



Dom Maklerski BDM S.A.

GPW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

WYCENA 47,1 PLN

(POPZEDNIO: KUPUJ)

22 MAJ 2018, 09:44 CEST

Mamy świadomość, że ogłoszenie nowej strategii działania dla grupy GPW (ma być zaprezentowana w czerwcu'18) zapewne wymusi znaczące korekty do poszczególnych założeń obecnego modelu. Niemniej z uwagi na bieżącą niską wycenę rynkową walorów GPW decydujemy się na publikację obecnego raportu, w którym utrzymujemy zalecenie Kupuj wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 47,1 PLN/akcję. Przy bieżącej cenie rynkowej rentowność najbliższej dywidendy wynosi ok 6%.

Początek 2018 roku był wymagający dla rynku finansowego. Po dość dobrym styczniu'18, kolejne miesiące przyniosły już znaczące pogorszenie sytuacji na warszawskim parkiecie akcji, co miało swoje konsekwencje w postaci erozji kapitalizacji jak i wartości obrotów (dodatkowo w ujęciu r/r występowała bardzo wymagająca baza z 1Q'17). Ogółem przychody grupy w 1Q'18 spadły o 5,6% i wyniosły 85,9 mln PLN.

Spoglądając na aktywność handlu na rynku akcji w kwietniu i maju br., spodziewamy się że podobnie jak 1Q'18, również 2Q'18 może przynieść odczuwalną erozję przychodów z prowizji transakcyjnych. Założyliśmy, że obroty akcjami z arkusza na rynku głównym (bez uwzględnienia transakcji pakietowych) w 2Q'18 będą niższe o 25% w porównaniu z 2Q'17. Zdecydowaliśmy się także na bardziej zachowawcze podejście do aktywności na rynku finansowym w 3Q'18 i 4Q'18. Przyjęte założenia modelowe sugerują, że handel akcjami na rynku głównym w 2H'18 może być mniejszy o ok 6% w porównaniu z odczytem z 2H'17. Tym samym nasza symulacja wskazuje, że w 2018 roku łączne przychody z handlu akcjami mogą wynieść ok 96,4 mln PLN, czyli być niższe w relacji r/r o ok 12% r/r. W drugim półroczu br. dynamika spadku powinna być odczuwalnie mniejsza aniżeli w pierwszym półroczu, jest to jednak bardziej efekt bazy aniżeli uwzględniania poprawy aktywności (w porównaniu z tym co obserwujemy w 1Q'18 i 2Q'18).

Przygotowujemy się na erozję EBITDA grupy w 2018 roku o ponad 11% w porównaniu z 2017 rokiem (pisaliśmy już o tym w styczniowym raporcie analitycznym; wszystkie odczyty kwartalne w 2018 roku mogą wykazać erozję EBITDA w relacji r/r; efekt słabości rynku finansowego oraz spodziewanych niższych przychodów na rynku towarowym w 2H'18 oraz wzrosty wybranych pozycji kosztowych). Akcentujemy, że przyjęty przez nas scenariusz bazowy w średnim terminie nie jest ambitny i EBITDA grupy schodzi w okolice 173,5 mln PLN w 2021 roku.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego ze stycznia'18 skorygowaliśmy w dół nasze założenia na 2018 i kolejne lata. Przyjęliśmy zdecydowanie chłodniejsze podejście dla perspektyw rynku finansowego, jednocześnie spłaszczaliśmy ścieżkę erozji przychodów w obszarze rynku towarowego. W modelu staramy się też uwzględnić wyższe koszty wynagrodzeń i ograniczoną już możliwość do strukturalnego ograniczania kosztów działania. Podsumowując, na rok 2018 obniżyliśmy oczekiwania dla EBITDA z 191 mln PLN do 188 mln PLN. Na lata 2019-2020 rewizja prognoz sięga odpowiednio -10% i -14% (obecny scenariusz bazowy wg nas jest zachowawczy).

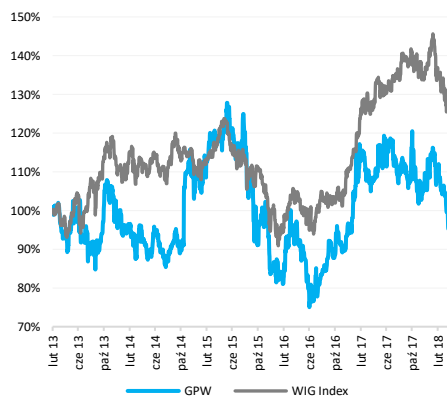
	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln PLN]	327,9	310,9	352,0	324,9	326,0	324,1
EBITDA [mln PLN]	179,5	183,7	212,2	188,0	186,4	179,6
EBIT [mln PLN]	152,6	157,9	183,9	156,8	154,9	147,1
Wynik netto [mln PLN]	123,7	131,1	156,0	132,4	132,9	128,3
P/BV	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7
P/E	12,7	12,0	10,1	11,9	11,8	12,3
EV/EBITDA	8,1	7,5	6,3	6,8	6,5	6,5
DPS	2,4	2,4	2,2	2,2	1,9	1,9

Wycena końcowa [PLN]	47,1
Wycena DCF	48,3
Wycena mnożnikowa [PLN]	45,9
Potencjał do wzrostu / spadku	+26%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	37,5
Kapitalizacja [mld PLN]	1,574
Ilość akcji [mln. szt.]	41,972
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	48,65
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	36,45
Stopa zwrotu za 3 mc	-17%
Stopa zwrotu za 6 mc	-17%
Stopa zwrotu za 12 mc	-21%
Akcjonariat (głosy):	
Skarb Państwa	51,76%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'18.....	10
RYNEK FINANSOWY.....	12
RYNEK TOWAROWY	13
POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)	16
PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY.....	17
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Mamy świadomość, że ogłoszenie oraz implementacja nowej strategii działania (ma być zaprezentowana w czerwcu'18) zapewne wymusi znaczące korekty do poszczególnych założeń obecnego modelu. Niemniej z uwagi na bieżącą niską wycenę rynkową walorów GPW decydujemy się na publikację obecnego raportu, w którym utrzymujemy zalecenie Kupuj wyznaczając jednocześnie cenę docelową na poziomie 47,1 PLN/akcję. Przy bieżącej cenie rynkowej rentowność najbliższej dywidendy wynosi ok 6%.

Przygotowujemy się na erozję EBITDA grupy w 2018 roku o ponad 11% w porównaniu z 2017 rokiem (pisaliśmy już o tym w styczniowym raporcie analitycznym; wszystkie odczyty kwartalne w 2018 roku mogą wykazać erozję EBITDA w relacji r/r; efekt słabości rynku finansowego oraz spodziewanych niższych przychodów na rynku towarowym w 2H'18 oraz wzrosty wybranych pozycji kosztowych). Akcentujemy, że przyjęty przez nas scenariusz bazowy w średnim terminie nie jest ambitny i EBITDA grupy schodzi w okolice 173,5 mln PLN w 2021 roku.

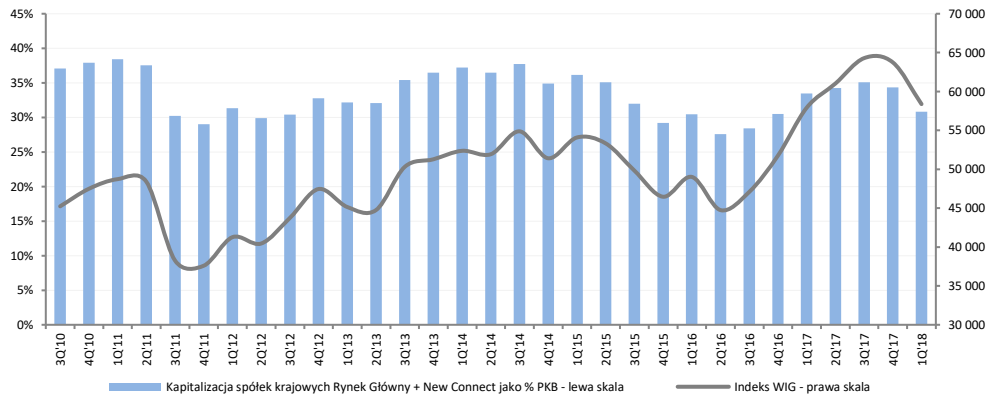
Zakładamy, że po ostatnich spadkach kursu, ryzyko dalszych perturbacji i erozji wartości grupy po ogłoszeniu nowej strategii dla GPW jest w naszym odczuciu ograniczone. Zauważamy pewne aspekty poruszone przez władze spółki podczas ostatniej konferencji wynikowej za 1Q'18, które mogły/mogą wpływać na obecny słaby sentyment do walorów GPW. W szczególności przedstawiciele spółki ocenili, że obecne strumienie dywidend jakimi dzieli się GPW ze swoimi akcjonariuszami na tle innych operatorów giełdowych są duże. Słyszeliśmy też argumenty za potrzebą podniesienia „innowacyjności” grupy i otwarcia nowych strumieni przychodowych, co prawdopodobnie w krótkim i średnim terminie może wymagać ponoszenia znacząco wyższych kosztów działania (przy jednoczesnym braku doświadczenia grupy w rozwijaniu i prowadzeniu działalności w obszarze konkurencyjnym).

Podsumowanie wyceny GPW

A	Wycena DCF [PLN/akcję]	48,3
B	Wycena porównawcza [PLN/akcję]	45,9
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN/akcję]		47,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

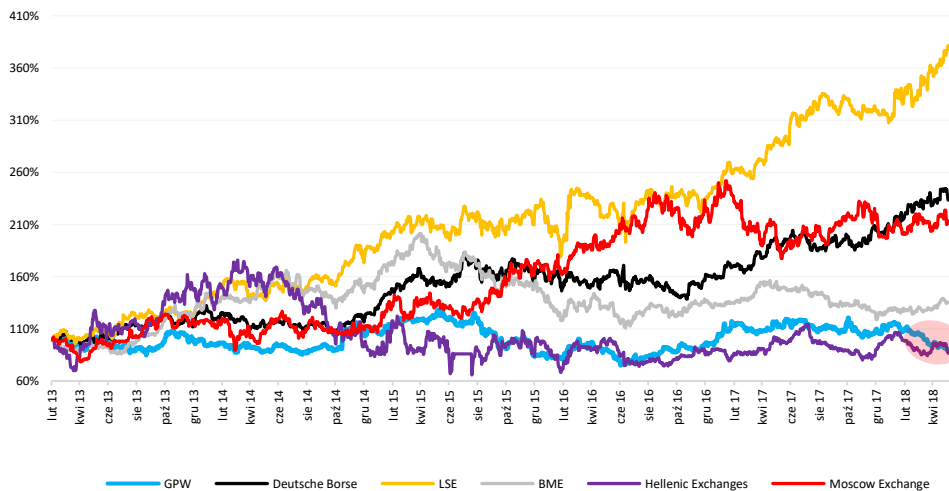
Kapitalizacja krajowych podmiotów notowanych na GPW w relacji do PKB Polski (bez uwzględnienia podmiotów zagranicznych)



Kapitalizacja krajowych spółek (bez liczenia podmiotów zagranicznych) w relacji do PKB Polski od długiego czasu wskazuje na zatrzymanie impulsów wzrostowych polskiego rynku kapitałowego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

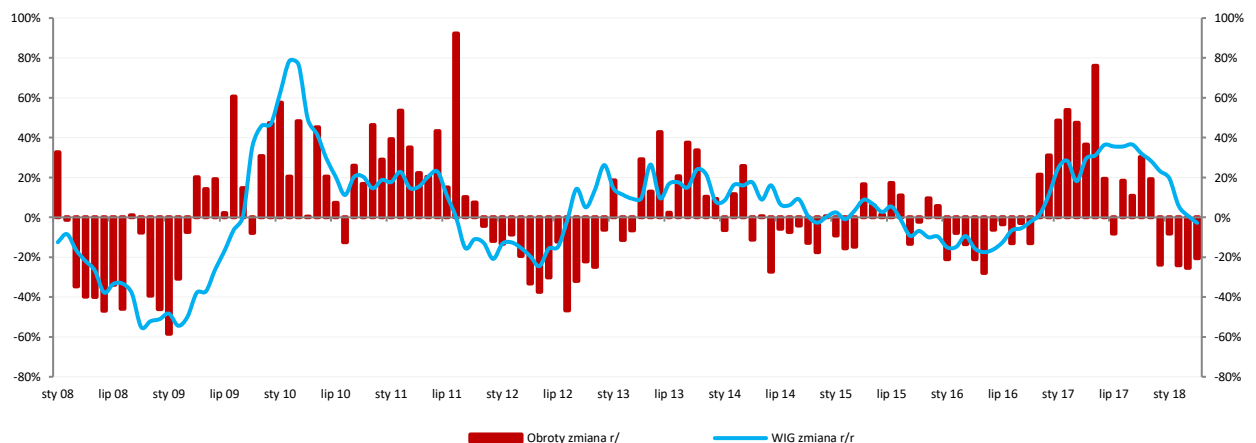
Zachowanie kursu GPW na tle innych giełd europejskich (w walutach lokalnych)



Obecny kurs GPW licząc, od roku 2013, momentami wykazuje już większą słabość aniżeli operator giełdy w Atenach (choć ten akurat ma wyższe akceptowalne mnożniki rynkowe na lata 2018-2019).

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Obroty na rynku głównym GPW na tle wartości indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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

- Poszerzenie kompetencji GPW jako kluczowego filaru rynku kapitałowego w Polsce to m.in. realizacja wyczekiwanego scenariusza przejęcia kontroli na KDPW. Potencjalna pełna konsolidacja 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). 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 PTE. 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 dostrzegamy kolejne opóźnienia w implementacji przedstawionej publicznie przez obecną stronę rządową koncepcji zmian systemu emerytalnego.
- 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 stawki prowizyjne (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 2H'18 rozpocznie się stopniowa erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W szczególności akcentujemy, że dotychczasowy system, oparty na tzw. świadectwach ulega zmianie.

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 stopie wolnej 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):

- Zdecydowaliśmy się obniżyć nasze oczekiwania dla rynku finansowego w latach 2019-2021 (na 2018 rok EBITDA została zrewidowana nieznacznie, czyli ze 191 mln PLN do 188 mln PLN). Jednocześnie w tym okresie nie ujmujemy materializacji ryzyka pojawienia się realnej alternatywy handlu krajowymi akcjami na innej platformie. Staramy się uwzględnić presję na spadek efektywnej prowizji, jaką spółka pobiera za handel, dlatego prognozujemy dalszy stopniowy spadek opłat transakcyjnych. Ogółem spodziewamy się że wpływ z obrotu akcjami w 2019 roku przekroczy 98 mln PLN, a w latach 2020-2021 będą oscylować w okolicy 100 mln PLN.
- Podtrzymujemy nasze główne tezy z poprzedniego raportu analitycznego i oceniamy, że najbliższe lata mogą być wymagające dla segmentu rynek towarowy. Wg naszych symulacji w 2017 roku udział tego segmentu w przychodach grupy mógł wynieść ok 40,4% (w 2016 roku było podobnie, czyli ok 40,3%). Obawiamy się, że w 2H'18 rozpocznie się stopniowa erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W ujęciu nominalnym zakładamy spadek przychodów o ok 25 mln PLN do 2021 roku (względem odczytu za 2017 rok). Docelowo liczymy, że roczne przychody tego obszaru ustabilizują się w okolicy 118 mln PLN właśnie na przełomie 2021/2022 i w perspektywie średnioterminowej udział przychodów segmentu spadnie do około 33% wpływów grupy (w obecnym kształcie).
- W prognozie nie zakładamy akwizycji. Inwestorzy powinni mieć jednak świadomość dokończenia procesu przejęcia Centrum Giełdowego, dodatkowo grupa wciąż nie konsoliduje metodą pełną np. KDPW.
- Po okresie szczegółowej prognozy strumień zmniejszyliśmy dynamikę wzrostu strumienia przepływów z 1,5% do 1,0%,

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.08.2018 roku.

Podsumowując, metoda DCF przy naszych założeniach do modelu sugeruje wartość GPW na 2,03 mld PLN, czyli 48,32 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	325	326	324	321	327	332	337	342	347	352
EBIT [mln PLN]	157	155	147	140	141	141	141	143	144	144
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	30	29	28	27	27	27	27	27	27	27
NOPLAT [mln PLN]	127	125	119	113	114	114	114	115	116	117
Amortyzacja [mln PLN]	31	32	33	33	34	34	34	34	34	35
CAPEX [mln PLN]	-23	-30	-33	-33	-33	-34	-34	-35	-35	-36
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-11	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	124	126	119	114	114	114	114	114	114	114
DFCF [mln PLN]	120	113	98	87	81	74	69	64	58	54
Suma DFCF [mln PLN]	819									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 598		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	760									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 580									
Dług netto [mln PLN]	-241									
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych [mln PLN]	207									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 028									
Ilość akcji [mln szt.]	41,97									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	48,32									
Przychody zmiana r/r	-7,7%	0,3%	-0,6%	-0,9%	1,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
EBITDA zmiana r/r	-11,4%	-0,9%	-3,6%	-3,4%	0,7%	0,1%	0,4%	0,6%	0,6%	0,9%
FCF zmiana	-46%	2%	-6%	-4%	0%	0%	0%	0%	-1%	1%
C/I	47,1%	51,2%	51,8%	53,9%	55,7%	56,3%	56,9%	57,4%	57,6%	57,9%
Marża EBITDA	57,9%	57,2%	55,4%	54,0%	53,4%	52,7%	52,1%	51,6%	51,2%	50,9%
Marża EBIT	48,3%	47,5%	45,4%	43,6%	43,0%	42,3%	41,9%	41,6%	41,4%	41,0%
CAPEX / Przychody	7%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
CAPEX / Amortyzacja	74%	95%	103%	100%	97%	98%	99%	101%	103%	102%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-42%	41%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	36%	37%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
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	79%	80%	81%	82%	82%	83%	83%	84%	84%	84%
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	20,6%	19,7%	18,9%	18,2%	17,6%	17,1%	16,6%	16,3%	16,1%	15,8%
WACC	8,1%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%

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	47,0	49,1	51,9	55,6	57,9	60,8	64,2	68,5	74,0
	0.8	45,4	47,3	49,7	52,9	54,8	57,2	60,0	63,4	67,7
	0.9	44,0	45,6	47,7	50,4	52,1	54,1	56,4	59,2	62,7
	1.0	42,7	44,1	46,0	48,3	49,8	51,4	53,4	55,7	58,5
	1.1	41,4	42,8	44,4	46,4	47,7	49,1	50,7	52,7	55,0
	1.2	40,3	41,5	42,9	44,7	45,8	47,0	48,4	50,1	52,0
	1.3	39,3	40,3	41,6	43,2	44,1	45,2	46,4	47,8	49,4
	1.4	38,3	39,3	40,4	41,8	42,6	43,5	44,6	45,8	47,2
	1.5	37,4	38,3	39,3	40,5	41,2	42,1	43,0	44,0	45,2

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	62,8	60,1	57,7	56,6	55,6	54,6	53,6	51,9	50,2
	0.8	60,1	57,4	55,0	53,9	52,9	51,9	50,9	49,1	47,5
	0.9	57,7	55,0	52,6	51,5	50,4	49,5	48,5	46,8	45,2
	1.0	55,6	52,9	50,4	49,4	48,3	47,3	46,4	44,7	43,2
	1.1	53,6	50,9	48,5	47,4	46,4	45,5	44,6	42,9	41,4
	1.2	51,9	49,1	46,8	45,7	44,7	43,8	42,9	41,3	39,8
	1.3	50,2	47,5	45,2	44,2	43,2	42,3	41,4	39,8	38,4
	1.4	48,7	46,1	43,8	42,8	41,8	40,9	40,0	38,5	37,1
	1.5	47,3	44,7	42,5	41,5	40,5	39,6	38,8	37,3	36,0

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%	48,7	51,2	54,4	58,7	61,6	65,0	69,3	74,7	81,9
	3.5%	47,0	49,1	51,9	55,6	57,9	60,8	64,2	68,5	74,0
	4.0%	45,4	47,3	49,7	52,9	54,8	57,2	60,0	63,4	67,7
	4.5%	44,0	45,6	47,7	50,4	52,1	54,1	56,4	59,2	62,7
	5.0%	42,7	44,1	46,0	48,3	49,8	51,4	53,4	55,7	58,5
	5.5%	41,4	42,8	44,4	46,4	47,7	49,1	50,7	52,7	55,0
	6.0%	40,3	41,5	42,9	44,7	45,8	47,0	48,4	50,1	52,0
	6.5%	39,3	40,3	41,6	43,2	44,1	45,2	46,4	47,8	49,4
	7.0%	38,3	39,3	40,4	41,8	42,6	43,5	44,6	45,8	47,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. W obecnej analizie obniżyliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 z poziomu 10,0x do 8,5x. Tłumaczymy to szeregiem wyzwań jakie stoją przed segmentem rynek finansowy i towarowy. Ogółem nasze podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie ok 1,93 mld PLN, czyli 45,9 PLN/akcję.

Wycena mnożnikowa GPW (w oparciu o docelowy pułap EV/EBITDA)

	Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020						
	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x	9,5x	10,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	44,4	44,9	45,4	45,9	46,4	46,9	47,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe wybranych giełd

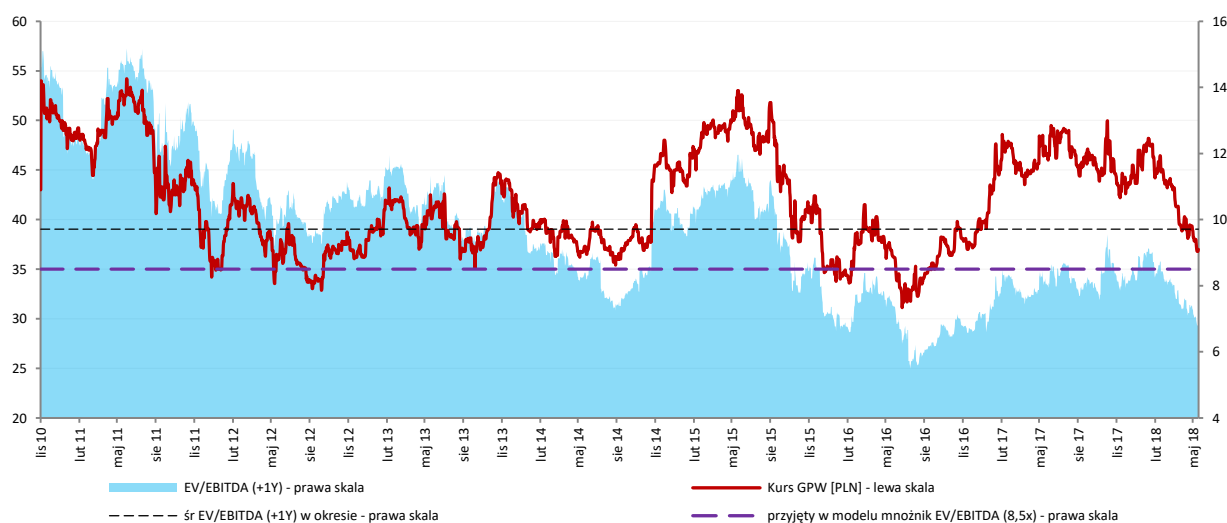
	Cena		P/E			EV/EBITDA		
			2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
DEUTSCHE BOERSE	111,6	EUR	21,0	19,0	16,5	14,0	12,5	11,1
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	4538	GBp	26,4	22,7	20,0	14,8	12,8	11,4
EURONEXT	56,8	EUR	16,8	15,3	14,1	11,7	10,5	9,4
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES	29,22	EUR	16,0	15,7	16,1	10,5	10,3	10,3
HELLENIC EXCHANGES	4,75	EUR	34,8	24,2	22,0	14,3	10,3	8,6
MOSCOW EXCHANGE	116,5	RUB	12,9	12,2	11,6	9,8	9,2	9,1
BM&FBOVESPA	22,05	BRL	18,8	16,0	14,3	14,0	12,2	10,7
NASDAQ OMX GROUP	90,71	USD	18,6	17,1	15,8	14,3	13,8	12,5
INTERCONTINENTAL EXCHANG	72,24	USD	20,8	19,1	17,6	11,0	10,5	10,6
BOLSA MEXICANA	32,29	MXN	14,8	14,0	13,1	8,8	8,0	7,5
ASX	80,07	AUD	14,9	14,0	13,6	11,9	11,0	10,5
TMX	61,38	CAD	25,6	24,5	23,4	13,8	12,9	12,2
BURSA MALAYSIA	8,03	MYR	27,0	26,4	25,6	17,8	18,3	16,0
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	262,4	HKD	33,5	29,2	24,9	17,4	15,2	10,1
NZX	1,12	NZD	18,4	16,9	15,8	9,8	9,1	8,5
SINGAPORE EXCHANGE	7,64	SGD	21,8	20,6	19,5	14,9	13,8	13,2
Mediana (wszystkie powyższe podmioty)			19,8	18,0	16,3	13,9	11,6	10,6
Mediana			21,0	19,0	16,5	14,0	12,5	11,1

W naszej analizie wyceniamy GPW metodą mnożnikową za pomocą akceptowalnego dla nas mnożnika EV/EBITDA wynoszącego 8,5x. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy to ok 6%.

Mediana EV/EBITDA na lata 2018-2020 dla wybranych zagranicznych operatorów giełdowych wynosi 14,0x-11,1x.

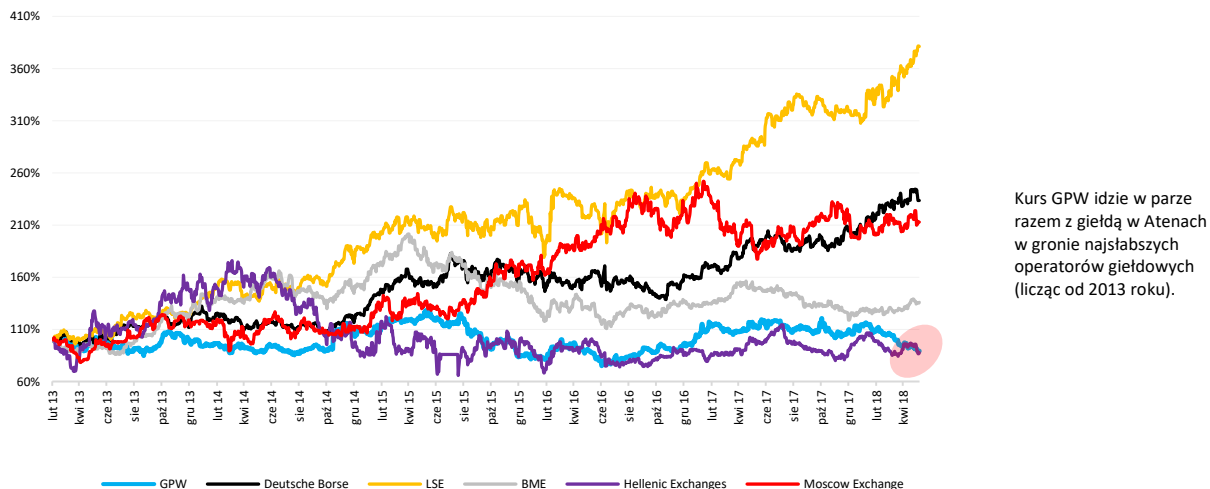
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczny akceptowalny poziom EV/EBITDA (+1 rok) dla GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu GPW na tle indeksu WIG



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

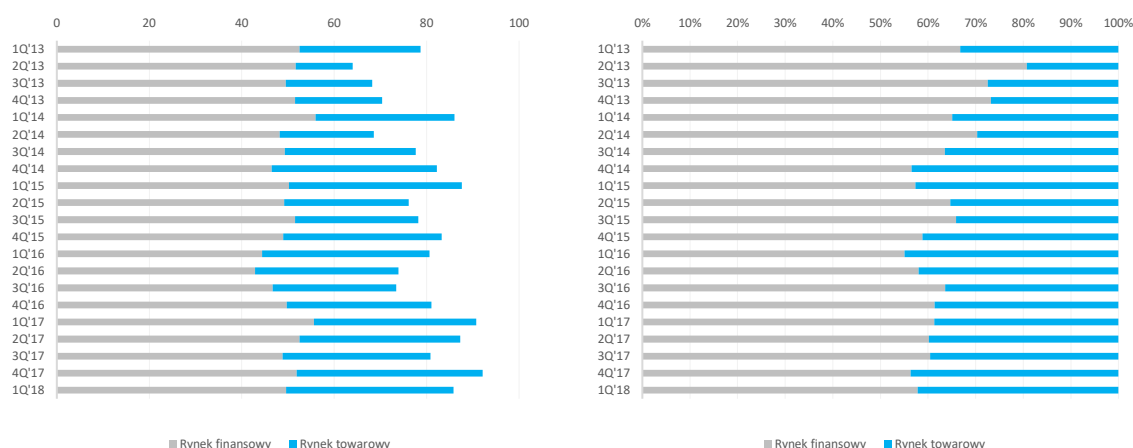
WYNIKI FINANSOWE ZA 1Q'18

Początek 2018 roku był wymagający dla rynku finansowego. Po dość dobrym styczniu'18, kolejne miesiące przyniosły już znaczące pogorszenie sytuacji na warszawskim parkiecie akcji, co miało swoje konsekwencje dla erozji kapitalizacji jak i wartości obrotów (dodatkowo w ujęciu r/r występowała bardzo wymagająca baza z 1Q'17). Obroty akcjami oraz innymi instrumentami w omawianym okresie były niższe o niemal 20% r/r (transakcje z arkusza były niższe o 19,5%). Jak podała spółka, średnia opłata transakcyjna na rynku akcji w 1Q'18 to 2,20 pb. Wpływy z handlu instrumentami pochodnymi były cały czas pod presją niskiej aktywności inwestorów i większa zmienność tylko umiarkowanie wpłynęła na wyższe wolumeny w relacji q/q. Łączne przychody z obrotu na rynku finansowym były w 1Q'18 na poziomie 32,9 mln PLN (-15,3% r/r). W segmencie rynek towarowy przychody wzrosły do pułapu 36,2 mln PLN (+3,1% r/r). Ogółem przychody grupy w 1Q'18 spadły o 5,6% i wyniosły 85,9 mln PLN.

Wpływ na poziom kosztów w 1Q'18 miało jednorazowe ujęcie całorocznych kosztów na KNF (łącznie było to 9 mln PLN). Widzimy też presję na wyższe koszty pracy (+11,3% r/r). Ponad 10% w ujęciu r/r rosły także koszty usług obcych. Zatem łączne koszty operacyjne grupy były wyższe o 4% w porównaniu do 1Q'17. Nieoczyszczony wskaźnik C/I w samym 1Q'18 wyniósł ok 56,3%, w okresie 2Q'17-1Q'18 wskaźnik ten wyniósł 48,3%.

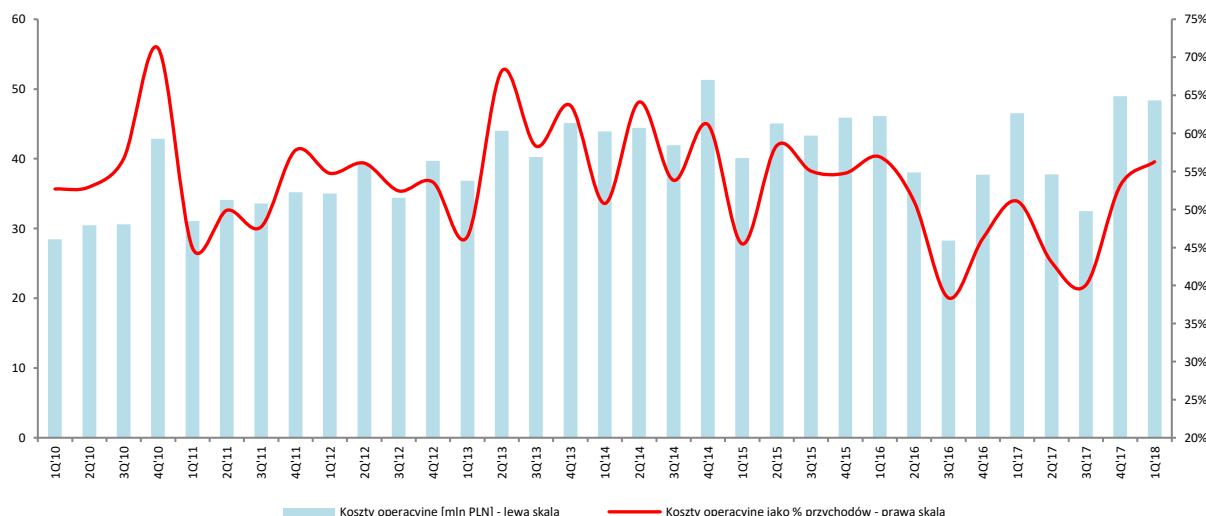
Podsumowując, słabe otoczenie na rynku akcji oraz wyższe koszty operacyjne skutkowały erozją EBITDA grupy o ponad 9% r/r do poziomu 42,6 mln PLN. Na poziomie netto grupa wykazała zysk w kwocie 28,5 mln PLN (+2,8% r/r).

Struktura przychodów grupy GPW w podziale na segmenty



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty operacyjne grupy GPW oraz wskaźnik C/I (kwartalny)



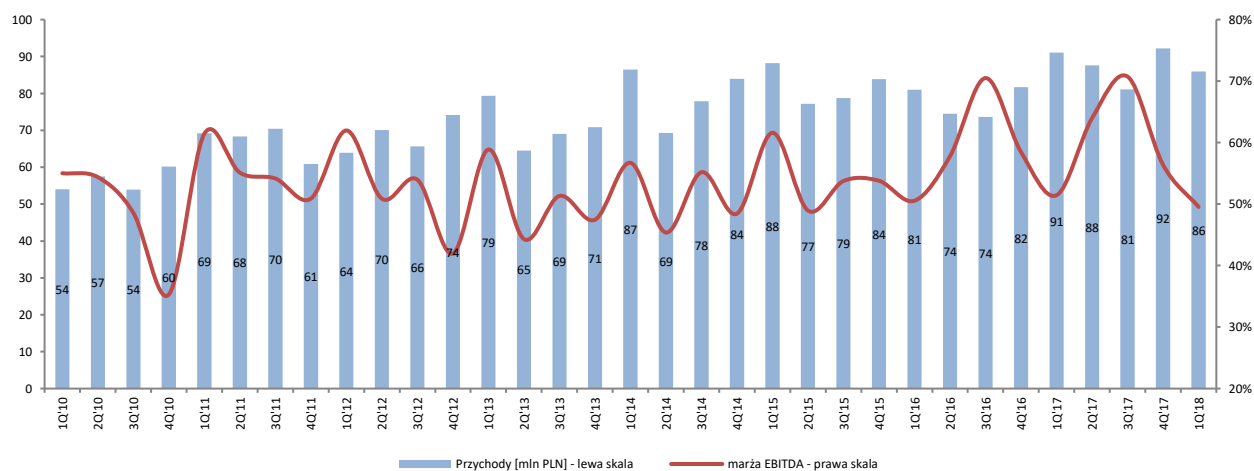
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane GPW w ujęciu kwartalnym

	1Q'17	1Q'18	zmiana r/r	2Q'16-1Q'17	2Q'17-1Q'18	zmiana r/r
Przychody	91,0	85,9	-5,6%	320,9	346,9	8,1%
Rynek finansowy	55,6	49,6	-10,9%	194,9	202,8	4,0%
Przychody z obsługi obrotu	38,8	32,9	-15,3%	129,6	135,4	4,5%
Przychody z obsługi emitentów	6,3	5,9	-6,6%	24,4	24,5	0,6%
Przychody ze sprzedaży informacji	10,5	10,8	2,2%	41,2	43,0	4,1%
Rynek towarowy	35,1	36,2	3,1%	124,2	143,2	15,3%
Przychody z obsługi obrotu	15,6	17,7	13,9%	59,8	72,3	20,8%
Prowadzenie rejestru świadectw	9,1	7,1	-21,8%	26,1	28,6	9,9%
Rozliczenie transakcji	10,3	11,3	8,9%	38,0	41,9	10,4%
Pozostałe przychody	0,3	0,2	-49,0%	1,8	0,9	-51,0%
Koszty operacyjne	46,5	48,4	4,0%	150,5	167,6	11,3%
Amortyzacja	6,4	7,8	22,4%	25,8	29,8	15,3%
Koszty pracownicze	15,6	17,4	11,3%	59,8	64,6	8,1%
Czynsze i inne opłaty	2,6	2,5	-3,9%	9,8	9,4	-4,3%
Opłaty i podatki	11,6	9,3	-20,2%	10,0	4,2	-57,9%
Usługi obce, inne koszty	10,3	11,4	10,7%	45,1	59,6	32,1%
EBITDA	46,8	42,6	-9,1%	189,6	208,0	9,7%
EBIT	40,4	34,7	-14,1%	163,7	178,2	8,8%
Saldo finansowe	-6,2	-0,3	---	-5,2	0,2	---
Udział w zyskach stowarzyszonych	1,5	0,7	-50,1%	6,4	9,3	45,9%
Wynik netto	27,7	28,5	2,7%	132,5	156,8	18,3%
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	27,7	28,5	2,8%	132,5	156,8	18,3%
Rynek finansowy						
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	69,0	55,5	-19,7%	226,5	248,9	9,9%
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	2,2	2,1	-5,6%	8,3	7,5	-9,4%
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	133,3	101,7	-23,7%	464,2	506,0	9,0%
Rynek towarowy						
Wolumen obrotu en. elektryczną RDN [Twh]	6,8	7,3	6,1%	27,2	25,7	-5,6%
Wolumen obrotu en. elektryczną RTT [Twh]	14,7	33,3	126,6%	87,7	105,0	19,8%
Wolumen obrotu RPM [Twh]	16,1	13,4	-16,5%	49,5	56,4	13,9%
Wolumen obrotu gazem [Twh]	30,7	25,9	-15,4%	115,0	133,9	16,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

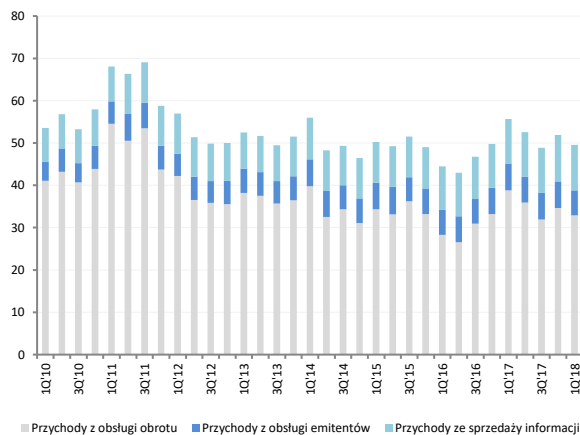
Przychody oraz marża EBITDA grupy w ujęciu kwartalnym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

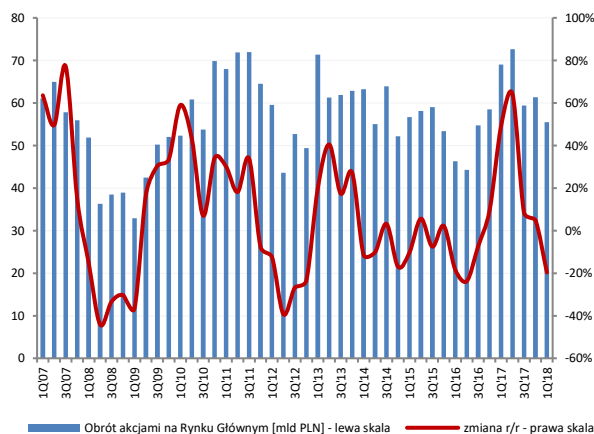
RYNEK FINANSOWY

Przychody z kategorii rynek finansowy



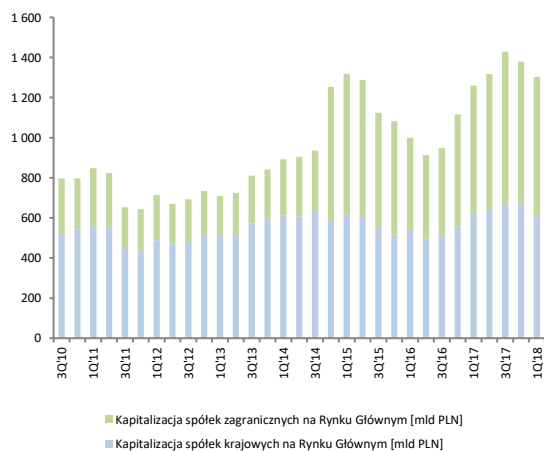
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty akcjami na Rynku Głównym



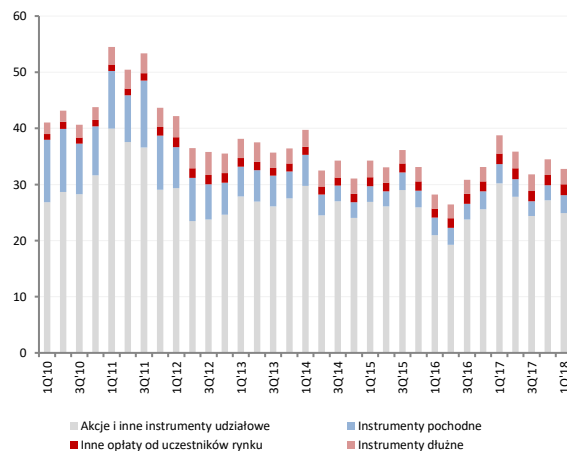
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitalizacja spółek na Rynku Głównym



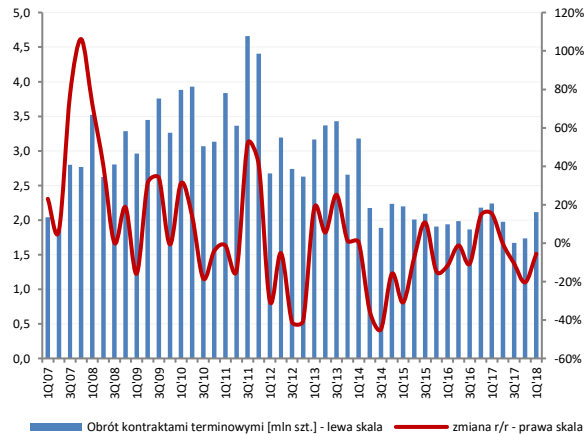
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z obsługi obrotu



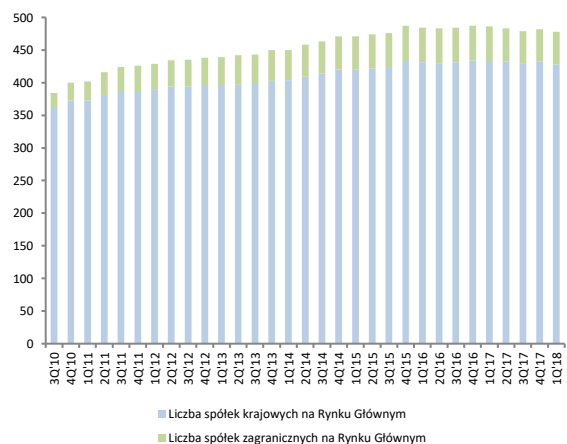
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty kontraktami terminowymi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

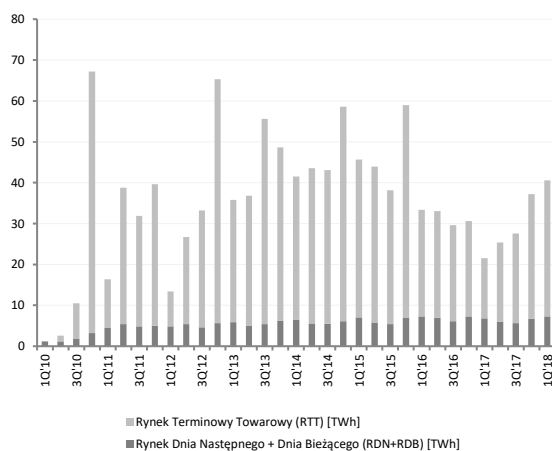
Liczba notowanych spółek na Rynku Głównym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

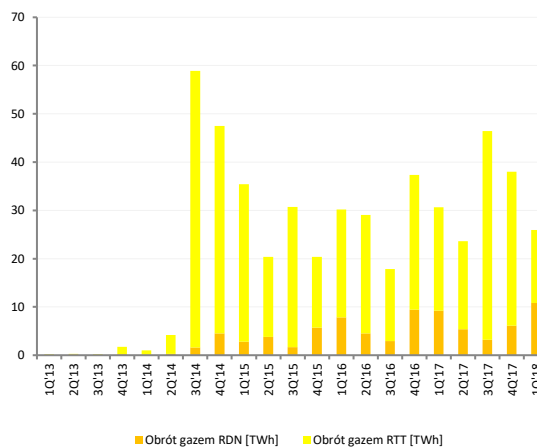
RYNEK TOWAROWY

Wolumen obrotów energią elektryczną



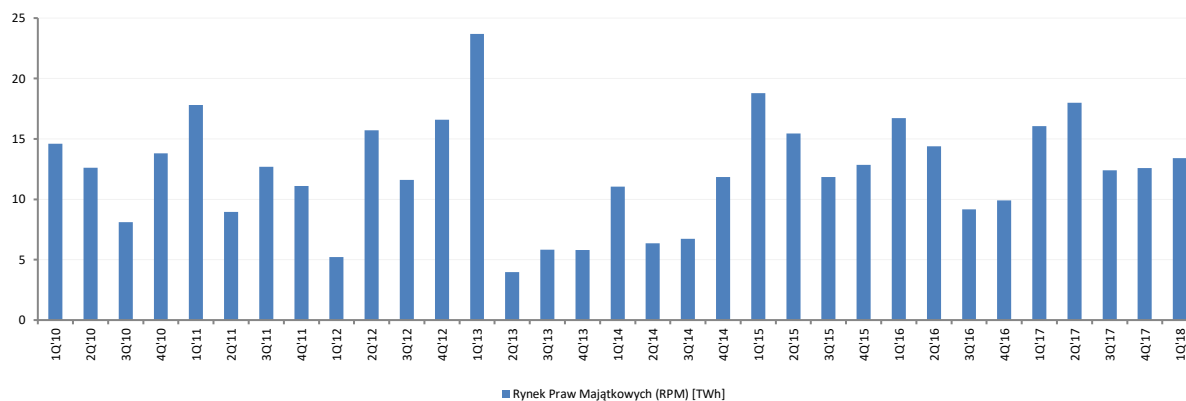
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wolumen obrotów gazem



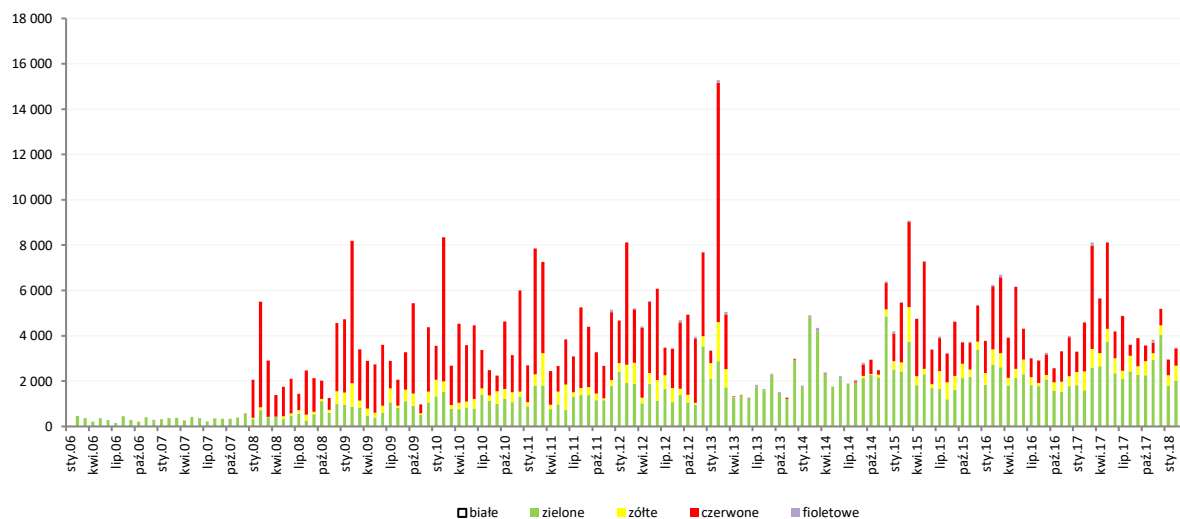
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Skumulowany wolumen handlu na RPM [odczyty kwartalne; TWh]



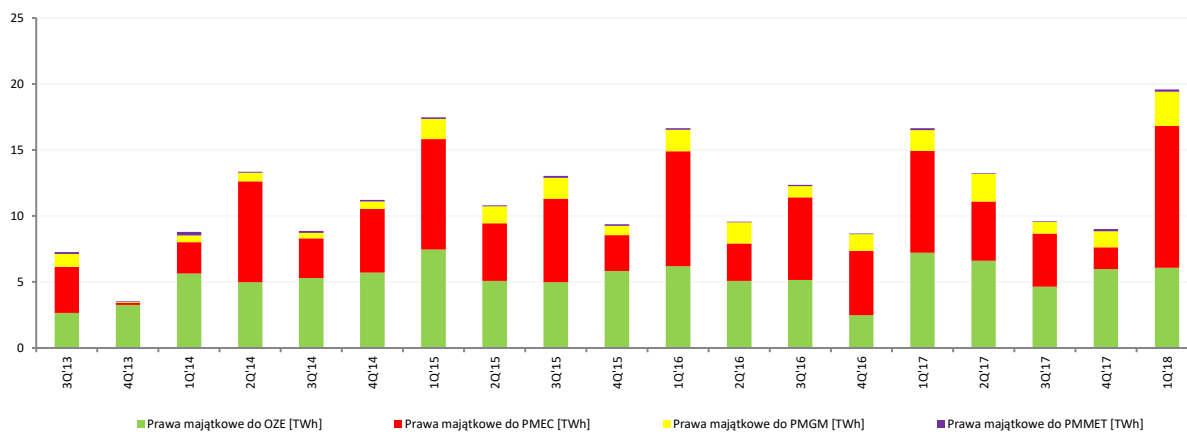
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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



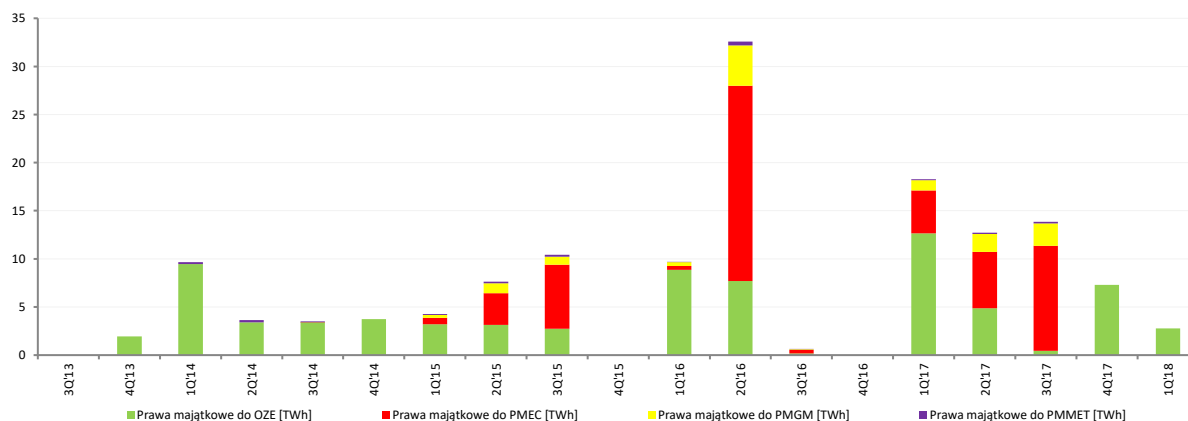
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen wystawionych świadectw pochodzenia [TWh]



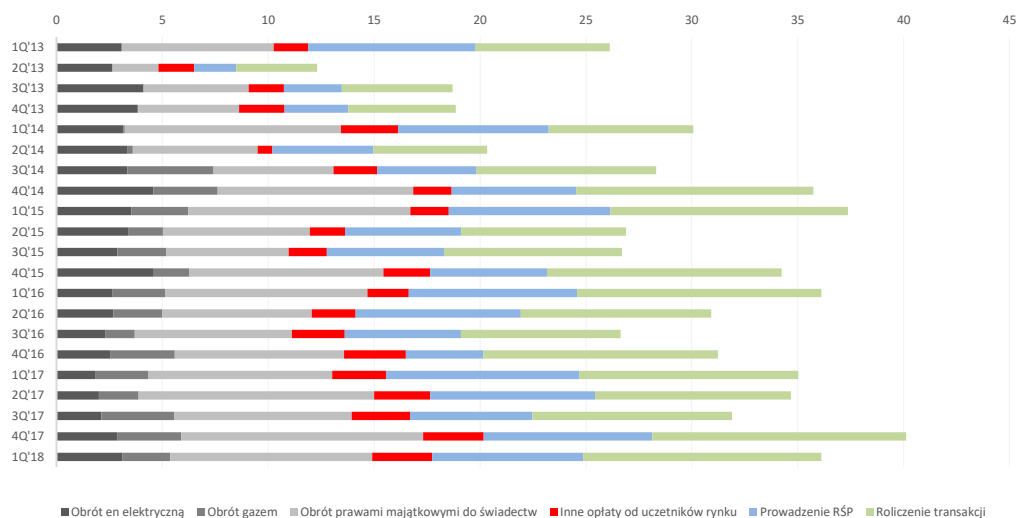
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen umorzeń świadectw pochodzenia [TWh]



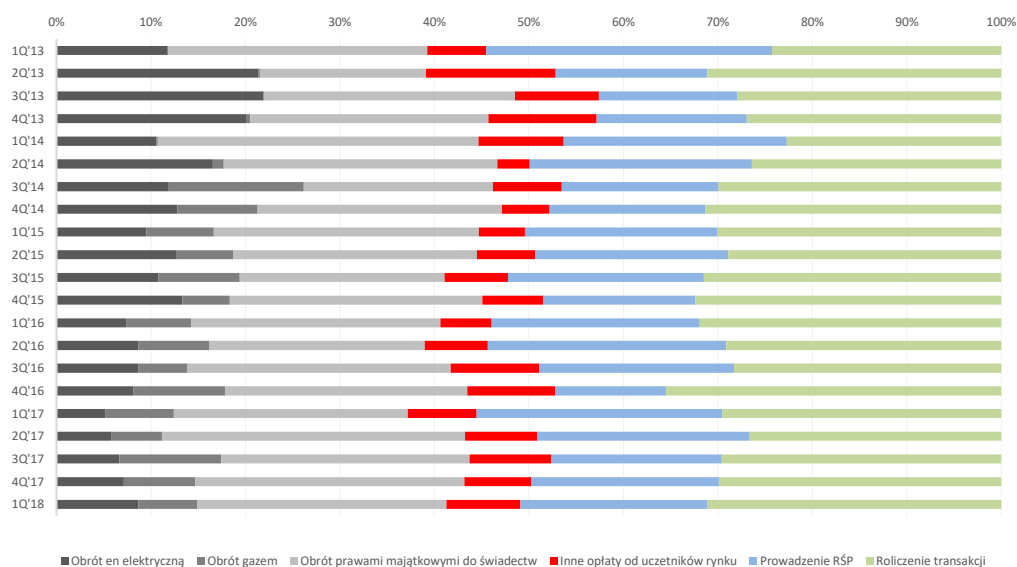
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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]



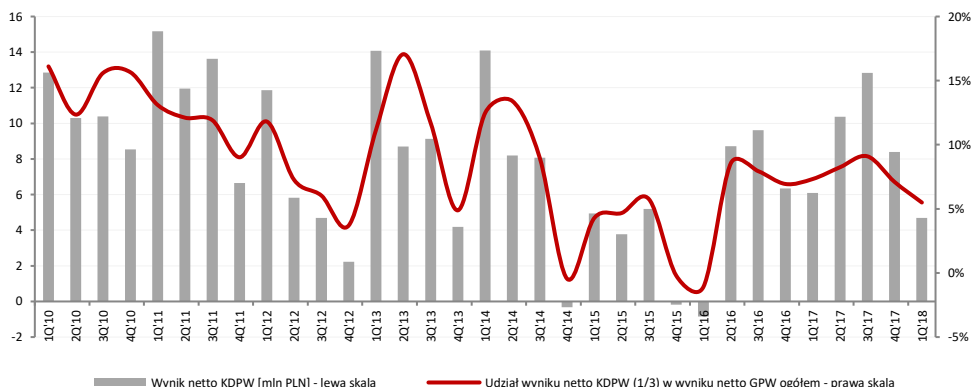
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)

GPW posiada 33,33% akcji KDPW. Jest to najistotniejsze aktywum pozycji bilansu 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 marca'18 na bilansie GPW to ok. 179 mln PLN.

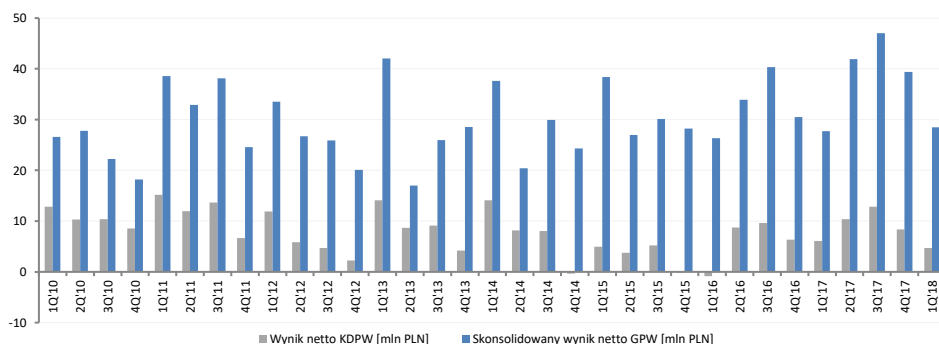
Zauważamy, że w 1Q'18 GPW dokonała reklasyfikacji posiadanej inwestycji w Aquis Exchange jako aktywum przeznaczone do sprzedaży (wartość ok 12,151 mln PLN). Władze spółki rozpoczęły proces negocjacji dotyczący sprzedaży posiadanego pakietu Aquis (20,31% udziału w głosach i prawach majątkowych). Przyjęte przez GPW warunki brzegowe sugerują, że wartość sprzedaży udziałów w Aquis będzie nie niższa niż 11,475 mln GBP (czyli ok 56 mln PLN).

Wynik netto KDPW w ujęciu kwartalnym



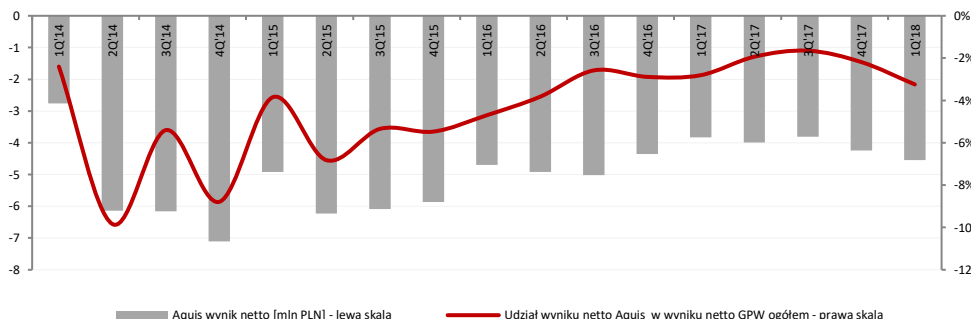
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY

W 2017 roku numerem jeden pod względem wzrostu wartości jak i kontrybucji do wyniku WIG miał indeks WIG Banki (ponad +35%). Podmioty z tego obszaru zdecydowanie mogą zaliczyć mijający rok do udanych. Kolejne dwie najwyższe dynamiki wzrostu zanotował WIG Paliwa i WIG Górnictwo i oba indeksy zyskały po ok 25-26%. Pozostałe indeksy branżowe zanotowały już niższe dynamiki wzrostu aniżeli odczyt WIG (ponad +23%). Po drugiej stronie znajdowały się WIG Ukraina czy WIG Spożywczy. Dość słabe odczyty cechował też WIG Budownictwo (stosunkowo niewielki wzrost wyniku z udziału jednego podmiotu w portfelu; mediana podmiotów wchodzących do indeksu wypadła znacznie gorzej).

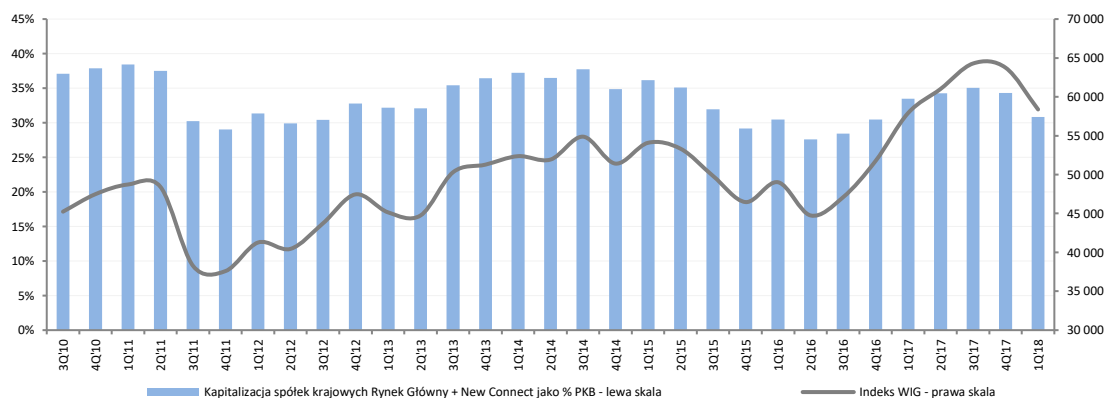
Statystyki dla indeksów w 2018 roku (stan na dzień 21.5.2018 r.) wyglądają źle na tle roku poprzedniego. Zauważamy, że najważniejsze obszary branżowe pod względem kapitalizacji jak i płynności obrotu dla GPW notują dużą erozję wartości. Szeroki indeks WIG jest ponad 7% poniżej poziomów z końca grudnia '17.

Zmiany wartości wybranych indeksów sektorowych na GPW w 2017 roku oraz w okresie sty'18-maj'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kapitalizacja krajowych podmiotów notowanych na GPW w relacji do PKB Polski (bez uwzględnienia podmiotów zagranicznych)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przypominamy, że na czerwiec'18 planowana jest odłona nowej strategii dla GPW. Czekać będziemy również na kompleksową strategię rządu dla rynku kapitałowego w Polsce. Mamy też na uwadze zmiany regulacyjne jakie weszły w życie obszarze UE i będą dużym wyzwaniem dla GPW zarówno w segmencie rynku finansowego jak i towarowego.

Zwracamy również uwagę, że Ministerstwo Finansów poinformowało, że z uwagi m.in. na „niedostateczny udział krajowego rynku kapitałowego w zaspokajaniu potrzeb finansowych gospodarki, w tym również niski poziom długoterminowych inwestycji....”, we współpracy z EBOiR przygotowywana jest aktualnie spójna i kompleksowa strategia rozwoju krajowego rynku kapitałowego. Liczymy, że niebawem poznamy szczegóły tej strategii i spodziewamy się istotnych zmian regulacyjnych oraz instytucjonalnych, które będą kształtować krajowy rynek kapitałowy w perspektywie kolejnych lat. Publikacja tej strategii wg nas może być jednym z ważniejszych wydarzeń w 2018 roku dla samej grupy GPW.

Aktualna koniunktura na szerokim rynku akcji w Warszawie jest bardzo wymagająca. Zauważmy szereg negatywnych impulsów jakie dotyka krajowy rynek kapitałowy (niewielka obecność innowacyjnych branż/podmiotów obecnych na GPW, względnie mała liczba podmiotów budująca wartość dla akcjonariuszy na rynkach zagranicznych, niska płynność obrotu, kłopoty reputacyjne pojedynczych podmiotów przekładające się na szeroki rynek).

Spoglądając na aktywność handlu na rynku akcji w kwietniu i maju br., spodziewamy się że podobnie jak 1Q'18, również 2Q'18 może przynieść odczuwalną erozję przychodów z prowizji transakcyjnych. Założyliśmy, że obroty akcjami z arkusza na rynku głównym (bez uwzględnienia transakcji pakietowych) w 2Q'18 będą niższe o 25% w porównaniu z 2Q'17. Jeszcze większą erozję mogą wykazać łączne obroty z uwzględnieniem transakcji pakietowych (przypominamy, że w samym czerwcu'17 transakcje pakietowe wyniosły ponad 12 mld PLN). Zdecydowaliśmy się także na bardziej zachowawcze podejście do aktywności na rynku finansowym w 3Q'18 i 4Q'18. Przyjęte założenia modelowe sugerują, że handel akcjami na rynku głównym w 2H'18 może być mniejszy o ok 6% w porównaniu z odczytem z 2H'17. Tym samym nasza symulacja wskazuje, że w 2018 roku łączne przychody z handlu akcjami mogą wynieść ok 96,4 mln PLN, czyli być niższe w relacji r/r o ok 12% r/r. W drugim półroczu br. dynamika spadku powinna być odczuwalnie mniejsza aniżeli w pierwszym półroczu, jest to jednak bardziej efekt bazy aniżeli uwzględniania poprawy aktywności (w porównaniu z tym co obserwujemy w 1Q'18 i 2Q'18).

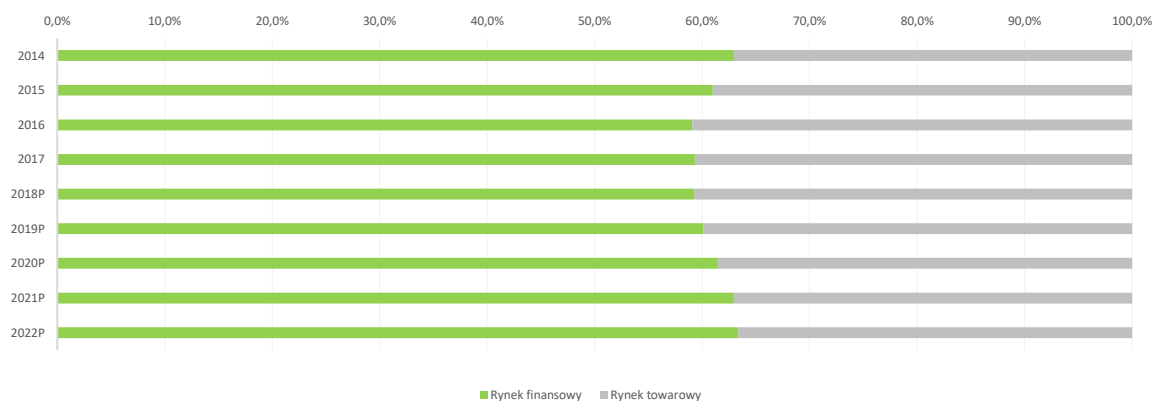
Z bieżącej perspektywy zdecydowaliśmy się obniżyć nasze oczekiwania dla rynku finansowego także na lata 2019-2021. Jednocześnie w tym okresie nie ujmujemy materializacji ryzyka pojawienia się realnej alternatywy handlu krajowymi akcjami na innej platformie. W scenariuszu bazowym na lata 2019-2021 oczekujemy wzrostu obrotów na rynku głównym akcji średniorocznie o ok 4% r/r, gdyż liczymy na impulsy wzrostowe nowej strategii dla rynku kapitałowego jak i perspektywę napływu kapitału na GPW. Jednocześnie staramy się uwzględnić presję na spadek efektywnej prowizji, jaką spółka pobiera za handel. Tym samym spodziewamy się że wpływy z obrotu akcjami w 2019 roku przekroczą 98 mln PLN, a w latach 2020-2021 będą oscylować w okolicy 100 mln PLN.

W odniesieniu do rynku towarowego podtrzymujemy główne tezy z poprzedniego raportu analitycznego i oceniamy, że najbliższe lata mogą być wymagające dla tego obszaru biznesowego. Wg naszych symulacji w 2017 roku udział tego segmentu w przychodach grupy mógł wynieść ok 40,4% (w 2016 roku było podobnie, czyli ok 40,3%). Obawiamy się, że w 2H'18 rozpocznie się stopniowa erozja wpływów z tego segmentu biznesowego, która może potrwać kilka lat. W szczególności akcentujemy, że dotychczasowy system, oparty na tzw. świadectwach ulega zmianie. Kluczowe znaczenie będzie też miała silniejsza konkurencja międzynarodowa pomiędzy platformami obrotu. Oceniamy też, że zapowiadane przez władze grupy nowe inicjatywy zmierzające do uruchomienia handlu nowymi instrumentami będą wymagały czasu. W ujęciu nominalnym zakładamy spadek przychodów o ok 25 mln PLN do 2021 roku (względem odczytu za 2017 rok). Docelowo liczymy, że roczne przychody tego obszaru ustabilizują się w okolicy 118 mln PLN właśnie na przełomie 2021/2022 i w perspektywie średnioterminowej udział przychodów segmentu spadnie do około 33% wpływów grupy (w obecnym kształcie).

Tak jak akcentowaliśmy już w styczniowym raporcie analitycznym, obecny zarząd GPW „otrzymał” grupę po przeprowadzeniu silnych cięć kosztów organizacji. Baza kosztowa w latach 2016-2017 jest bardzo niska i dlatego spodziewamy się, że wybrane pozycje kosztowe w kolejnych kwartałach będą wykazywać tendencję do wzrostu (wyjątkiem może być porównanie do 4Q'17, kiedy to rozpoznano jednorazowe koszty związane z przygotowaniem spółki do nowych regulacji prawnych).

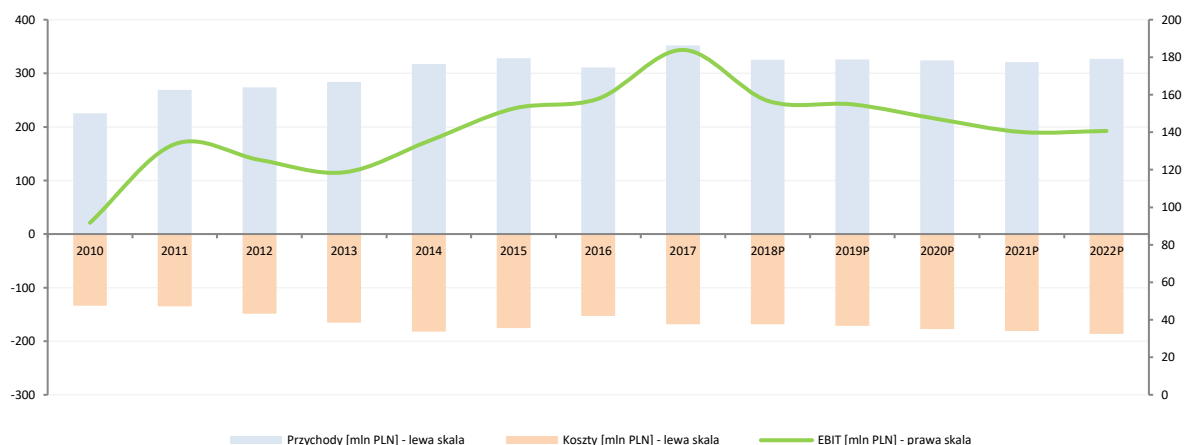
W pozycji udziały w wyniku jednostek stowarzyszonych w 2018 roku utrzymujemy stratę z Aquis (przypominamy, że aktywo jest na sprzedaż). Z kolei dla KDPW uwzględniamy prognozę wyniku netto rządu 26 mln PLN (w 2017 roku mogło to być ok 35 mln PLN ze względu na efekt niższych opłat na utrzymanie KNF). Nasza symulacja wskazuje, że potencjalny efekt przyszłej niewykluczonej pełnej konsolidacji KDPW dla grupy GPW to przyrost EBITDA przynajmniej o 25% (bez efektów optymalizacji).

Projekcja struktury przychodów grupy GPW na lata 2017-2022



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Projekcja przychody/koszty grupy GPW na lata 2018-2022



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego ze stycznia'18 skorygowaliśmy w dół nasze założenia na 2018 i kolejne lata. Przyjęliśmy zdecydowanie chłodniejsze podejście dla perspektyw rynku finansowego, jednocześnie spłaszczyliśmy ścieżkę erozji przychodów w obszarze rynku towarowego. W modelu staramy się też uwzględnić wyższe koszty wynagrodzeń i ograniczoną już możliwość do strukturalnego ograniczania kosztów działania. Podsumowując, na rok 2018 obniżyliśmy oczekiwania dla EBITDA z 191 mln PLN do 188 mln PLN. Na lata 2019-2020 rewizja prognoz sięga odpowiednio -10% i -14% (obecny scenariusz bazowy wg nas jest zachowawczy).

Zmiana założeń w porównaniu z raportem analitycznym z 17.01.2018 roku

	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana	2020 stare	2020 nowe	zmiana
Przychody	331,9	324,9	-2%	346,9	326,0	-6%	356,5	324,1	-9%
rynek finansowy	211,8	192,7	-9%	228,2	195,9	-14%	239,1	199,3	-17%
rynek towarowy	118,6	131,3	11%	117,1	129,1	10%	115,9	123,9	7%
EBITDA	191,0	188,0	-2%	206,5	186,4	-10%	209,6	179,6	-14%
EBIT	160,8	156,8	-3%	172,1	154,9	-10%	175,4	147,1	-16%
Wynik netto	131,9	132,4	0%	150,2	132,9	-12%	154,8	128,3	-17%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2018-2021

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody	81,7	91,0	87,6	81,1	92,2	85,9	78,4	79,6	80,9	310,9	352,0	324,9	326,0	324,1	321,2
Rynek finansowy	49,7	55,6	52,5	48,9	51,9	49,6	46,0	47,7	49,4	183,7	208,8	192,7	195,9	199,3	202,3
Przychody z obsługi obrotu	33,2	38,8	36,0	31,9	34,6	32,9	29,3	31,1	32,8	119,1	141,3	126,1	128,6	130,7	132,6
Przychody z obsługi emitentów	6,1	6,3	6,1	6,3	6,3	5,9	5,8	5,7	5,7	23,9	25,0	23,2	23,4	24,0	24,6
Przychody ze sprzedaży informacji	10,4	10,5	10,6	10,7	11,0	10,8	10,8	10,9	10,9	41,0	42,5	43,3	43,9	44,5	45,2
Rynek towarowy	31,3	35,1	34,8	32,0	40,2	36,2	32,1	31,6	31,4	125,3	142,1	131,3	129,1	123,9	118,0
Przychody z obsługi obrotu	16,5	15,6	17,6	16,7	20,2	17,7	17,3	17,7	16,8	60,9	70,1	69,5	69,3	68,2	64,7
Prowadzenie rejestru świadectw	3,7	9,1	7,8	5,8	8,0	7,1	6,0	4,2	4,8	24,9	30,6	22,1	22,2	22,3	22,5
Rozliczenie transakcji	11,1	10,3	9,3	9,4	12,0	11,3	8,7	9,6	9,7	39,2	41,0	39,3	37,2	33,0	30,5
Pozostałe przychody	0,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
Koszty operacyjne	37,7	46,5	37,8	32,5	49,0	48,4	38,7	38,9	40,4	150,2	165,8	166,3	168,8	174,7	178,8
Amortyzacja	6,1	6,4	7,0	7,3	7,6	7,8	7,9	7,8	7,8	25,8	28,3	31,3	31,5	32,5	33,4
Koszty pracownicze	14,6	15,6	14,9	15,1	17,2	17,4	17,6	17,9	18,2	61,2	62,8	71,1	75,3	78,3	81,5
Czynsze i inne opłaty	2,5	2,6	2,6	2,2	2,1	2,5	1,5	1,5	1,5	9,4	9,5	7,0	7,3	7,5	7,8
Opłaty i podatki	0,0	11,6	0,2	-5,5	0,2	9,3	0,3	0,3	0,3	10,0	6,6	10,0	10,3	10,6	10,9
Usługi obce, inne koszty	14,5	10,3	13,0	13,4	21,9	11,4	11,5	11,5	12,6	43,7	58,5	47,0	44,3	45,7	45,3
EBITDA	47,8	46,8	56,1	57,4	52,0	42,6	47,9	48,7	48,9	183,7	212,2	188,0	186,4	179,6	173,5
EBIT	41,7	40,4	49,0	50,0	44,4	34,7	40,0	40,9	41,1	157,9	183,9	156,8	154,9	147,1	140,1
Saldo finansowe	-3,6	-6,2	-1,0	2,7	-1,2	-0,3	0,3	0,3	0,2	0,9	-5,6	0,4	0,7	1,6	2,5
Udział w zyskach stowarzyszonych	1,2	1,5	3,0	3,6	1,9	0,7	1,8	1,4	1,2	3,5	10,1	5,2	6,9	7,9	8,5
Wynik netto	30,5	27,7	41,9	47,0	39,4	28,5	34,4	34,8	34,7	131,1	156,1	132,4	132,9	128,4	124,0
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	30,5	27,7	41,9	47,0	39,4	28,5	34,4	34,8	34,7	131,1	156,0	132,4	132,9	128,3	123,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	283,8	317,6	327,9	310,9	352,0	324,9	326,0	324,1	321,2	327,1	332,0	337,0
Rynek finansowy	205,3	200,0	200,0	183,7	208,8	192,7	195,9	199,3	202,3	207,3	212,0	216,9
Przychody z obsługi obrotu	147,9	137,8	136,9	119,1	141,3	126,1	128,6	130,7	132,6	136,4	140,0	143,7
Przychody z obsługi emitentów	22,3	24,0	24,5	23,9	25,0	23,2	23,4	24,0	24,6	25,1	25,6	26,2
Przychody ze sprzedaży informacji	35,1	38,2	38,5	41,0	42,5	43,3	43,9	44,5	45,2	45,8	46,4	47,1
Rynek towarowy	76,0	114,5	125,2	125,3	142,1	131,3	129,1	123,9	118,0	118,8	118,9	119,1
Przychody z obsługi obrotu	39,9	60,1	62,6	60,9	70,1	69,5	69,3	68,2	64,7	65,7	66,2	66,7
Prowadzenie rejestru świadectw pochodzenia	15,6	22,5	24,2	24,9	30,6	22,1	22,2	22,3	22,5	22,6	22,7	22,8
Rozliczenie transakcji	20,5	31,9	38,5	39,2	41,0	39,3	37,2	33,0	30,5	30,2	29,7	29,1
Pozostałe przychody	2,5	3,1	2,7	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Koszty operacyjne	166,2	181,6	174,4	150,2	165,8	166,3	168,8	174,7	178,8	184,0	189,0	193,5
Amortyzacja	25,7	28,8	26,8	25,8	28,3	31,3	31,5	32,5	33,4	34,0	34,3	34,5
Koszty pracownicze	64,0	69,5	68,1	61,2	62,8	71,1	75,3	78,3	81,5	84,7	88,1	91,2
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	10,6	10,3	9,8	9,4	9,5	7,0	7,3	7,5	7,8	8,1	8,3	8,6
Opłaty i podatki	20,8	22,4	23,6	10,0	6,6	10,0	10,3	10,6	10,9	11,1	11,4	11,7
Usługi obce	36,2	42,0	39,6	38,6	53,2	41,0	39,1	40,5	40,2	40,9	41,5	42,1
Inne koszty operacyjne	8,9	8,7	6,4	5,2	5,3	5,9	5,2	5,2	5,1	5,2	5,3	5,4
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1,1	-0,6	-0,9	-2,8	-2,3	-1,8	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4
EBITDA	144,4	164,1	179,5	183,7	212,2	188,0	186,4	179,6	173,5	174,7	174,9	175,6
EBIT	118,6	135,4	152,6	157,9	183,9	156,8	154,9	147,1	140,1	140,7	140,6	141,1
Saldo finansowe	-1,3	0,0	0,5	0,9	-5,6	0,4	0,7	1,6	2,5	3,3	4,0	4,6
Udział w zyskach stowarzyszonych	12,5	3,7	-1,5	3,5	10,1	5,2	6,9	7,9	8,5	10,1	11,5	13,0
Wynik brutto	129,8	139,1	151,7	162,3	188,4	162,4	162,5	156,6	151,1	154,0	156,1	158,7
Wynik netto	113,5	112,3	123,7	131,1	156,1	132,4	132,9	128,4	124,0	126,7	128,6	131,0
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	113,3	112,1	123,7	131,1	156,0	132,4	132,9	128,3	123,9	126,6	128,6	131,0
	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	3,6%	11,9%	3,3%	-5,2%	13,2%	-7,7%	0,3%	-0,6%	-0,9%	1,8%	1,5%	1,5%
Struktura przychodów (rynek finansowy)	72,3%	63,0%	61,0%	59,1%	59,3%	59,3%	60,1%	61,5%	63,0%	63,4%	63,9%	64,4%
Struktura przychodów (rynek towarowy)	27,7%	37,0%	39,0%	40,9%	40,7%	40,7%	39,9%	38,5%	37,0%	36,6%	36,1%	35,6%
Koszty / przychody	58,6%	57,2%	53,2%	48,3%	47,1%	51,2%	51,8%	53,9%	55,7%	56,3%	56,9%	57,4%
Marża EBITDA	50,9%	51,7%	54,7%	59,1%	60,3%	57,9%	57,2%	55,4%	54,0%	53,4%	52,7%	52,1%
Marża EBIT	41,8%	42,6%	46,6%	50,8%	52,3%	48,3%	47,5%	45,4%	43,6%	43,0%	42,3%	41,9%
Marża netto	40,0%	35,4%	37,7%	42,2%	44,3%	40,8%	40,8%	39,6%	38,6%	38,7%	38,8%	38,9%
Wynik netto KDPW [mln PLN]	36,1	30,0	13,8	23,8	37,7	25,1	25,5	26,0	26,4	27,0	27,6	28,3
Wynik KDPW przypadający GPW jako % wyniku grupy	10,6%	8,9%	3,7%	6,1%	8,1%	6,3%	6,4%	6,7%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	576,4	572,7	580,6	597,3	596,4	582,0	583,2	587,7	591,7	596,3	602,5	610,4
RZAT	124,0	119,8	125,2	119,1	110,8	107,5	105,2	103,3	100,9	98,2	95,7	93,3
WNIP	269,2	261,0	261,7	273,8	268,0	263,2	264,0	266,8	269,0	270,7	272,3	274,3
Inwestycje w jedn stowarzyszonych	158,5	188,1	188,6	197,2	207,4	200,4	203,1	206,8	210,9	216,6	223,6	232,0
Pozostałe aktywa trwałe	24,7	3,8	5,1	7,1	10,2	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Aktywa obrotowe	482,7	451,4	442,2	560,6	550,7	613,7	666,9	711,6	755,2	803,8	838,5	865,9
Zapasy	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5
Należności handlowe oraz pozostałe	34,8	42,6	81,3	113,3	64,1	63,2	63,4	63,0	62,5	63,6	64,6	65,5
Aktywa fin dostępne do sprzedaży	0,1	10,5	0,0	0,0	0,0	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Środki pieniężne	436,8	389,0	360,4	446,8	486,5	455,4	508,1	553,2	597,4	644,8	678,5	705,0
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	1157,8	1147,1	1195,7	1250,1	1299,3	1346,9	1400,1	1441,0	1476,3
Kapitał własny	638,1	700,5	721,3	745,3	811,5	851,5	905,0	953,7	1000,6	1053,0	1093,0	1127,5
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	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Niepodzielony wynik finansowy	571,8	633,6	655,4	679,7	745,7	785,7	839,1	887,7	934,7	986,9	1026,9	1061,4
Kapitał mniejszości	1,1	1,1	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
Zobowiązania długoterminowe	249,6	259,4	258,8	143,4	260,0	255,6	255,7	255,7	255,8	255,9	255,9	256,0
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	244,1	244,3	243,9	123,5	243,6	243,7	243,7	243,7	243,7	243,7	243,7	243,7
Pozostałe zobowiązania dł. term.	5,5	15,1	14,9	19,9	16,4	11,9	12,0	12,1	12,1	12,2	12,3	12,3
Zobowiązania krótkoterminowe	171,4	64,3	42,7	269,2	75,6	88,6	89,4	89,9	90,5	91,3	92,1	92,8
Zobowiązania handlowe	12,7	10,0	8,6	6,4	21,3	9,0	9,1	9,0	8,9	9,1	9,2	9,4
Zobowiązania podatkowe	0,7	1,3	2,8	16,2	6,0	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Pozostałe zobowiązania	144,0	41,6	13,9	0,3	26,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
Zobowiązania pracownicze	11,5	9,9	9,5	8,1	13,0	13,7	14,5	15,1	15,7	16,4	17,0	17,6
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	0,4	0,2	0,7	122,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Pasywa razem	1059,1	1024,2	1022,8	1157,8	1147,1	1195,7	1250,1	1299,3	1346,9	1400,1	1441,0	1476,3
Dług %	244,4	244,4	244,6	246,4	245,5	245,8	245,8	245,8	245,8	245,8	245,8	245,8
Dług netto [mln PLN]	-88,2	-156,1	-116,1	-200,7	-241,2	-304,7	-357,4	-402,5	-446,7	-494,1	-527,8	-554,3
Cash Flow [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	175,7	161,7	93,1	205,8	155,9	170,0	158,0	154,0	150,0	150,3	151,4	152,3
CF inwestycyjny	-74,8	-23,1	-14,6	-14,5	-16,7	-106,8	-25,9	-29,2	-28,9	-28,5	-29,0	-29,4
CF finansowy	-44,4	-60,5	-107,2	-110,7	-99,8	-94,0	-79,4	-79,7	-77,0	-74,3	-88,6	-96,4
Zmiana netto środków pieniężnych	56,5	78,1	-28,7	80,7	39,4	-30,8	52,7	45,1	44,1	47,4	33,7	26,4
Środki pieniężne sop	378,9	311,5	389,0	360,4	446,8	486,5	455,4	508,1	553,2	597,4	644,8	678,5
Środki pieniężne eop	436,3	389,0	360,4	446,8	486,5	455,4	508,1	553,2	597,4	644,8	678,5	705,0
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	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	13,9x	14,0x	12,7x	12,0x	10,1x	11,9x	11,8x	12,3x	12,7x	12,4x	12,2x	12,0x
EV/EBITDA	10,3x	8,6x	8,1x	7,5x	6,3x	6,8x	6,5x	6,5x	6,5x	6,2x	6,0x	5,8x
EV/EBIT	12,5x	10,5x	9,6x	8,7x	7,2x	8,1x	7,9x	8,0x	8,0x	7,7x	7,4x	7,2x
EV/S	5,2x	4,5x	4,4x	4,4x	3,8x	3,9x	3,7x	3,6x	3,5x	3,3x	3,2x	3,0x
P/BV	2,5x	2,2x	2,2x	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x	1,7x	1,6x	1,5x	1,4x	1,4x
ROE	19,0%	16,8%	17,4%	17,9%	20,1%	15,9%	15,1%	13,8%	12,7%	12,3%	12,0%	11,8%
ROA	11,3%	10,8%	12,1%	12,0%	13,5%	11,3%	10,9%	10,1%	9,4%	9,2%	9,1%	9,0%
DPS	0,79	1,20	2,40	2,36	2,15	2,20	1,89	1,90	1,83	1,77	2,11	2,30
Rentowność dywidendy	2,1%	3,2%	6,4%	6,3%	5,7%	5,9%	5,0%	5,1%	4,9%	4,7%	5,6%	6,1%

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	47,1	kupuj	57,7	22.05.2018	09:44 CEST	37,5	59 213
kupuj	57,7	kupuj	57,35	17.01.2018	10:43 CEST	47,15	66 587
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

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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości jest równa lub przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	50%	1	100%
Akumuluj	1	8%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	4	33%	0	0%
Sprzedaj	1	8%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia w związku z indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.05.2018 roku (09:44 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.05.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać czytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 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/analitików 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.

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 22.05.2018 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.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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.