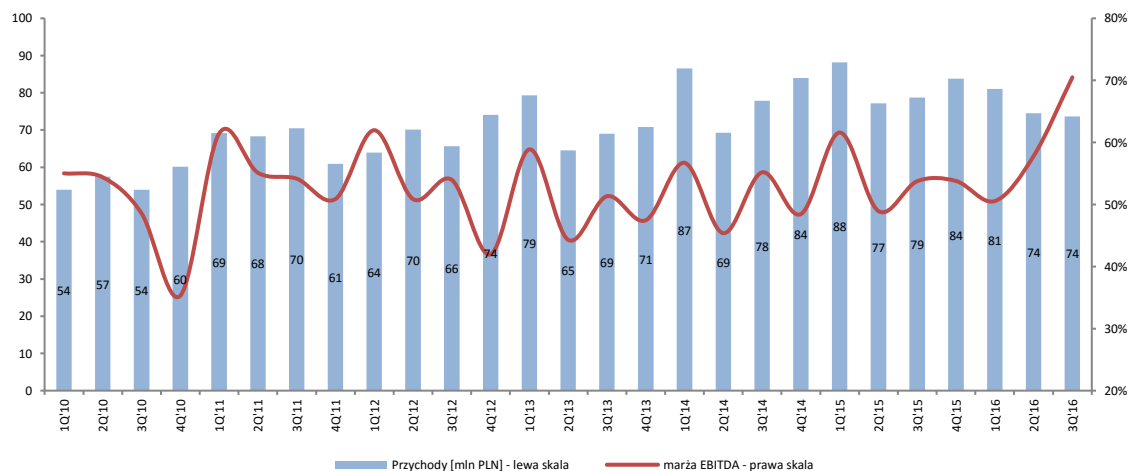
Wyniki skonsolidowane GPW w ujęciu kwartalnym

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	78,7	73,7	-6,4%	328,0	313,0	-4,6%
Rynek finansowy	51,5	46,8	-9,2%	197,4	183,2	-7,2%
Przychody z obsługi obrotu	36,2	30,9	-14,6%	134,9	119,0	-11,7%
Przychody z obsługi emitentów	5,7	5,8	1,9%	24,3	23,8	-1,8%
Przychody ze sprzedaży informacji	9,6	10,0	4,4%	38,3	40,3	5,3%
Rynek towarowy	26,7	26,6	-0,2%	126,7	127,9	1,0%
Przychody z obsługi obrotu	12,8	13,6	6,7%	63,6	62,0	-2,5%
Prowadzenie rejestru świadectw	5,5	5,5	-0,8%	24,5	26,8	9,0%
Rozliczenie transakcji	8,4	7,5	-10,2%	38,6	39,2	1,5%
Pozostałe przychody	0,5	0,3	-52,3%	3,9	1,8	-52,8%
Koszty operacyjne	43,3	28,3	-34,8%	179,8	158,3	-11,9%
Amortyzacja	7,0	6,8	-3,0%	27,3	26,7	-2,3%
Koszty pracownicze	17,3	11,6	-32,6%	69,9	64,8	-7,4%
Czynsze i inne opłaty	2,3	2,4	5,6%	9,6	9,2	-4,5%
Opłaty i podatki	6,3	-2,1	-133,9%	23,5	15,0	-36,0%
Usługi obce, inne koszty	10,5	9,5	-9,3%	49,4	42,6	-13,8%
EBITDA	42,3	51,9	22,7%	175,1	181,0	3,4%
EBIT	35,3	45,1	27,8%	147,7	154,3	4,4%
Saldo finansowe	0,1	1,4	2294,2%	0,9	3,6	289,6%
Udział w zyskach stowarzyszonych	0,3	2,3	638,3%	-2,0	0,6	---
Wynik netto	30,1	40,4	34,0%	119,8	128,9	7,6%
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	30,0	40,3	34,2%	119,6	128,9	7,8%

	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Rynek finansowy						
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	59,0	54,7	-7,4%	226,1	198,6	-12,1%
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	2,1	1,9	-10,7%	8,5	7,7	-9,8%
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	144,2	122,3	-15,2%	624,7	430,3	-31,1%
Rynek towarowy	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	4Q'14-3Q'15	4Q'15-3Q'16	zmiana r/r
Wolumen obrotu RDN [Twh]	5,4	6,1	13,3%	24,4	27,2	11,5%
Wolumen obrotu RTT [Twh]	32,7	23,5	-28,2%	162,0	127,7	-21,1%
Wolumen obrotu RPM [Twh]	11,8	9,2	-22,7%	57,9	53,1	-8,3%
Wolumen obrotu gazem [Twh]	30,7	17,9	-41,8%	134,0	97,5	-27,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

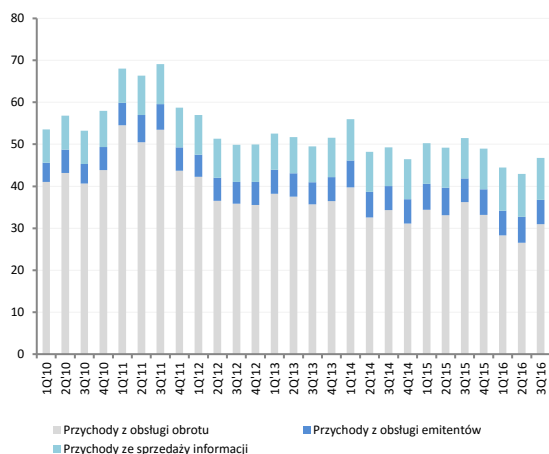
Przychody i koszty w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

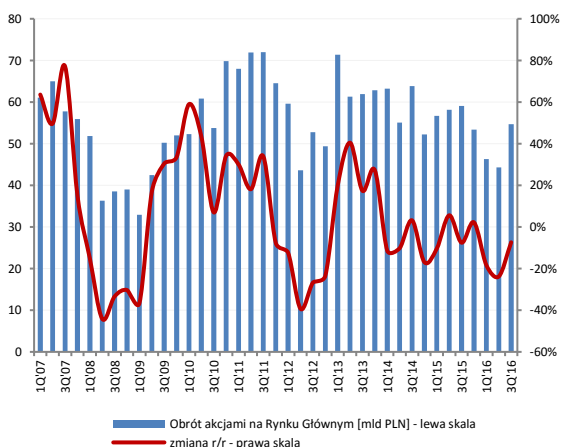
RYNEK FINANSOWY

Przychody z kategorii rynek finansowy



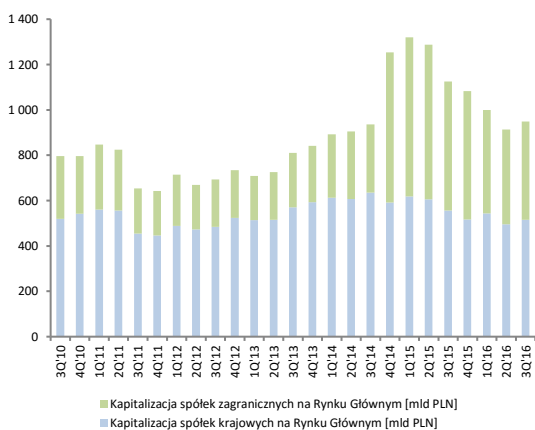
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty akcjami na Rynku Głównym



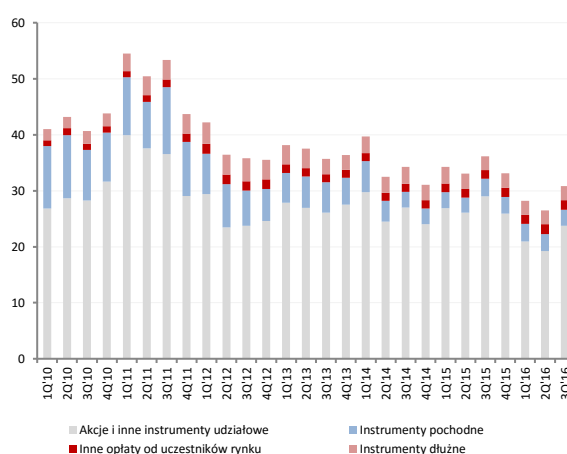
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitalizacja spółek na Rynku Głównym



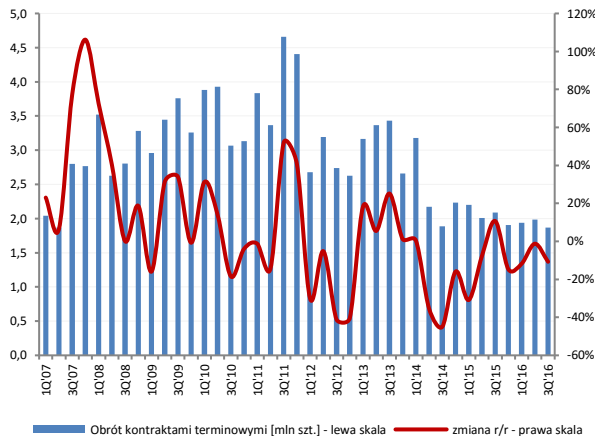
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z obsługi obrotu



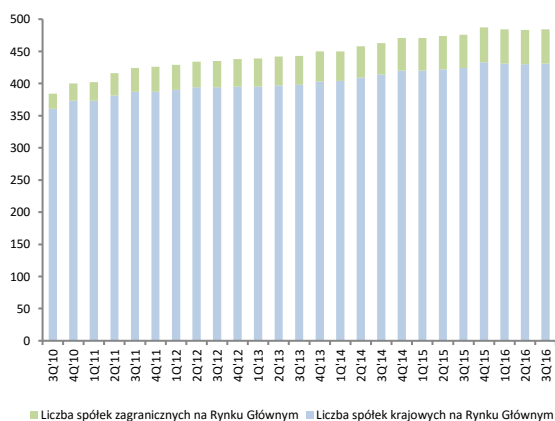
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty kontraktami terminowymi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

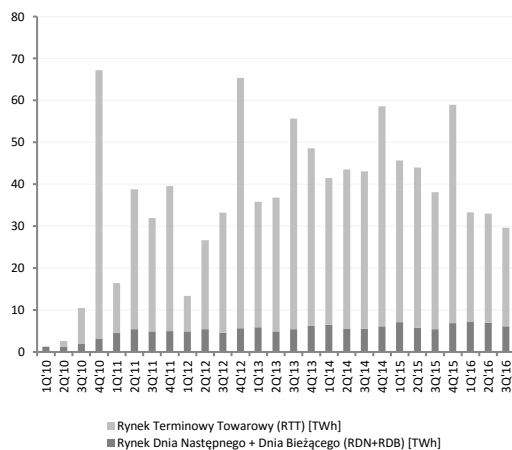
Liczba notowanych spółek na Rynku Głównym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

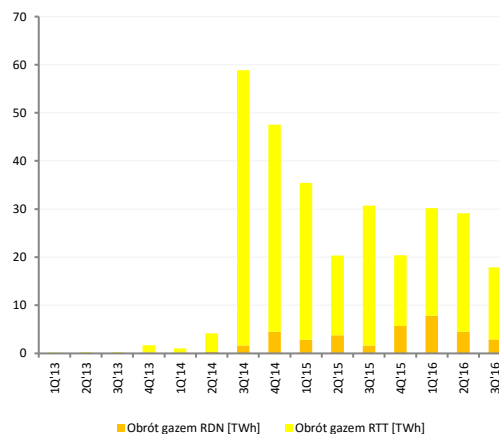
RYNEK TOWAROWY

Wolumen obrotów energią elektryczną



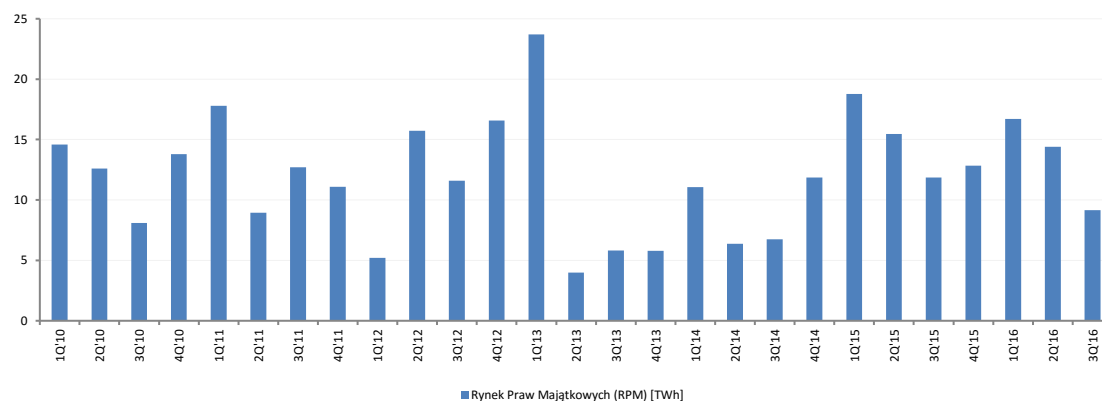
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wolumen obrotów gazem



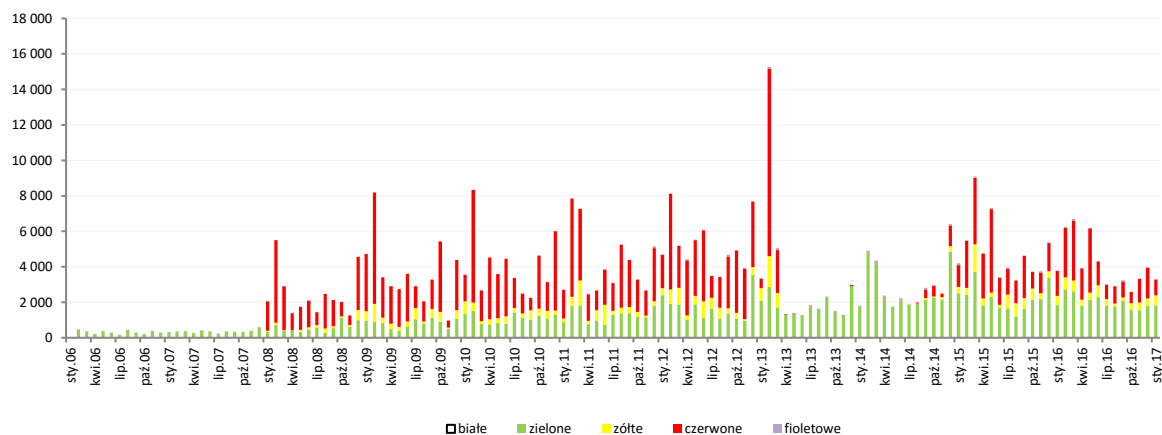
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skumulowany wolumen handlu na RPM [odczyty kwartalne; TWh]



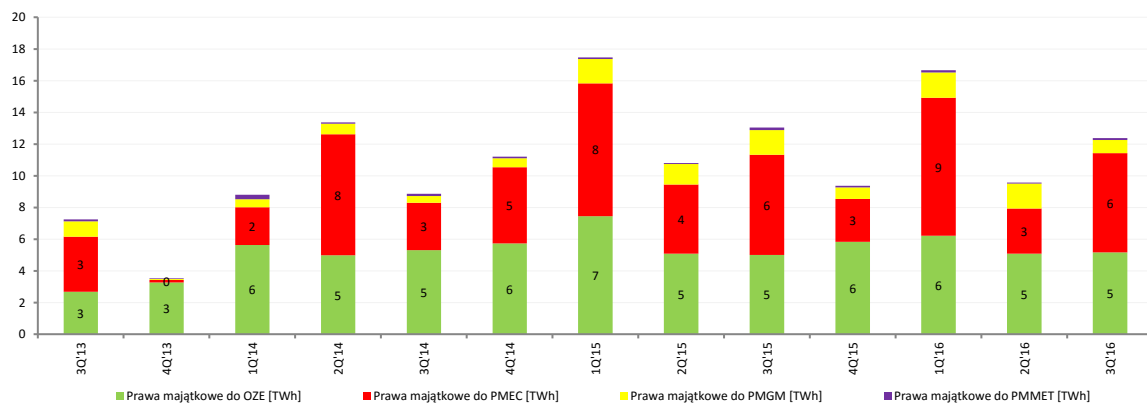
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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



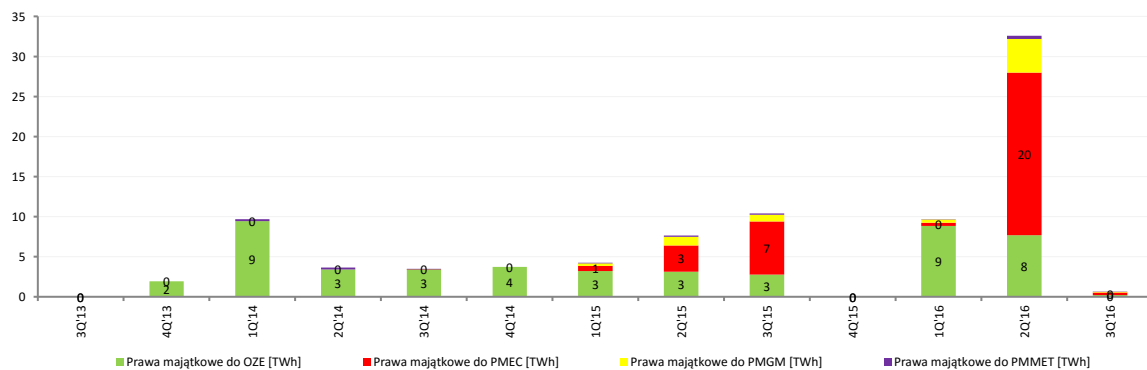
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen wystawionych świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



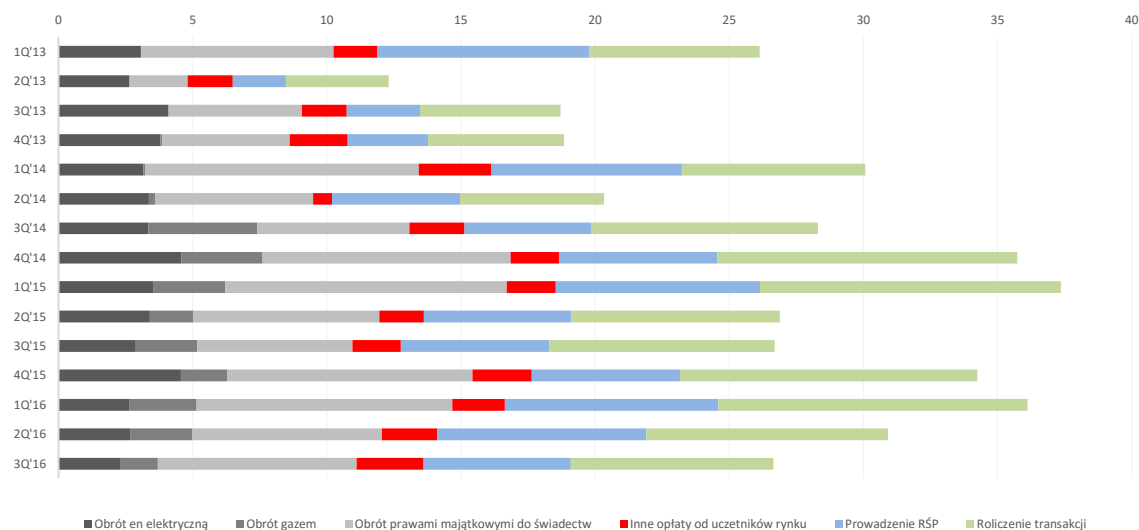
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen umorzeń świadectw pochodzenia do OZE i kogeneracji [TWh]



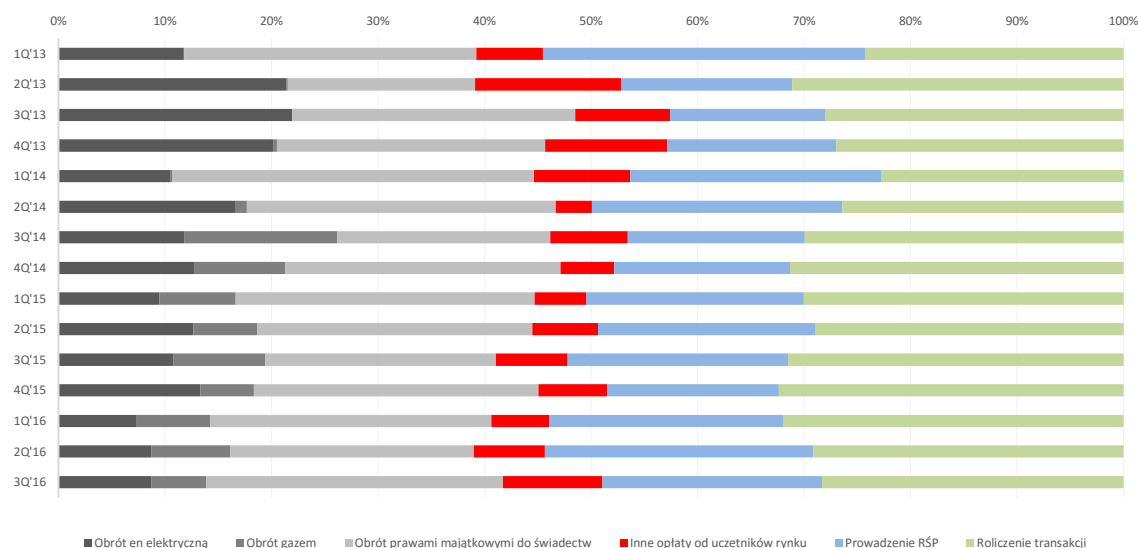
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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]



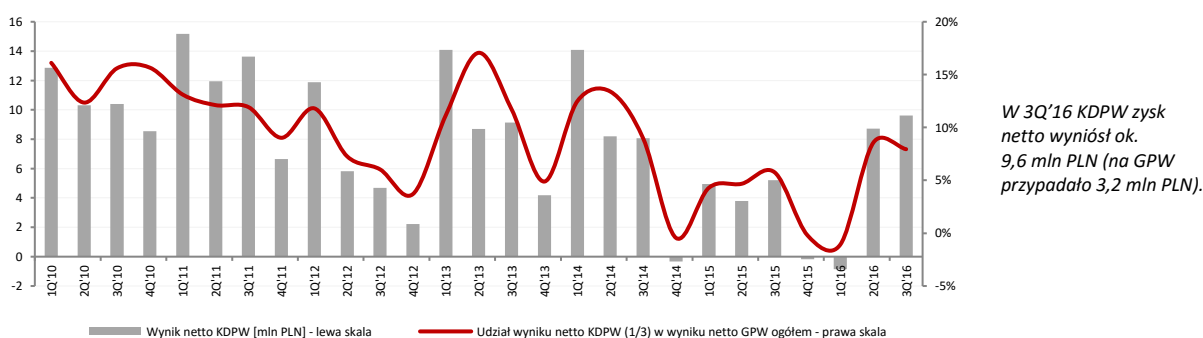
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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%.

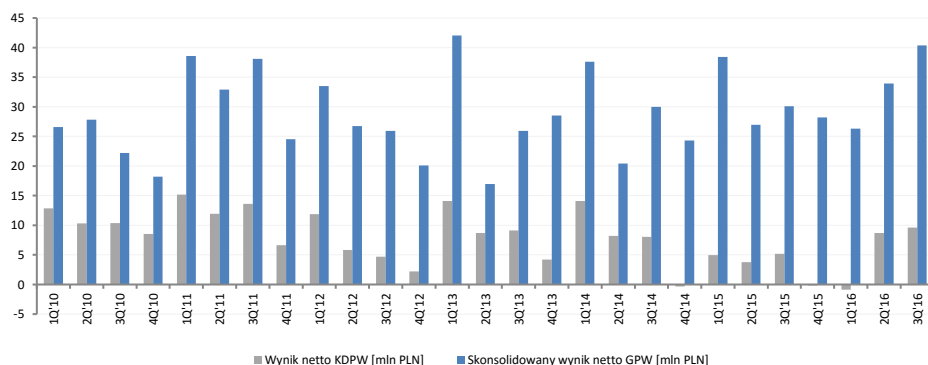
W sierpniu 2013 roku zarząd GPW zawarł z Aquis Exchange Limited umowę objęcia akcji nowej emisji. Cena nabycia pierwszej subskrypcji dających 18,51% udziału w kapitale zakładowym wyniosła 10.105 mln PLN (2 mln GBP). W lutym 2014 roku GPW dokupiła kolejne 17,72% udziały w tym podmiocie za 15.202 mln PLN (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 do 23,6%, natomiast udział w prawach głosu spadł do 20,79%.

Wynik netto KDPW w ujęciu kwartalnym



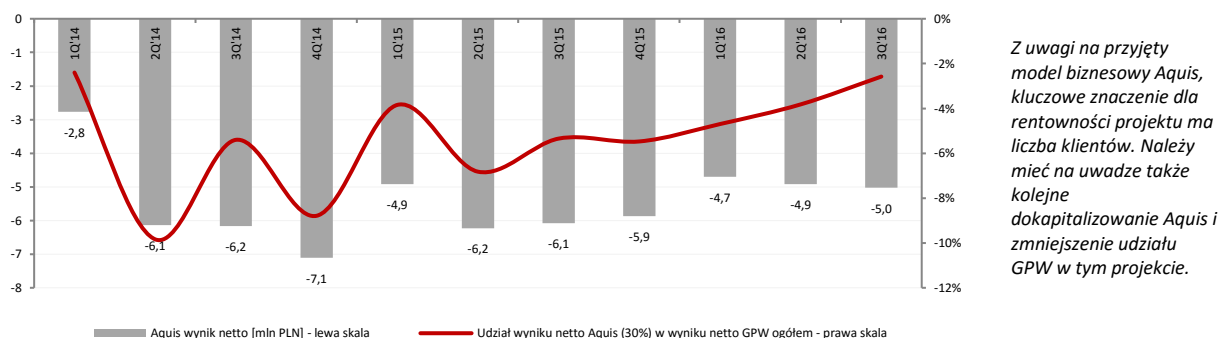
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto KDPW na tle GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto Aquis w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

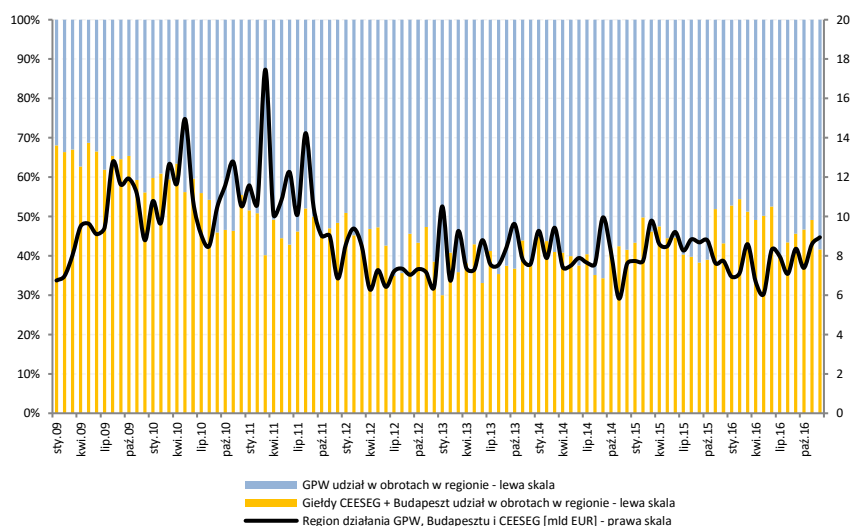
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ

GPW jest największą giełdą w regionie Europy Środkowej. W roku 2013 obroty na GPW stanowiły ponad 62% obrotów na wszystkich giełdach regionu. W latach 2014-2016 nastąpił spadek znaczenia roli GPW i udział w obrotach spadł stopniowo do ok 52,2% (w EUR). Z danych FESE wynika, że od 4Q'16 widać już umocnienie pozycji GPW (udział w grudniowych obrotach przekroczył 58%).



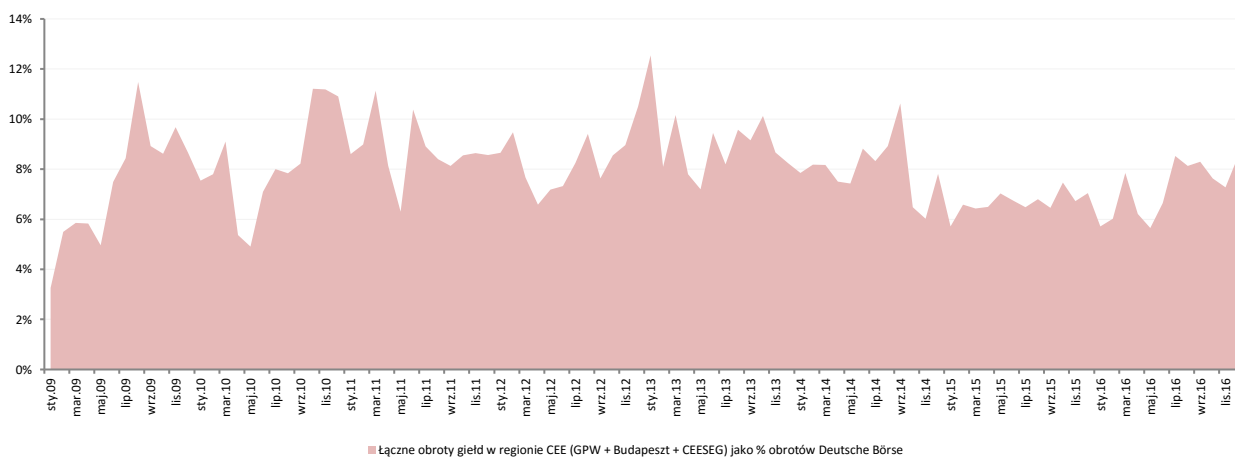
* do giełd regionu Europy Środkowej zaliczamy giełdy w Polsce, Czechach, Słowacji, Austrii, na Węgrzech, w Rumunii, Bułgarii i Słowenii

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

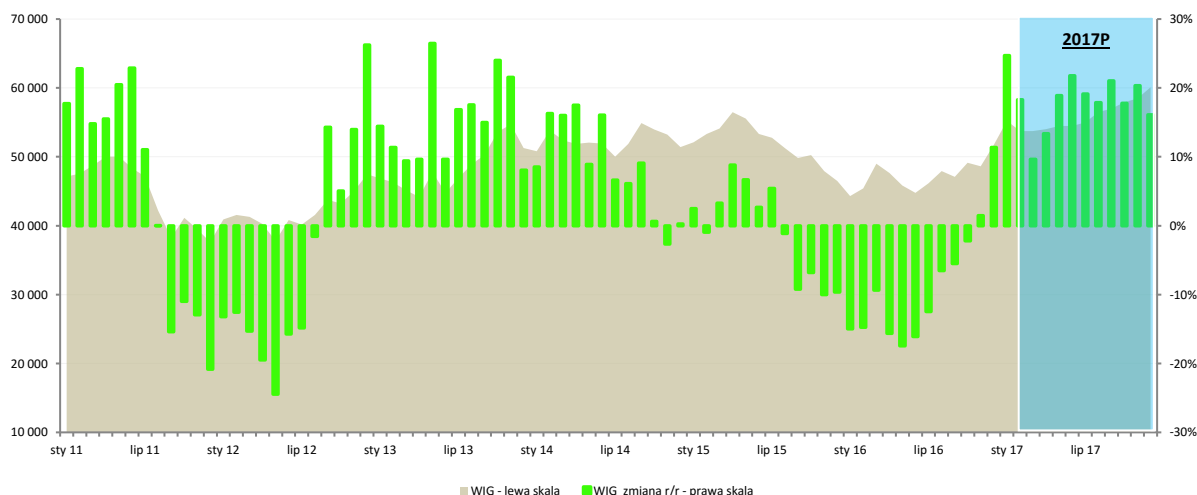
PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY

W 4Q'16 obserwowaliśmy wyczekiwane ożywienie na rynku finansowym. Szacujemy, że obroty na rynku głównym w 4Q'16 były wyższe o ponad 10% r/r. Zatem liczymy, że GPW pokaże wzrost przychodów z obrotu o symboliczne 0,5% r/r i o 9,5% q/q. Kluczowe znaczenie dla oceny atrakcyjności spółki ma poprawa koniunktury na rynku akcji. Dane za styczeń'17 wskazują, że obroty na rynku głównym były wyższe o ponad 52% w porównaniu do stycznia'16. Liczymy, że w całym 1Q'17 obroty na rynku głównym wzrosną o prawie 35% r/r. Również kolejne dwa kwartały 2017 roku powinny pokazać wysoką dynamikę odbudowy obrotów z uwagi na poprawę koniunktury na rynku akcji oraz bardzo niską bazę z 2016 roku.

Naszym zdaniem czynniki wewnętrzne z krajowej gospodarki sprzyjają dalszej odbudowie głównych indeksów na GPW (optymistyczne odczyty PMI za grudzień i styczeń; silny sezon wynikowy za 4Q'16 oraz dobre symulacje na 1Q'17; wreszcie perspektywa odbudowy inwestycji). Zatem w średnim horyzoncie (perspektywa 2017 roku) jesteśmy nadal nastawieni byczo do krajowego rynku akcji. Na koniec 2017 roku oczekujemy wzrostu WIG w przedziale 15-20%, tym samym liczymy że indeks WIG może przekroczyć 60 000 punktów. Według nas wachlarz negatywnych dalszych rozczarowań mających charakter wewnętrzny w obszarze dużych podmiotów (WIG Banki, WIG Energetyka) jest już mocno ograniczony. Tym samym spółki o dużej kapitalizacji powinny stopniowo wpływać na dalszą odbudowę krajowych indeksów.

Zatem w obecnym raporcie jesteśmy pozytywnie nastawieni do przychodów z segmentu rynek finansowy. Obserwowane ożywienie handlu powinno mieć istotny wpływ na wzrost rentowności GPW przy założeniu, że w większości zostaną utrzymane wdrożone oszczędności kosztowe.

Oczekiwana ścieżka zachowania indeksu WIG na 2017 rok

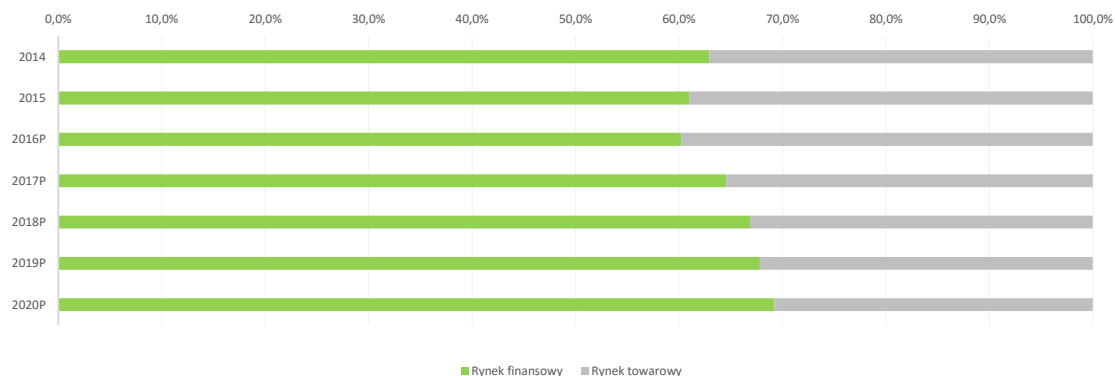


Źródło: Dom Maklerski BDM

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 ponad 21% r/r do 145,1 mln PLN. W kolejnych dwóch latach przyjęta dynamika odbudowy jest mniejsza i wynosi odpowiednio 9,9% i 4,7% w 2019 roku. Zatem zgodnie z naszymi założeniami przychody z obrotu w 2017 roku powinny być tylko niewiele niższe niż te z 20013 roku. Ogółem dla całego segmentu rynku finansowego widzimy ścieżkę powrotu przychodów do wartości prawie 213 mln PLN w 2017 roku.

Ostatnie trzy 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 39,2% całości wpływów grupy, jednak wartościowo liczymy się już ze spadkiem przychodów segmentu do niespełna 120 mln PLN. Obawiamy się, że w roku 2016 rozpoczęła się erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. Podobnie jak w poprzednim raporcie 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 108 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.

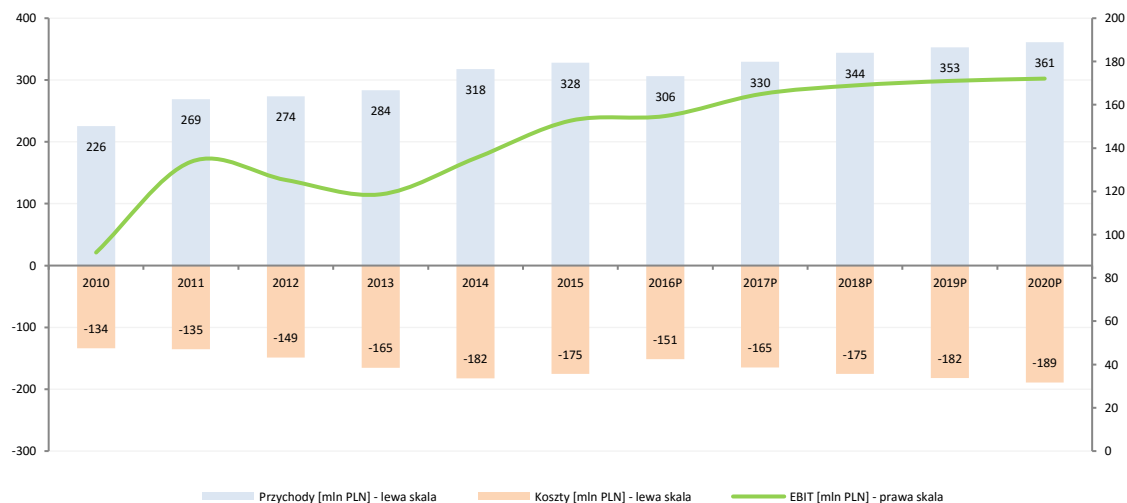
Projekcja struktury przychodów grupy GPW na lata 2016-2020



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Jak już wskazywaliśmy, nadchodzące dwa lata, czyli okres 2017-2018 w obecnej strukturze grupy to prawdopodobnie scenariusz odbudowy wpływów z rynku finansowego oraz postępująca stopniowa erozja przychodów w segmencie rynku towarowego. Zadaniem przyszłych władz spółki będzie zatem utrzymanie dyscypliny kosztowej bo odchodzące władze dokonały oszczędności na zaskakująco skalę, dzięki czemu w 2016 roku EBITDA grupy może być na rekordowym dotychczas poziomie ponad 182 mln PLN. W naszych założeniach przyjmujemy, że EBITDA za 2017 rok wzrośnie do 197 mln PLN, a w 2018 roku do 201,2 mln PLN.

Projekcja wyników GPW na lata 2015-2020



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2016-2018

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16P	1Q'17P	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	81,0	74,5	73,7	77,0	85,9	81,2	81,4	81,1	317,6	327,9	306,1	329,5	344,1
Rynek finansowy	44,5	43,0	46,8	50,1	52,5	51,4	53,5	55,5	200,0	200,0	184,3	212,8	230,1
Przychody z obsługi obrotu	28,3	26,6	30,9	33,9	35,9	34,5	36,5	38,2	137,8	136,9	119,7	145,1	159,5
Przychody z obsługi emitentów	5,9	6,1	5,8	5,9	6,3	6,6	6,7	6,8	24,0	24,5	23,7	26,4	28,3
Przychody ze sprzedaży informacji	10,3	10,3	10,0	10,2	10,2	10,3	10,3	10,4	38,2	38,5	40,8	41,3	42,3
Rynek towarowy	36,1	30,9	26,6	26,2	32,7	29,2	27,3	25,0	114,5	125,2	119,9	114,1	111,4
Przychody z obsługi obrotu	16,6	14,1	13,6	14,8	15,4	14,3	13,4	13,9	60,1	62,6	59,1	57,0	57,8
Prowadzenie rejestru świadectw	8,0	7,8	5,5	3,5	7,1	6,1	6,6	3,8	22,5	24,2	24,7	23,6	21,3
Rozliczenie transakcji	11,5	9,0	7,5	8,0	10,3	8,8	7,2	7,3	31,9	38,5	36,1	33,5	32,3
Pozostałe przychody	0,4	0,6	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	3,1	2,7	1,9	2,6	2,7
Koszty operacyjne	46,1	38,0	28,3	38,4	46,6	37,3	38,1	41,6	181,6	174,4	150,8	163,6	174,1
Amortyzacja	6,4	6,5	6,8	7,8	8,0	8,0	8,1	8,1	28,8	26,8	27,5	32,1	32,2
Koszty pracownicze	17,0	17,9	11,6	14,5	15,0	16,4	16,9	17,4	69,5	68,1	61,1	65,7	70,6
Czynsze i inne opłaty	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3	10,3	9,8	9,3	9,3	9,6
Opłaty i podatki	11,6	0,5	-2,1	0,5	11,9	0,4	0,4	0,4	22,4	23,6	10,5	12,9	13,5
Usługi obce, inne koszty	8,9	10,8	9,5	13,2	9,4	10,3	10,5	13,5	50,6	46,1	42,4	43,7	48,2
EBITDA	41,0	43,0	51,9	46,4	47,0	51,7	51,1	47,3	164,1	179,5	182,3	197,0	201,2
EBIT	34,6	36,5	45,1	38,6	39,0	43,7	43,0	39,2	135,4	152,6	154,8	164,9	168,9
Saldo finansowe	-0,1	3,2	1,4	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8	0,0	0,5	5,1	3,2	3,4
Udział w zyskach stowarzyszonych	-1,4	1,4	2,3	0,8	-0,7	2,8	2,9	1,5	3,7	-1,5	3,0	6,4	7,5
Wynik netto	26,3	33,9	40,4	32,6	31,4	38,8	38,5	33,8	112,3	123,7	133,2	142,6	147,2
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	26,3	33,9	40,3	32,6	31,4	38,8	38,5	33,8	112,1	123,7	133,2	142,5	147,1
Rynek finansowy													
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	46,3	44,3	54,7	58,5	62,3	57,8	63,4	66,4	234,4	227,2	203,8	249,9	283,7
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	1,9	2,0	1,9	2,2	2,1	2,5	2,1	2,4	9,5	8,2	8,0	9,2	10,8
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	85,0	92,8	122,3	125,4	126,0	126,6	127,3	127,9	769,8	601,6	425,5	507,9	520,6
Rynek towarowy													
Wolumen obrotu RDN [TWh]	7,3	7,0	6,1	7,3	7,4	7,1	6,2	7,4	23,7	25,1	27,6	28,0	28,3
Wolumen obrotu RTT [TWh]	26,1	26,1	23,5	23,4	23,5	24,8	23,4	23,2	163,0	161,6	99,0	94,9	95,3
Wolumen obrotu RPM [TWh]	16,7	14,4	9,2	9,9	12,0	11,0	10,0	10,0	36,0	58,9	50,2	43,0	40,9
Wolumen obrotu gazem [TWh]	30,2	29,1	17,9	37,4	29,5	29,5	29,5	33,0	111,6	106,9	114,5	118,4	129,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z września 2016 roku podnieśliśmy nasze założenia przychodowe dla segmentu rynek finansowy (sygnalizowaliśmy wcześniej, że czekamy na ożywienie na rynku akcji). Dodatkowo podchodzimy z większym optymizmem do rynku finansowego (wcześniej zbyt konserwatywnie nakreśliliśmy prawdopodobną ścieżkę erozji wpływów w tym segmencie). Zatem z obecnej perspektywy zrewidowaliśmy w górę osiągalny pułap EBITDA na 2016 rok do 182,3 mln PLN (+11% w porównaniu z poprzednim raportem to efekt głównie zdarzeń jednorazowych na poziomie kosztów). Kluczowe znaczenie ma dokonana w kolejnych dwóch latach korekta in plus, która wynosi odpowiednio +17% i 18% (głównie jest to efekt oczekiwanego ożywienia na rynku finansowym).

Zmiana założeń w porównaniu z raportem analitycznym z 07.09.2016 roku

	2016 stare	2016 nowe	zmiana	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana
Przychody	301,8	306,1	1%	305,1	329,5	8%	311,9	344,1	10%
rynek finansowy	180,3	184,3	2%	194,3	212,8	10%	205	230,1	12%
rynek towarowy	118,9	119,9	1%	108,2	114,1	5%	104,2	111,4	7%
EBITDA	164,6	182,3	11%	167,8	197,0	17%	170,3	201,2	18%
EBIT	138,5	154,8	12%	139,7	164,9	18%	139,9	168,9	21%
Wynik netto	116,4	133,2	14%	119,2	142,5	20%	123,2	147,1	19%

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	306,1	329,5	344,1	352,9	361,4	371,0	379,8	390,3	400,6
Rynek finansowy	205,3	200,0	200,0	184,3	212,8	230,1	239,4	250,2	259,8	268,7	277,4	286,0
Przychody z obsługi obrotu	147,9	137,8	136,9	119,7	145,1	159,5	167,0	175,9	183,8	190,9	197,8	204,5
Przychody z obsługi emitentów	22,3	24,0	24,5	23,7	26,4	28,3	29,1	29,8	30,5	31,2	31,8	32,5
Przychody ze sprzedaży informacji	35,1	38,2	38,5	40,8	41,3	42,3	43,3	44,4	45,5	46,6	47,8	48,9
Rynek towarowy	76,0	114,5	125,2	119,9	114,1	111,4	110,8	108,4	108,4	108,3	110,0	111,6
Przychody z obsługi obrotu	39,9	60,1	62,6	59,1	57,0	57,8	58,5	58,9	59,2	59,6	61,1	62,7
Prowadzenie rejestru świadectw pochodzenia	15,6	22,5	24,2	24,7	23,6	21,3	21,4	21,5	21,6	21,7	21,8	21,9
Rozliczenie transakcji	20,5	31,9	38,5	36,1	33,5	32,3	31,0	28,1	27,6	27,0	27,0	27,0
Pozostałe przychody	2,5	3,1	2,7	1,9	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9	2,9	3,0
Koszty operacyjne	166,2	181,6	174,4	150,8	163,6	174,1	180,9	188,2	193,8	199,0	205,0	211,2
Amortyzacja	25,7	28,8	26,8	27,5	32,1	32,2	32,8	33,2	33,4	33,4	33,8	34,7
Koszty pracownicze	64,0	69,5	68,1	61,1	65,7	70,6	73,5	76,4	79,4	82,6	85,9	88,9
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	10,6	10,3	9,8	9,3	9,3	9,6	9,9	10,2	10,6	11,0	11,4	11,7
Opłaty i podatki	20,8	22,4	23,6	10,5	12,9	13,5	13,9	14,3	14,6	15,0	15,4	15,8
Usługi obce	36,2	42,0	39,6	36,8	37,4	40,3	42,4	45,2	46,4	47,5	48,8	50,1
Inne koszty operacyjne	8,9	8,7	6,4	5,6	6,3	7,9	8,5	8,9	9,3	9,5	9,8	10,0
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1,1	-0,6	-0,9	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
EBITDA	144,4	164,1	179,5	182,3	197,0	201,2	203,8	205,3	209,5	213,1	217,9	222,9
EBIT	118,6	135,4	152,6	154,8	164,9	168,9	171,0	172,1	176,1	179,7	184,1	188,2
Saldo finansowe	-1,3	0,0	0,5	5,1	3,2	3,4	4,3	5,1	5,8	6,4	6,9	7,3
Udział w zyskach stowarzyszonych	12,5	3,7	-1,5	3,0	6,4	7,5	9,1	10,3	11,0	12,5	13,9	15,2
Wynik brutto	129,8	139,1	151,7	163,0	174,5	179,9	184,5	187,5	193,0	198,6	204,8	210,7
Wynik netto	113,5	112,3	123,7	133,2	142,6	147,2	151,1	153,8	158,4	163,2	168,5	173,5
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	113,3	112,1	123,7	133,2	142,5	147,1	151,1	153,8	158,4	163,2	168,5	173,5
	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	3,6%	11,9%	3,3%	-6,6%	7,6%	4,4%	2,6%	2,4%	2,7%	2,4%	2,7%	2,6%
Struktura przychodów (rynek finansowy)	72,3%	63,0%	61,0%	60,2%	64,6%	66,9%	67,8%	69,2%	70,0%	70,7%	71,1%	71,4%
Struktura przychodów (rynek towarowy)	27,7%	37,0%	39,0%	39,8%	35,4%	33,1%	32,2%	30,8%	30,0%	29,3%	28,9%	28,6%
Koszty / przychody	58,6%	57,2%	53,2%	49,3%	49,7%	50,6%	51,2%	52,1%	52,2%	52,4%	52,5%	52,7%
Marża EBITDA	50,9%	51,7%	54,7%	59,6%	59,8%	58,5%	57,7%	56,8%	56,5%	56,1%	55,8%	55,6%
Marża EBIT	41,8%	42,6%	46,6%	50,6%	50,0%	49,1%	48,5%	47,6%	47,5%	47,3%	47,2%	47,0%
Marża netto	40,0%	35,4%	37,7%	43,5%	43,3%	42,8%	42,8%	42,6%	42,7%	43,0%	43,2%	43,3%
Wynik netto KDPW [mln PLN]	36,1	30,0	13,8	22,7	29,2	29,9	31,1	32,5	33,8	34,9	36,1	37,2
Wynik KDPW przypadający GPW jako % wyniku grupy	10,6%	8,9%	3,7%	5,7%	6,8%	6,8%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	576,4	572,7	580,6	595,3	599,3	596,1	595,0	595,1	597,0	604,8	618,0	632,5
RZAT	124,0	119,8	125,2	120,2	120,8	118,9	117,3	115,7	114,0	112,4	110,8	109,3
WNiP	269,2	261,0	261,7	271,6	268,5	264,5	260,9	257,6	255,6	258,1	264,8	271,7
Inwestycje w jedn stowarzyszonych	158,5	188,1	188,6	196,8	203,2	205,9	210,1	215,1	220,7	227,6	235,6	244,8
Pozostałe aktywa trwałe	24,7	3,8	5,1	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Aktywa obrotowe	482,7	451,4	442,2	486,8	521,5	559,1	594,3	627,9	654,4	676,1	693,6	710,2
Zapasy	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Należności handlowe oraz pozostałe	34,8	42,6	81,3	40,0	50,3	52,6	53,9	55,2	56,7	58,0	59,6	61,2
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	446,4	470,6	505,7	539,6	571,9	596,9	617,2	633,1	648,1
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	1 059,1	1 024,2	1 022,8	1 082,1	1 120,7	1 155,1	1 189,3	1 223,0	1 251,4	1 280,9	1 311,5	1 342,7
Kapitał własny	638,1	700,5	721,3	755,4	791,5	824,6	858,1	891,0	918,7	947,3	977,1	1 007,5
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	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Niepodzielony wynik finansowy	571,8	633,6	655,4	689,5	725,5	758,6	792,0	824,9	852,6	881,1	910,9	941,2
Kapitał mniejszości	1,1	1,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9
Zobowiązania długoterminowe	249,6	259,4	258,8	138,3	138,9	139,2	139,4	139,6	139,7	139,9	140,1	140,3
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	244,1	244,3	243,9	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8	123,8
Pozostałe zobowiązania dł. term.	5,5	15,1	14,9	14,5	15,1	15,4	15,6	15,8	15,9	16,1	16,3	16,5
Zobowiązania krótkoterminowe	171,4	64,3	42,7	188,4	190,3	191,3	191,9	192,4	193,0	193,6	194,3	194,9
Zobowiązania handlowe	12,7	10,0	8,6	6,0	6,4	6,7	6,9	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8
Zobowiązania podatkowe	0,7	1,3	2,8	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9
Pozostałe zobowiązania	144,0	41,6	13,9	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3	28,3
Zobowiązania pracownicze	11,5	9,9	9,5	7,5	9,0	9,7	10,1	10,5	10,9	11,4	11,8	12,2
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	0,4	0,2	0,7	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1	123,1
Pasywa razem	1 059,1	1 024,2	1 022,8	1 082,1	1 120,7	1 155,1	1 189,3	1 223,0	1 251,4	1 280,9	1 311,5	1 342,7
Dług %	244,4	244,4	244,6	246,8	246,8	246,8	246,8	246,8	246,8	246,8	246,8	246,8
Dług netto [mln PLN]	-88,2	-156,1	-116,1	-199,8	-224,1	-259,1	-293,0	-325,3	-350,4	-370,7	-386,5	-401,5
Cash Flow [mln PLN]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	175,7	161,7	93,1	209,1	160,5	170,6	174,2	176,2	180,1	183,6	187,7	192,2
CF inwestycyjny	-74,8	-23,1	-14,6	-20,5	-29,7	-21,5	-22,5	-23,0	-24,4	-28,7	-33,1	-34,0
CF finansowy	-44,4	-60,5	-107,2	-102,9	-106,5	-114,0	-117,7	-120,9	-130,7	-134,6	-138,7	-143,2
Zmiana netto środków pieniężnych	56,5	78,1	-28,7	85,7	24,3	35,1	33,9	32,3	25,0	20,3	15,9	15,0
Środki pieniężne sop	378,9	311,5	389,0	360,4	446,4	470,6	505,7	539,6	571,9	596,9	617,2	633,1
Środki pieniężne eop	436,3	389,0	360,4	446,4	470,6	505,7	539,6	571,9	596,9	617,2	633,1	648,1
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	16,8x	17,0x	15,4x	14,3x	13,4x	13,0x	12,6x	12,4x	12,1x	11,7x	11,3x	11,0x
EV/EBITDA	12,6x	10,7x	10,0x	9,4x	8,6x	8,2x	7,9x	7,7x	7,4x	7,2x	7,0x	6,8x
EV/EBIT	15,4x	13,0x	11,8x	11,0x	10,2x	9,8x	9,5x	9,2x	8,9x	8,6x	8,3x	8,0x
EV/S	6,4x	5,5x	5,5x	5,6x	5,1x	4,8x	4,6x	4,4x	4,2x	4,1x	3,9x	3,8x
P/BV	3,0x	2,7x	2,6x	2,5x	2,4x	2,3x	2,2x	2,1x	2,1x	2,0x	2,0x	1,9x
ROE	19,0%	16,8%	17,4%	18,0%	18,4%	18,2%	18,0%	17,6%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
ROA	11,3%	10,8%	12,1%	12,7%	12,9%	12,9%	12,9%	12,8%	12,8%	12,9%	13,0%	13,1%
DPS	0,79	1,20	2,40	2,36	2,54	2,72	2,80	2,88	3,11	3,21	3,30	3,41
Dividend yield	1,7%	2,6%	5,3%	5,2%	5,6%	6,0%	6,2%	6,3%	6,8%	7,0%	7,3%	7,5%

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/rozrywka, stal/węgiel

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	57,35	kupuj	44,2	07.02.2017	13:52 CEST	44,5	55 612
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 1Q'17:

Kupuj	3	60%
Akumuluj	2	40%
Trzymaj	0	0%
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 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 obciążona 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 dodatknej 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 inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 07.02.2017 roku (13:52 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.02.2017 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 jakiegokolwiek 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 07.02.2017 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.

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.