



Dom Maklerski BDM S.A.

GPW

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

WYCENA 57,7 PLN

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

17 STYCZEŃ 2018, 10:43 CEST

Wydajemy zalecenie Kupno dla walorów GPW i jednocześnie podnosimy cenę docelową do 57,7 PLN/akcję. Sądzymy, że w najbliższych kwartałach obóz byków może otrzymać szereg mocnych argumentów potwierdzających atrakcyjność walorów GPW. Dostrzegamy zaangażowanie obecnego zarządu spółki w wypracowanie nowych rozwiązań skutkujących umocnieniem pozycji grupy w regionie CEE oraz budową wartości dla akcjonariuszy (także mniejszościowych). Dodatkowo wsparciem dla kursu GPW powinna być nowa strategia dla rynku w Polsce, którą zapowiada zarówno strona rządowa jak i sama spółka.

Obecnie GPW jest najtańszym operatorem giełdowym w UE. Naszym zdaniem dotychczas negatywnie na sentyment inwestycyjny mogła wpływać potencjalna perspektywa erozji EBITDA w 2018 rok (w obecnej strukturze grupy). W modelu faktycznie liczymy się ze spadkiem EBITDA w 2018 roku o ok 10% r/r, jest to jednak zachowawcze podejście. W kolejnych latach spodziewamy się powrotu wzrostu wyników. Przy obecnym kursie GPW jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,0x i 8,0x. Jednocześnie w tych latach zakładana przez nas rentowność dywidendy wynosi 5%.

W modelu nie uwzględniamy potencjalnej pełnej konsolidacji wybranych podmiotów, które dziś są ujmowane w rezultatach jako jednostki stowarzyszone (m.in. GPW podała, że razem z KDPW podpisała list intencyjny dotyczący nieruchomości Centrum Giełdowe; czekamy też na dalsze inicjatywy konsolidacyjne). Wydaje nam się, że potencjalne ruchy w strukturze grupy GPW mogą mieć odczuwalny pozytywny wpływ na przyszłe projekcje EBITDA (czego nie uwzględniamy w bieżącej wycenie).

Jak już wspominaliśmy, w wersji bazowej, przygotowujemy się na erozję EBITDA grupy w 2018 roku o ok 10% w porównaniu z 2017 rokiem (efekt spadku przychodów na rynku towarowym oraz wzrosty wybranych pozycji kosztowych; wszystkie odczyty kwartalne w 2018 roku mogą wykazać erozję EBITDA w relacji r/r). W średnim terminie nasze podejście jest pozytywne i zakładamy dalszą budowę wartości.

Zauważamy też, 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 w bieżącym roku 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.

Wycena końcowa [PLN]	57,7
Wycena DCF	59,8
Wycena mnożnikowa [PLN]	55,7
Potencjał do wzrostu / spadku	+23%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	47,15
Kapitalizacja [mld PLN]	1,979
Ilość akcji [mln. szt.]	41,972

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	49,98
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	41,81

Stopa zwrotu za 3 mc	-5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-3%
Stopa zwrotu za 12 mc	+10%

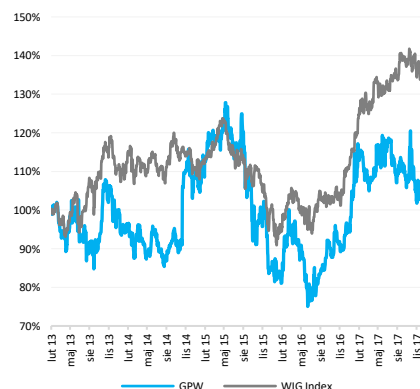
Akcjonariat (głosy):	
Skarb Państwa	51,76%

Autor raportu:

Maciej Bobrowski
bobrowski@bdm.pl

Dom Maklerski BDM S.A.

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mld PLN]	327,9	310,9	348,8	331,9	346,9	356,5
EBITDA [mld PLN]	179,5	183,7	211,6	191,0	206,5	209,6
EBIT [mld PLN]	152,6	157,9	183,4	160,8	172,1	175,4
Wynik netto [mld PLN]	123,7	131,1	153,7	131,9	150,2	154,8
P/BV	2,7	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1
P/E	16,0	15,1	12,9	15,0	13,2	12,8
EV/EBITDA	10,4	9,7	8,3	9,0	8,0	7,8
DPS	2,4	2,4	2,2	2,2	2,4	2,9



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. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	2
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA DCF.....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17	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	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Obecnie GPW jest najtańszym operatorem giełdowym w UE. Naszym zdaniem dotychczas negatywnie na sentyment inwestycyjny mogła wpływać potencjalna perspektywa erozji EBITDA w 2018 rok (w obecnej strukturze grupy). W modelu faktycznie liczymy się ze spadkiem EBITDA w 2018 roku o ok 10% r/r, jest to jednak zachowawcze podejście. W kolejnych latach spodziewamy się powrotu wzrostu wyników. Przy obecnym kursie GPW jest handlowana przy mnożniku EV/EBITDA na lata 2018-2019 na poziomie odpowiednio 9,0x i 8,0x. Jednocześnie w tych latach zakładana przez nas rentowność dywidendy wynosi 5%.

Zalecamy wykorzystać obecną sytuację i dlatego wydajemy zalecenie Kupno dla walorów GPW oraz jednocześnie podnosimy cenę docelową do 57,7 PLN/akcję. Sądzymy, że w najbliższych kwartałach obóz byków może otrzymać szereg mocnych argumentów potwierdzających atrakcyjność walorów GPW. Dostrzegamy zaangażowanie obecnego zarządu spółki w wypracowanie nowych rozwiązań skutkujących umocnieniem pozycji grupy w regionie CEE oraz budową wartości dla akcjonariuszy (także mniejszościowych). Dodatkowo wsparciem dla kursu GPW powinna być nowa strategia dla rynku w Polsce, którą zapowiada zarówno strona rządowa jak i sama spółka.

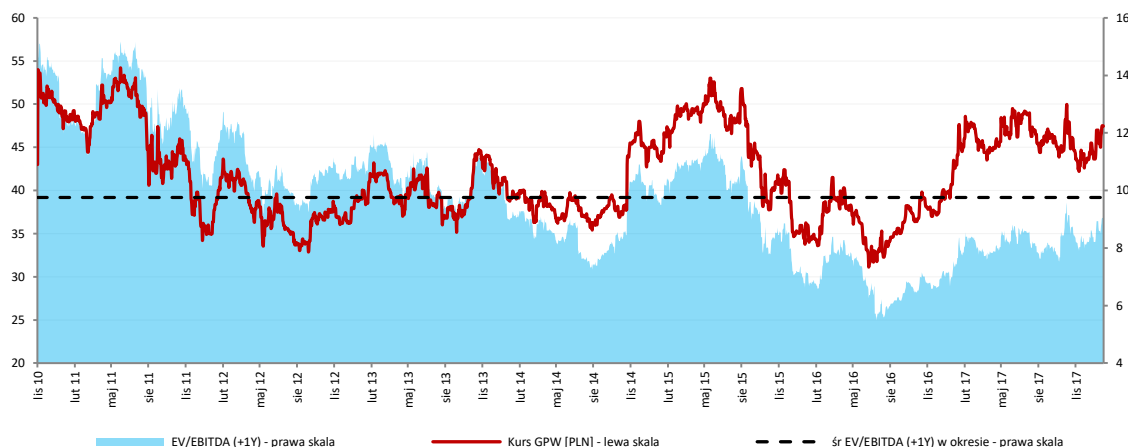
W modelu nie uwzględniamy potencjalnej pełnej konsolidacji wybranych podmiotów, które dziś są ujmowane w rezultatach jako jednostki stowarzyszone (m.in. GPW podała, że razem z KDPW podpisała listu intencyjny dotyczący nieruchomości „Centrum Giełdowe”). Wydaje nam się, że potencjalne ruchy w strukturze grupy GPW mogą mieć odczuwalny wpływ na przyszłe projekcje EBITDA.

Podsumowanie wyceny GPW

A	Wycena DCF [PLN]	59,8
B	Wycena porównawcza [PLN]	55,7
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy porównawczej [PLN]		57,7

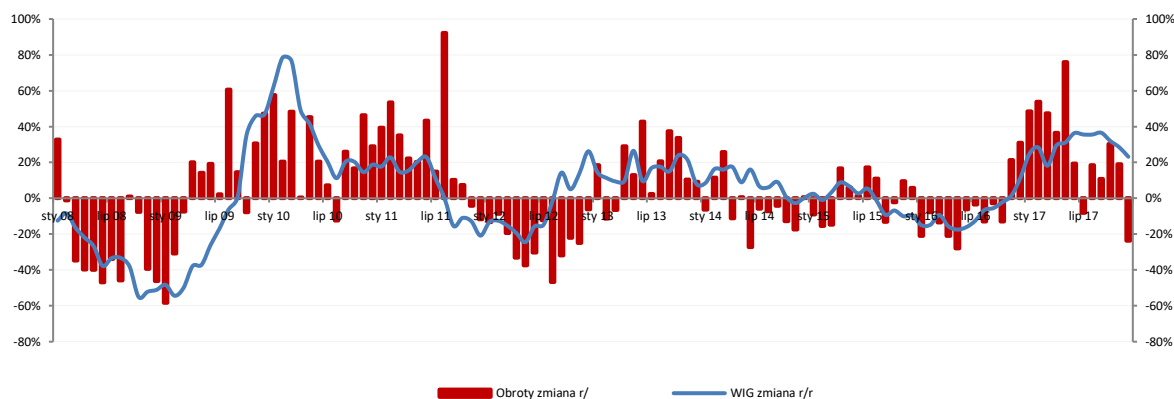
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



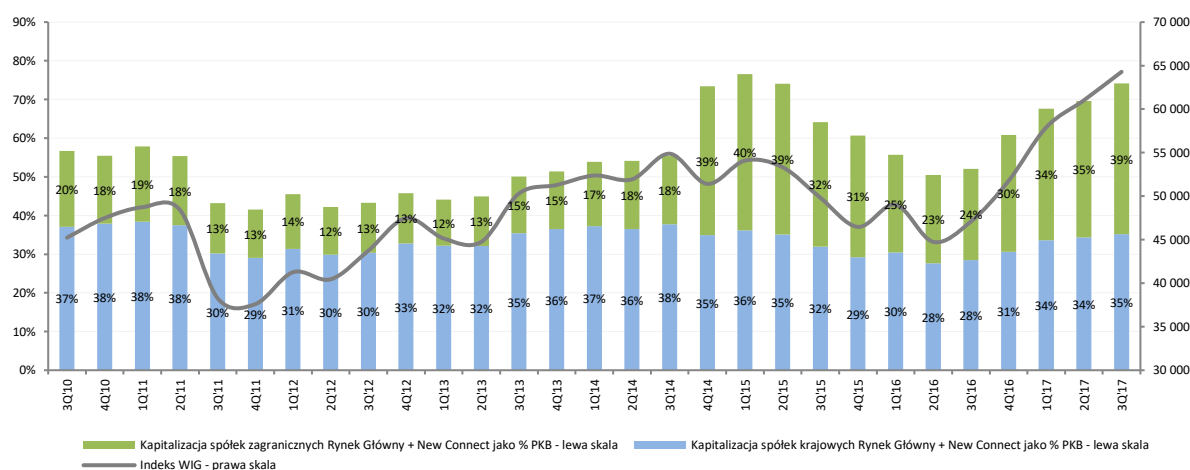
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Indeks WIG zmiana r/r na tle poziomu obrotów zmiana r/r (do końca grudnia 2017 roku)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitalizacja podmiotów notowanych na GPW w relacji do PKB Polski



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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. 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). Jednocześnie zwracamy jednak uwagę, że od 2016 roku zmienił się sposób naliczania opłaty na rzecz KNF i tym samym element ten znacząco wpłynął na strukturę obecnych kosztów w KDPW. Zatem z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych podstawowym ryzykiem są „wysokie” parametry przeprowadzenia ewentualnej transakcji.
- Kluczową rolę, poza inwestorami zagranicznymi, w obrocie krajowym odgrywają m.in. krajowe OFE. Spadek aktywności tych inwestorów, dalsze ograniczenie składek przekazywanych z systemu emerytalnego i złagodzenie limitów inwestycyjnych w instrumenty finansowe na rynkach zagranicznych już znacząco zmniejszyło i może nadal zmniejszyć wartość obrotów na instrumentach notowanych na GPW. Jednocześnie akcentujemy, że w przedstawionej publicznie przez obecną stronę rządową koncepcji zmian systemu emerytalnego dostrzegamy odpowiedzialność wobec rynku kapitałowego w Polsce.
- 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 2018 rozpocznie się 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):

- W prognozach dla rynku finansowego na 2018 rok przyjęliśmy wzrost obrotów akcjami i innymi instrumentami udziałowymi o niespełna 4%. Takie założenie uwzględnia zachowawcze podejście względem zmienności na rynkach akcyjnych oraz fakt wymagającej bazy z 2017 roku (zwłaszcza 1Q'17). Na lata 2019-2020 oczekujemy wzrostu obrotów na rynku głównym akcji o ok 10% r/r, gdyż liczymy na impulsy wzrostowe nowej strategii dla rynku jak i napływ szerszego strumienia kapitału na GPW. Jednocześnie staramy się uwzględnić presję na spadek efektywnej prowizji, jaką spółka pobiera za handel.
- 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 roku 2018 rozpocznie się 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 2020 roku (względem odczytu za 2017 rok). Docelowo liczymy, że roczne przychody tego obszaru ustabilizują się w okolicy 115-116 mln PLN właśnie na przełomie 2020/2021 i w perspektywie średnioterminowej udział przychodów segmentu spadnie do około 32% wpływów grupy (w obecnym kształcie).
- W prognozie nie zakładamy akwizycji. Inwestorzy powinni mieć jednak świadomość dalszych przejęć (m.in. Centrum Giełdowe, KDPW).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2027.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.02.2018 roku.

Podsumowując, metoda DCF przy naszych założeniach do modelu sugeruje wartość GPW na 2,51 mld PLN, czyli 59,8 PLN/akcję.

Model DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	332	347	357	365	374	381	389	396	404	412
EBIT [mln PLN]	161	172	175	179	183	185	188	191	193	196
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	31	33	33	34	35	35	36	36	37	37
NOPLAT [mln PLN]	130	139	142	145	148	150	152	154	157	159
Amortyzacja [mln PLN]	30	34	34	34	34	34	35	35	36	38
CAPEX [mln PLN]	-31	-27	-28	-29	-34	-38	-39	-40	-41	-41
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	3	-3	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-2	-2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]										
FCF [mln PLN]	133	144	147	148	147	145	146	149	150	152
DFCF [mln PLN]	124	125	117	110	100	91	86	80	75	70
Suma DFCF [mln PLN]	978									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 370		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1.5%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 095									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 073									
Dług netto [mln PLN]	-230									
Inwestycje w jedn. stowarzyszonych [mln PLN]	207									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 510									
Ilość akcji [mln szt.]	41,97									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	59,80									
Przychody zmiana r/r	-4,8%	4,5%	2,8%	2,4%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
EBITDA zmiana r/r	2,3%	15,2%	-9,7%	8,1%	1,5%	1,8%	1,6%	1,2%	1,4%	1,6%
FCF zmiana	-40%	9%	2%	1%	-1%	-2%	1%	1%	1%	2%
C/I	46,5%	51,0%	49,8%	50,2%	50,3%	50,4%	50,7%	51,1%	51,4%	51,6%
Marża EBITDA	57,5%	59,5%	58,8%	58,5%	58,1%	57,6%	57,2%	57,0%	56,7%	56,7%
Marża EBIT	48,4%	49,6%	49,2%	49,1%	49,0%	48,7%	48,3%	48,1%	47,8%	47,5%
CAPEX / Przychody	9%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
CAPEX / Amortyzacja	101%	77%	81%	86%	100%	113%	112%	112%	113%	110%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	17%	19%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	32%	33%

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	78%	79%	79%	80%	80%	80%	81%	81%	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	22,4%	21,5%	20,9%	20,4%	20,0%	19,5%	19,1%	18,7%	18,3%	17,9%
WACC	8,0%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	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	56,0	58,9	62,6	67,6	70,7	74,5	79,2	85,0	92,5
	0.8	53,9	56,5	59,7	63,9	66,6	69,7	73,6	78,2	84,1
	0.9	52,0	54,2	57,1	60,7	63,0	65,6	68,8	72,6	77,3
	1.0	50,2	52,2	54,7	57,9	59,8	62,1	64,7	67,9	71,7
	1.1	48,6	50,4	52,6	55,3	57,0	58,9	61,2	63,8	67,0
	1.2	47,1	48,7	50,6	53,1	54,5	56,2	58,1	60,3	62,9
	1.3	45,7	47,2	48,9	51,0	52,3	53,7	55,3	57,2	59,5
	1.4	44,4	45,7	47,3	49,1	50,2	51,5	52,9	54,5	56,4
	1.5	43,2	44,4	45,8	47,4	48,4	49,5	50,8	52,2	53,8

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	81,9	77,7	74,0	72,3	70,7	69,2	67,8	65,1	62,6
	0.8	77,7	73,5	69,9	68,2	66,6	65,1	63,7	61,0	58,6
	0.9	74,0	69,9	66,2	64,5	63,0	61,5	60,1	57,5	55,2
	1.0	70,7	66,6	63,0	61,3	59,8	58,4	57,0	54,5	52,3
	1.1	67,8	63,7	60,1	58,5	57,0	55,6	54,3	51,8	49,7
	1.2	65,1	61,0	57,5	56,0	54,5	53,1	51,8	49,5	47,4
	1.3	62,6	58,6	55,2	53,7	52,3	50,9	49,7	47,4	45,4
	1.4	60,4	56,5	53,1	51,6	50,2	48,9	47,7	45,5	43,6
	1.5	58,4	54,5	51,2	49,8	48,4	47,1	46,0	43,8	41,9

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%	58,3	61,6	65,9	71,8	75,6	80,2	86,0	93,4	103,2
	3.5%	56,0	58,9	62,6	67,6	70,7	74,5	79,2	85,0	92,5
	4.0%	53,9	56,5	59,7	63,9	66,6	69,7	73,6	78,2	84,1
	4.5%	52,0	54,2	57,1	60,7	63,0	65,6	68,8	72,6	77,3
	5.0%	50,2	52,2	54,7	57,9	59,8	62,1	64,7	67,9	71,7
	5.5%	48,6	50,4	52,6	55,3	57,0	58,9	61,2	63,8	67,0
	6.0%	47,1	48,7	50,6	53,1	54,5	56,2	58,1	60,3	62,9
	6.5%	45,7	47,2	48,9	51,0	52,3	53,7	55,3	57,2	59,5
	7.0%	44,4	45,7	47,3	49,1	50,2	51,5	52,9	54,5	56,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wycenę spółki metodą wskaźnikową oparliśmy o mnożnik EV/EBITDA. Ustaliliśmy docelowy akceptowalny średni poziom EV/EBITDA na lata 2018-2020 w wysokości 10,0x. Takie podejście sugeruje wycenę spółki na poziomie 2,42 mld PLN, czyli 55,7 PLN/akcję.

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

Analiza wrażliwości; średnia EV/EBITDA na lata 2018-2020							
	8,5x	9,0x	9,5x	10,0x	10,5x	11,0x	11,5x
Cena docelowa [PLN/akcję]	54,2	54,7	55,2	55,7	56,2	56,7	57,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe wybranych giełd

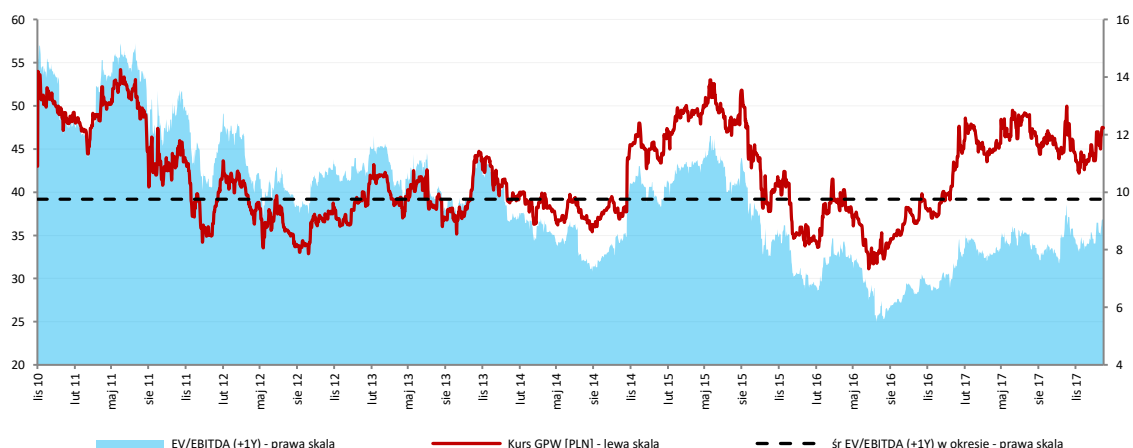
	Cena		P/E			EV/EBITDA		
			2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
DEUTSCHE BOERSE	98,08	EUR	22,0	19,6	17,4	13,5	12,3	10,9
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	3690	GBp	25,5	21,5	18,9	13,6	12,1	10,9
EURONEXT	55,2	EUR	19,3	17,7	16,1	13,2	11,5	10,2
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES	27,74	EUR	14,9	14,9	14,5	9,5	9,4	9,2
HELLENIC EXCHANGES	5,54	EUR	68,1	34,7	23,4	25,5	15,1	10,5
MOSCOW EXCHANGE	113,9	RUB	13,1	14,0	14,5	9,9	10,2	10,3
BM&FBOVESPA	23,58	BRL	25,4	20,9	18,2	19,8	15,6	13,6
CBOE	131,5	USD	40,4	29,6	27,1	25,1	19,7	17,7
CME	152,7	USD	32,1	25,6	24,1	20,9	18,3	18,6
NASDAQ OMX GROUP	81,43	USD	19,0	16,7	15,5	13,4	12,2	11,2
INTERCONTINENTAL EXCHANG	74,78	USD	25,0	21,1	19,4	16,7	15,0	13,8
BOLSA MEXICANA	33,88	MXN	18,0	16,5	15,4	10,6	9,6	8,8
ASX	55,11	AUD	23,6	22,6	21,5	10,3	9,7	9,1
BURSA MALAYSIA	10,6	MYR	25,6	24,9	24,2	16,7	16,3	16,4
HONG KONG EXCHANGES & CLEAR	272,4	HKD	46,5	39,7	35,1	24,2	21,0	18,5
NZX	1,13	NZD	19,9	17,7	16,1	10,3	9,6	9,0
SINGAPORE EXCHANGE	7,57	SGD	22,0	20,5	20,5	14,8	13,7	13,7
Mediana (wszystkie powyższe podmioty)			23,6	20,9	18,9	13,6	12,3	10,9
Mediana			22,0	19,6	17,4	13,5	12,3	10,9

W naszej analizie wyceniamy GPW metodą mnożnikową za pomocą akceptowalnego dla nas mnożnika EV/EBITDA wynoszącego 10,0x. Przy bieżącym kursie rentowność dywidendy to ok 5%.

Mediana EV/EBITDA na lata 2017-2019 dla wybranych zagranicznych operatorów giełdowych wynosi 10,9x-13,5x.

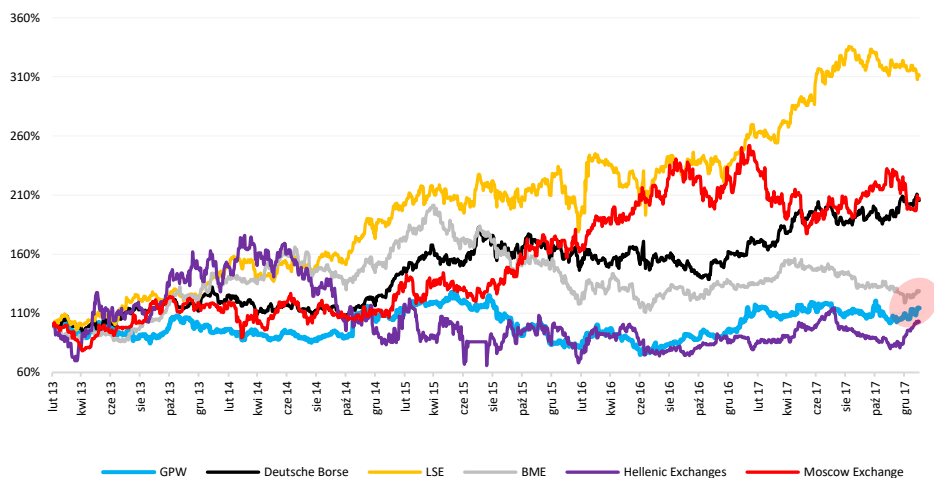
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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)



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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

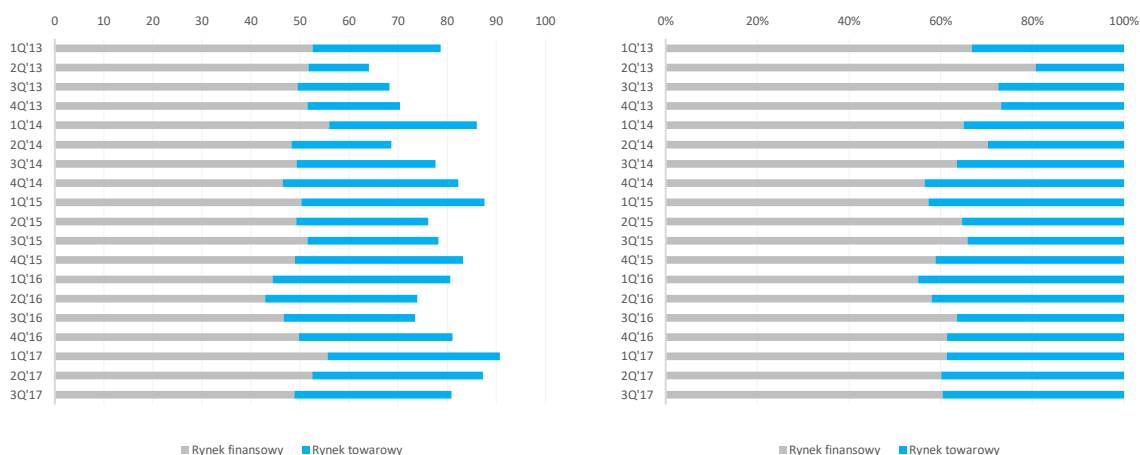
WYNIKI FINANSOWE ZA 3Q'17

Po stronie przychodowej rezultaty GPW za 3Q'17 nie przyniosły dla nas większych zaskoczeń. Obserwowaliśmy bowiem wciąż ożywienie na rynku finansowym i tym samym obroty akcjami oraz innymi instrumentami w omawianym okresie były wyższe o 8,6% r/r (transakcje z arkusza wzrosły o 9,14%, z kolei transakcje pakietowe o ok 4% r/r). Średnia opłata transakcyjna na rynku akcji w 3Q'17 wg naszych szacunków spadła do 2,05 pb (w 3Q'16 było to 2,17 pb). Tym samym przychody z obrotu akcjami były w 3Q'17 na poziomie 24,4 mln PLN (+2,67% r/r). Wpływy z handlu instrumentami pochodnymi były cały czas pod presją niskiej aktywności inwestorów. W segmencie rynek towarowy przychody wzrosły do pułapu 32 mln PLN (+19,7% r/r). Ogółem przychody grupy w 3Q'17 były wyższe o 10,1% r/r, czyli wyniosły 81,1 mln PLN.

Wpływ na poziom kosztów w 3Q'17 miało zdarzenie jednorazowe, czyli rozwiązanie rezerwy w związku z niższą opłatą na rzecz KNF (5,8 mln PLN). Wyższa amortyzacja w 3Q'17 (wzrost do 7,3 mln PLN) była efektem wdrożenia nowego systemu transakcyjnego w TGE (X-Stream). Koszty pracownicze były na poziomie 15,1 mln PLN, jednak należy pamiętać, że w 3Q'16 w tej pozycji rozwiązano rezerwę na nagrody roczne (3,8 mln PLN). Szacujemy, że po oczyszczeniu kosztów operacyjnych o wydarzenia jednorazowe, nastąpił ich wzrost o ok 12% r/r. Nieoczyszczony wskaźnik C/I w samym 3Q'17 wyniósł ok 40,1%, w okresie 4Q'16-3Q'17 wskaźnik ten wynosił 45,2%.

Ogółem dzięki niższym kosztom operacyjnym, grupa w 3Q'17 wykazała wzrost EBITDA do 57,4 mln PLN (+10,5% r/r) i zysku netto dla akcjonariuszy do 47 mln PLN (+16,5% r/r).

Struktura przychodów grupy GPW w podziale na segmenty



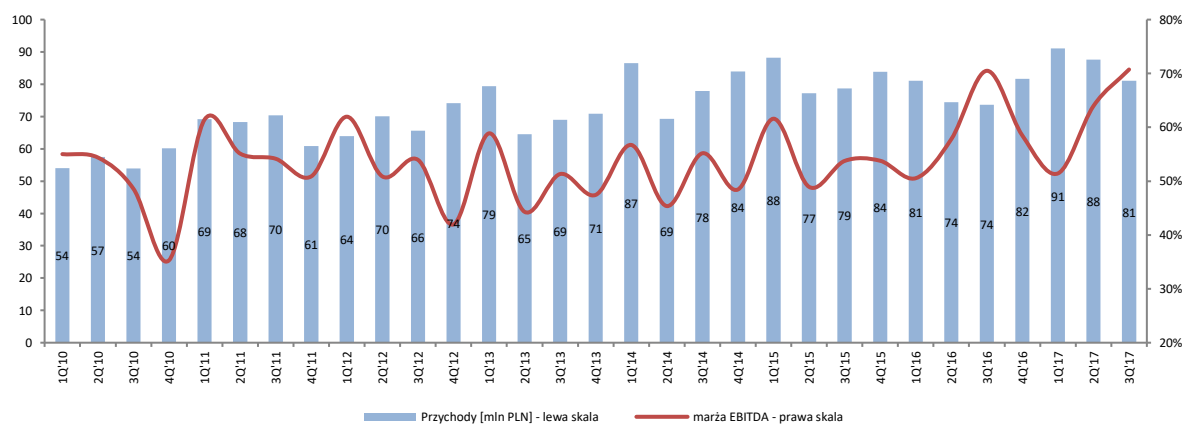
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki skonsolidowane GPW w ujęciu kwartalnym

	3Q'16	3Q'17	zmiana r/r	4Q'15-3Q'16	4Q'16-3Q'17	zmiana r/r
Przychody	73,7	81,1	10,1%	313,0	341,5	9,1%
Rynek finansowy	46,7	48,9	4,7%	183,0	206,7	13,0%
Przychody z obsługi obrotu	30,9	31,9	3,1%	119,0	140,0	17,6%
Przychody z obsługi emitentów	5,8	6,3	8,4%	23,8	24,8	4,2%
Przychody ze sprzedaży informacji	10,0	10,7	6,4%	40,3	42,2	4,5%
Rynek towarowy	26,7	32,0	19,7%	128,2	133,2	3,9%
Przychody z obsługi obrotu	13,6	16,7	22,7%	62,0	66,4	7,1%
Prowadzenie rejestru świadectw	5,5	5,8	5,0%	26,8	26,3	-1,6%
Rozliczenie transakcji	7,5	9,4	25,1%	39,2	40,1	2,4%
Pozostałe przychody	0,3	0,3	10,3%	1,8	1,6	-11,9%
Koszty operacyjne	28,3	32,5	15,0%	158,3	154,5	-2,4%
Amortyzacja	6,8	7,3	8,0%	26,7	26,8	0,5%
Koszty pracownicze	11,6	15,1	29,8%	64,8	60,3	-7,0%
Czynsze i inne opłaty	2,4	2,2	-9,8%	9,2	10,0	8,8%
Opłaty i podatki	-2,1	-5,5	---	15,0	6,3	-58,0%
Usługi obce, inne koszty	9,5	13,4	40,4%	42,6	51,2	20,0%
EBITDA	51,9	57,4	10,5%	181,0	208,0	14,9%
EBIT	45,1	50,0	10,9%	154,3	181,2	17,4%
Saldo finansowe	1,4	2,7	95,9%	3,6	-8,0	---
Udział w zyskach stowarzyszonych	2,3	3,6	57,2%	0,6	9,4	1561,1%
Wynik netto	40,4	47,0	16,5%	128,9	147,2	14,2%
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	40,3	47,0	16,5%	128,9	147,1	14,1%
Rynek finansowy						
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	54,7	59,4	8,6%	230,9	203,0	-12,1%
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	1,9	1,7	-10,6%	8,3	7,9	-4,9%
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	122,3	144,7	18,3%	698,1	452,2	-35,2%
Rynek towarowy						
Wolumen obrotu en. elektryczną RDN [Twh]	6,1	5,6	-7,9%	24,5	26,5	8,0%
Wolumen obrotu en. elektryczną RTT [Twh]	23,5	21,9	-6,7%	166,8	137,0	-17,9%
Wolumen obrotu RPM [Twh]	9,2	12,4	35,3%	52,8	55,8	5,6%
Wolumen obrotu gazem [Twh]	17,9	46,4	159,8%	162,2	110,3	-32,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody oraz marża EBITDA grupy w ujęciu kwartalnym

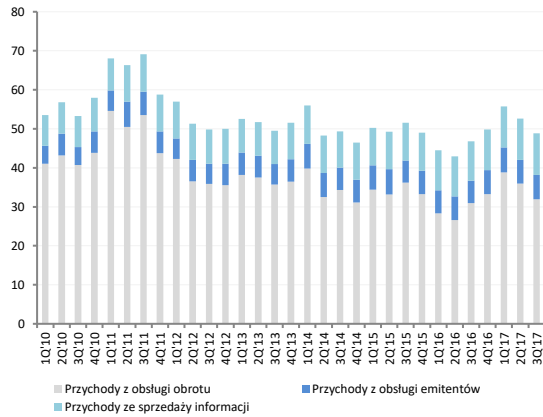


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK FINANSOWY

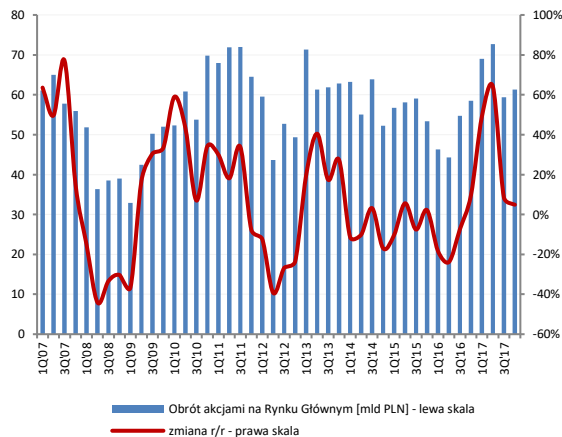
W 3Q'17 obroty akcjami i innymi instrumentami udziałowymi na Rynku Głównym i New Connect wyniosły 59,41 mld wobec 54,71 mld PLN w 3Q'16 (transakcje pakietowe były na porównywalnym pułapie). Przychody GPW z rynku finansowego w 3Q'17 były wyższe o 4,7% i wyniosły 48,9 mln PLN (przychody uzyskane z obrotu akcjami +3,1% r/r; obsługa emitentów +8,4% r/r; sprzedaż informacji +6,4% r/r).

Przychody z kategorii rynek finansowy



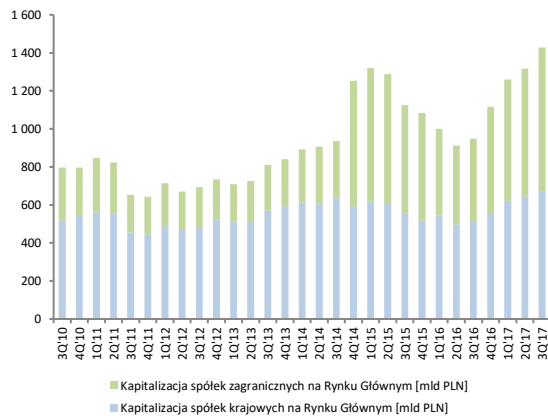
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty akcjami na Rynku Głównym



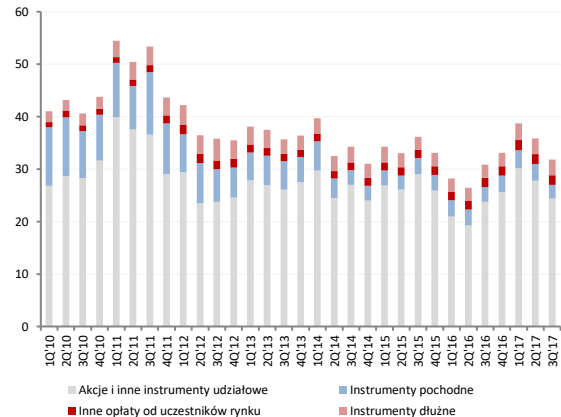
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kapitalizacja spółek na Rynku Głównym



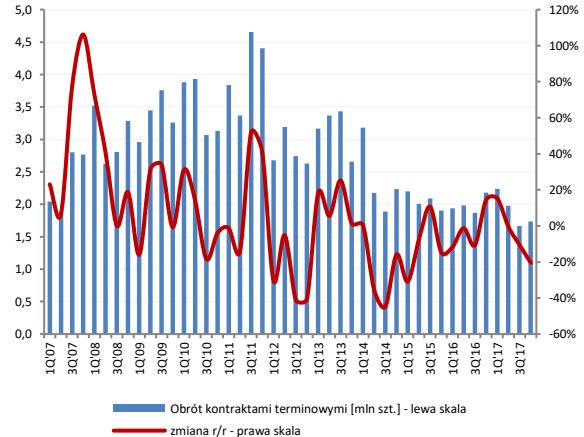
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura przychodów z obsługi obrotu



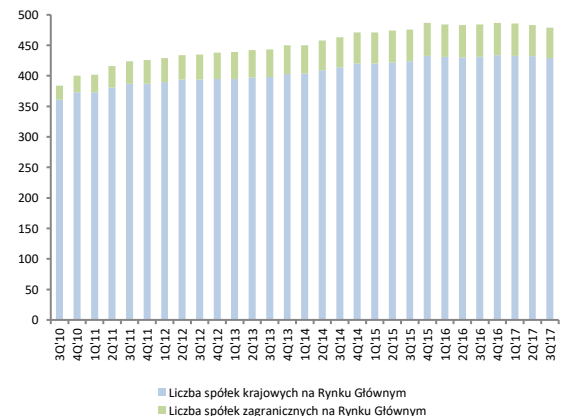
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obroty kontraktami terminowymi



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Liczba notowanych spółek na Rynku Głównym



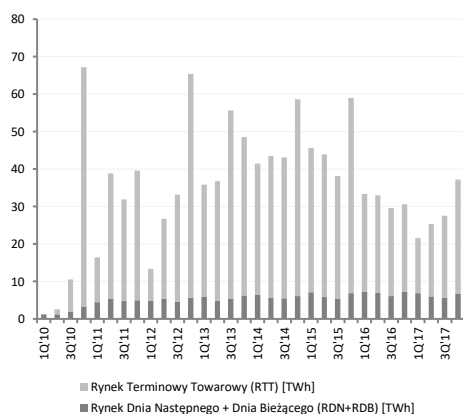
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

RYNEK TOWAROWY

Zarówno w 2014 roku jak i w 2015 roku wolumen obrotu energią elektryczną na RDN oraz RTT wyniósł ok 186,7 TWh (oznaczało to wzrost względem roku 2013 z poziomu 176,8 TWh). W 2016 roku handel energią elektryczną skurczył się do 126,7 TWh (silna erozja na RTT). Na podstawie wstępnych szacunków w 2017 roku łączny wolumen na RDN i RTT wyniósł 111,7 TWh (RTT=86,4 TWh; RDN=25,2 TWh).

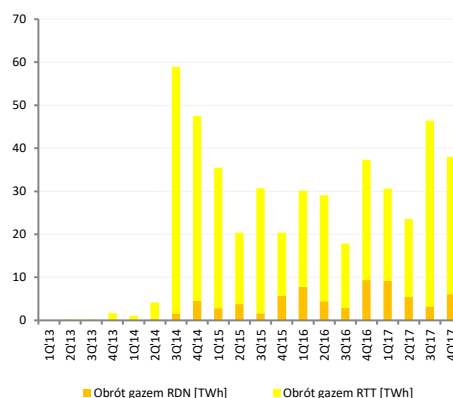
W ujęciu rocznym wysokie dynamiki wzrostu obserwowaliśmy na handlu gazem. Szacujemy, że w całym 2017 roku łącznie na RDN oraz RTT handel gazem wyniósł ok. 138,7 TWh wobec 114,5 TWh zanotowanych w 2016 roku.

Wolumen obrotów energią elektryczną



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

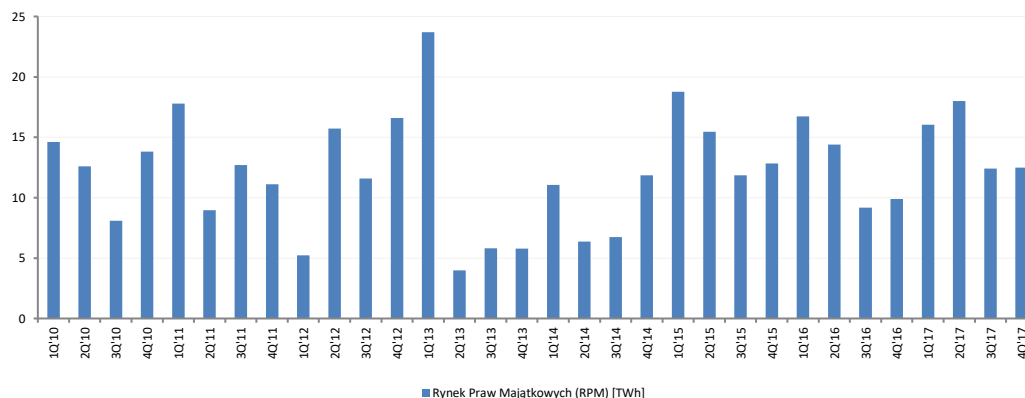
Wolumen obrotów gazem



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

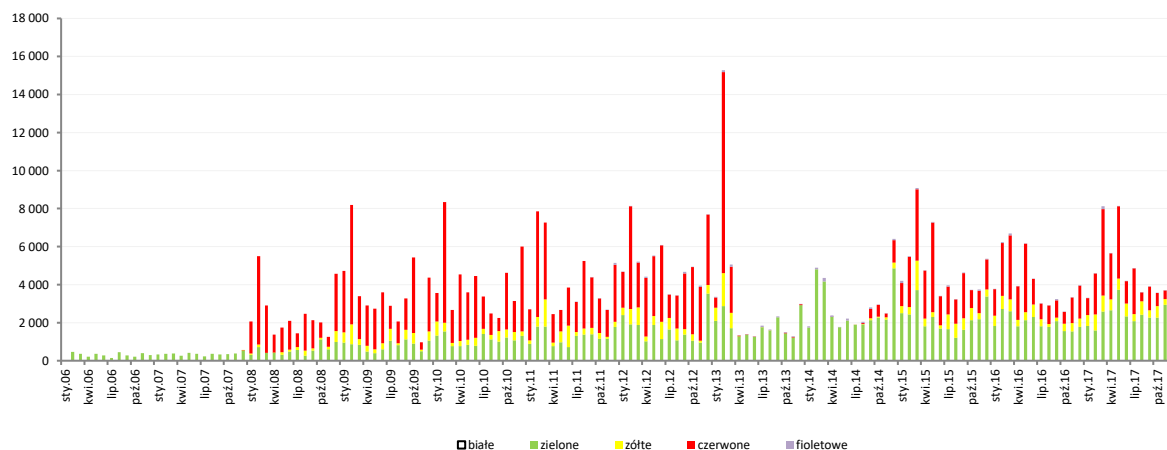
W 2017 roku nastąpił wzrost r/r łącznego wolumenu obrotów prawami majątkowymi z 50,2 TWh do 58,9 TWh. W szczególności wzrosły odnotowano w obrotach na rynku OZE (z 23,96 TWh do 30,75 TWh), jednocześnie płaskie były odczyty dla kogeneracji (20,98 TWh w 2017 roku vs 19,52 TWh w 2016 roku).

Skumulowany wolumen handlu na RPM [odczyty kwartalne; TWh]



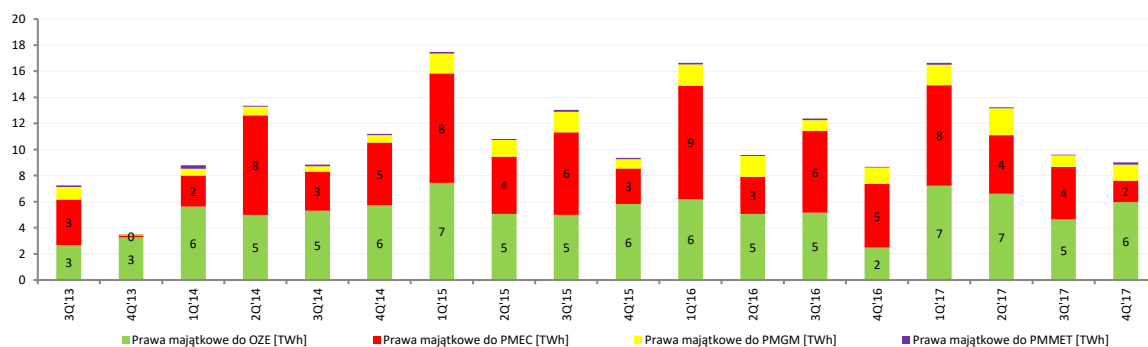
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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



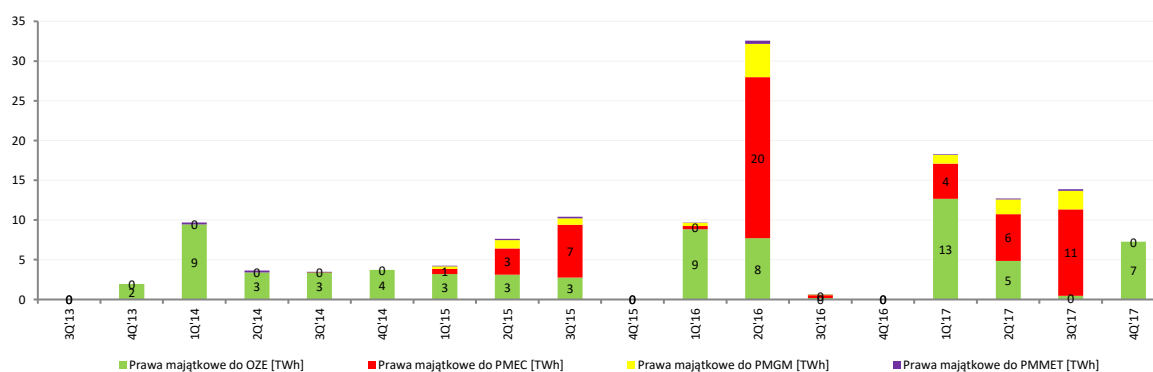
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen wystawionych świadectw pochodzenia [TWh]



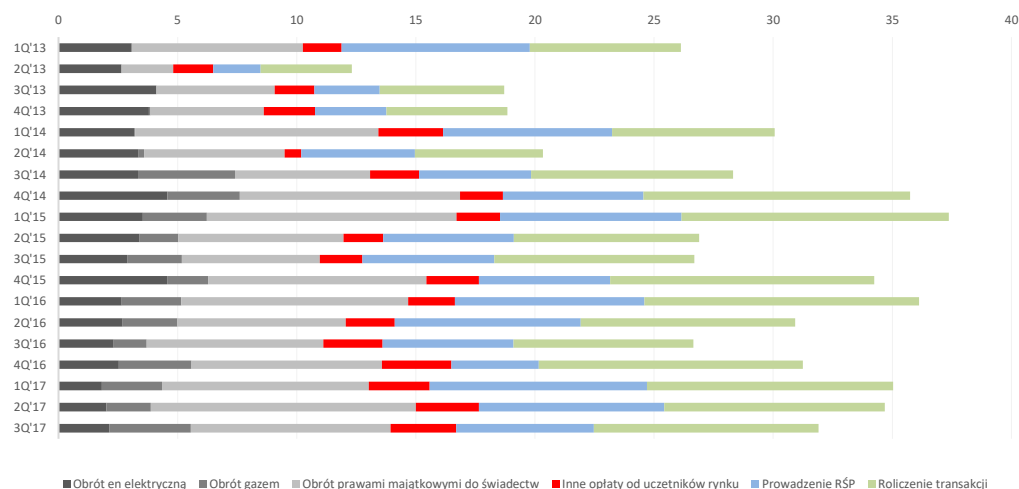
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

Wolumen umorzeń świadectw pochodzenia [TWh]



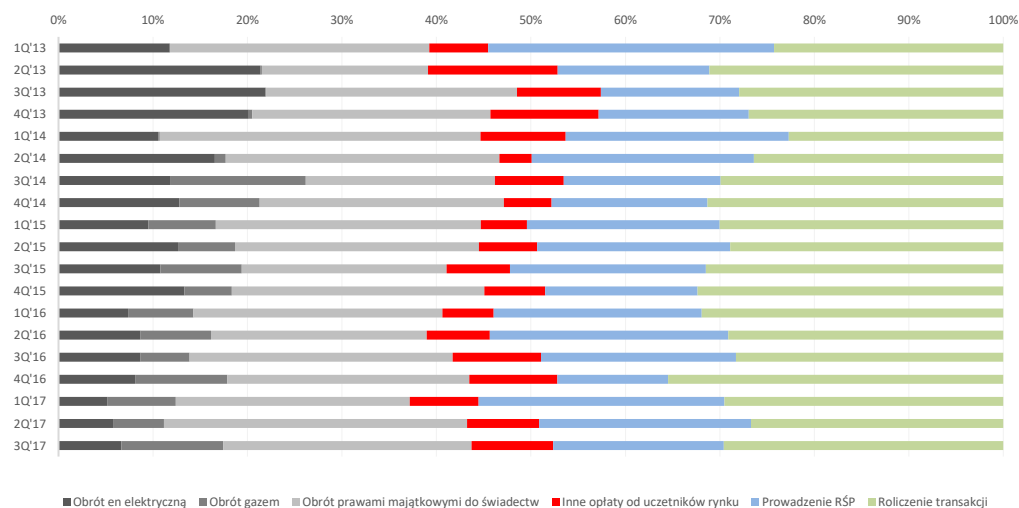
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., TGE, spółka

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]



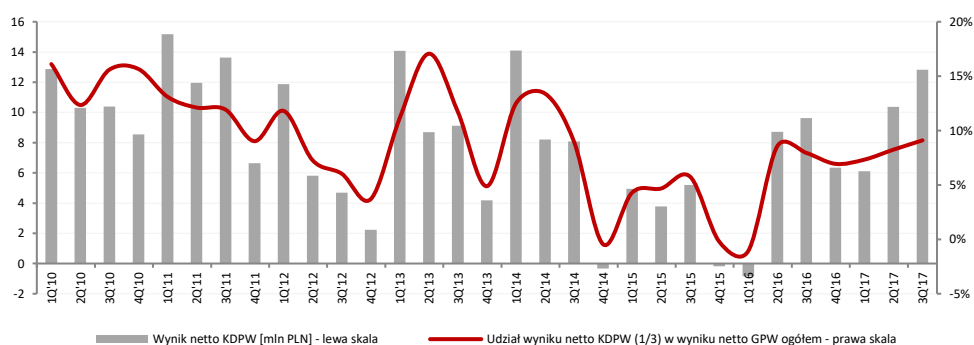
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

POSIADANE UDZIAŁY W JEDNOSTKACH STOWARZYSZONYCH (KDPW, AQUIS)

GPW posiada 33,33% akcji KDPW. Jest to najistotniejsza pozycja w bilansie w pozycji jednostki stowarzyszone. W 1994 roku GPW objęła akcje w KDPW i jej udział w kapitale wynosił 66,66%. W styczniu 1999 roku GPW zbyła 30,33% udział w kapitale KDPW na rzecz NBP za 51,71 mln PLN. Od tego czasu udział GPW w kapitale akcyjnym KDPW wynosi 33,33%. Wartość posiadanych udziałów KDPW na koniec września '17 na bilansie GPW to 174,259 mln PLN.

W sierpniu 2013 roku zarząd GPW zawarł z Aquis Exchange Limited umowę objęcia akcji nowej emisji. Cena nabycia pierwszej subskrypcji dających 18,51% udziału w kapitale zakładowym wyniosła 10,105 mln PLN (2 mln GBP). W lutym 2014 roku GPW dokupiła kolejne 17,72% udziały w tym podmiocie za 15,202 mln PLN (3 mln GBP). W wyniku objęcia drugiej tranzy udziały 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%. Po kolejnych etapach rozwodnienia udział GPW w kapitale Aquis wynosi ok 20,31%. Na koniec września '17 wartość udziałów w Aquis w bilansie GPW wynosiła 13,936 mln PLN.

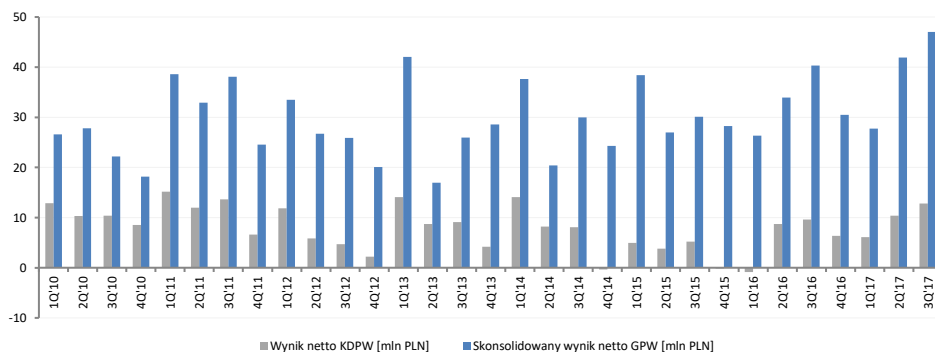
Wynik netto KDPW w ujęciu kwartalnym



W 3Q'17 zysk netto w KDPW był na poziomie ok. 12,8 mln PLN (na GPW przypadło 4,3 mln PLN). Należy mieć na uwadze, że w 3Q'17 został pomniejszony koszt na utrzymanie KNF o kwotę ok 3 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

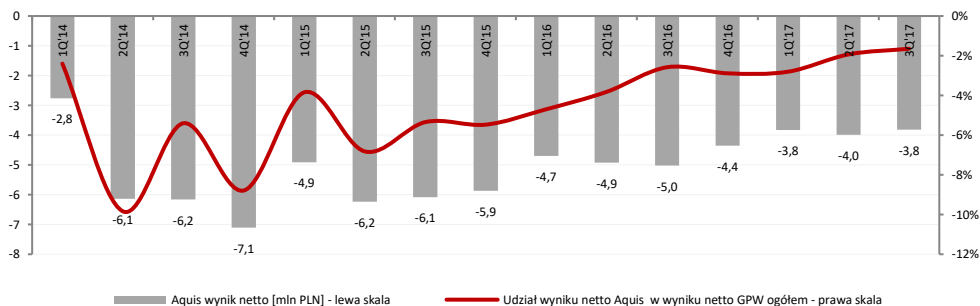
Wynik netto KDPW na tle GPW



Narastająco 1-3Q'17 wynik netto KDPW wyniósł 29,3 mln PLN.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto Aquis w ujęciu kwartalnym



Aquis w okresie 1-3Q'17 miał około 1,6% udział w obrotach w Europie. Z uwagi na przyjęty model biznesowy kluczowe znaczenie dla rentowności projektu ma jednak liczba klientów.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

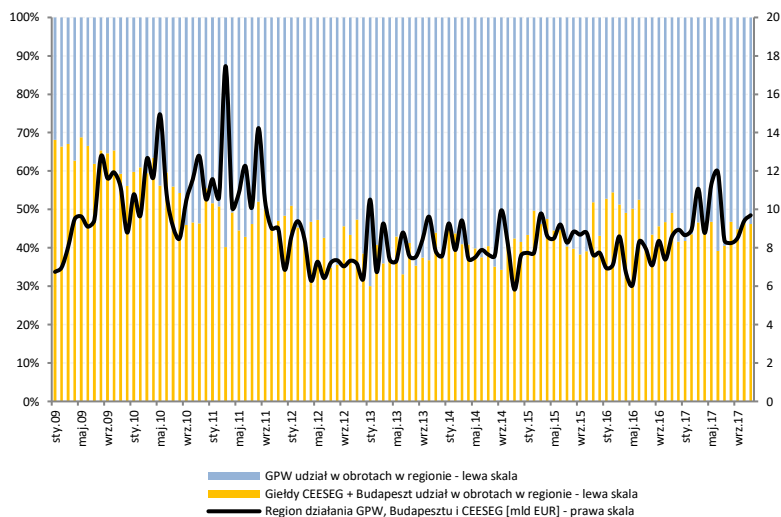
POZYCJA GPW W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWEJ

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 spadał stopniowo do niemal 52% (w EUR). W okresie styczeń-listopad'17 GPW odpowiadała za ponad 55,5% obrotów w regionie.



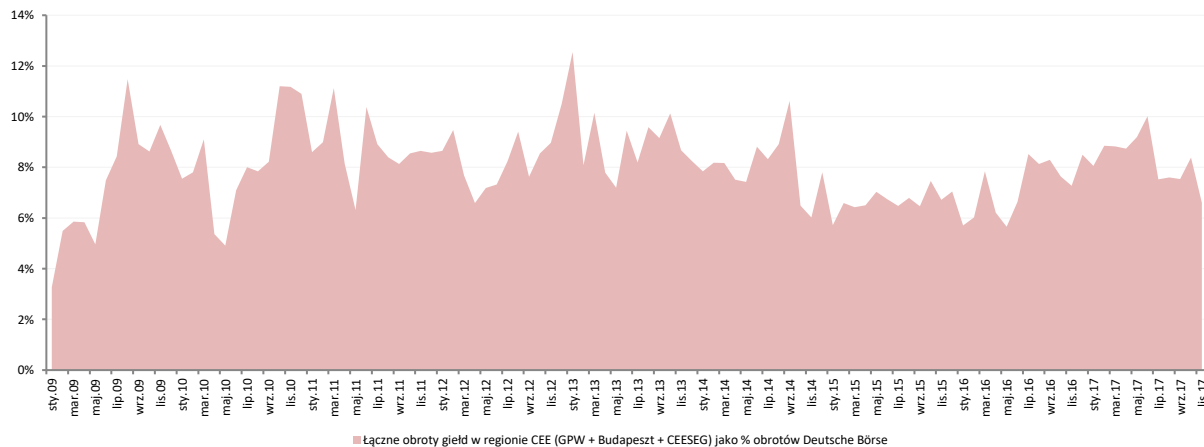
* do giełdy regionu Europy Środkowej zaliczamy giełdy w Polsce, Czechach, Słowacji, Austrii, na Węgrzech, w Rumunii, Bułgarii i Słowenii

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



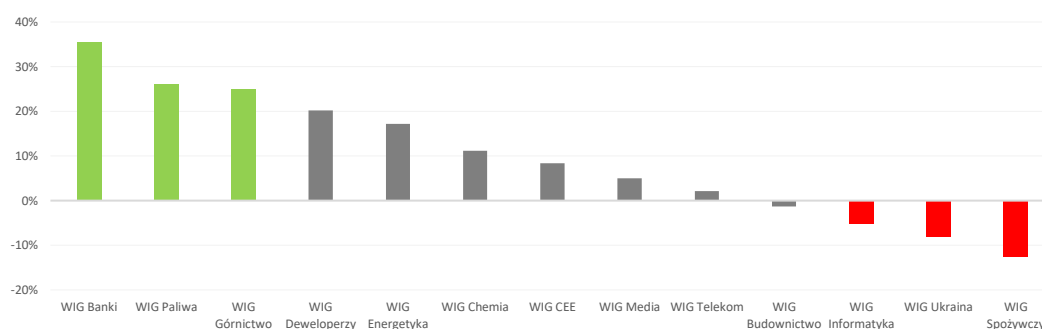
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., FESE

PROGNOZA WYNIKÓW NA KOLEJNE OKRESY

Na podstawie szacowanych wolumenów handlu w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku oczekujemy przychodów grupy na poziomie ok 89 mln PLN (+9% r/r). Dla rynku finansowego przyjęliśmy płaski odczyt przychodów czyli pułap ok 49,5 mln PLN, natomiast dla rynku towarowego prognozujemy wzrost o niemal 25% r/r. Tym samym wg naszych założeń łączne przychody grupy w 2017 roku mogły być bliskie 349 mln PLN.

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 wynika z udziału jednego podmiotu w portfelu; mediana podmiotów wchodzących do indeksu wypadła znacznie gorzej).

Zmiany wartości wybranych indeksów sektorowych na GPW w 2017 roku

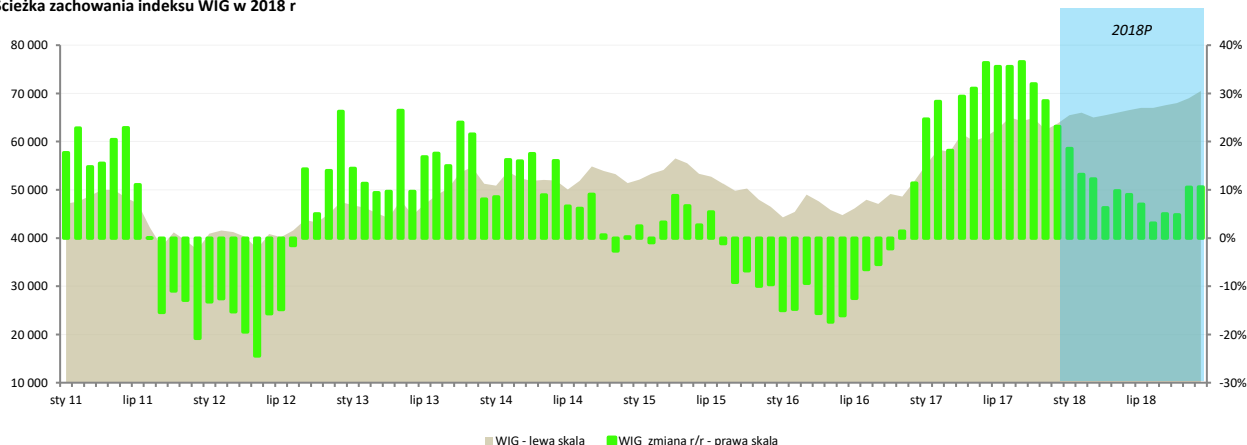


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

W ostatnim kwartale ubiegłego roku staraliśmy się uwzględnić wyższe koszty związane z przygotowaniem grupy do wdrożenia przepisów MIFID II. Dlatego koszty ogółem w samym 4Q'17 oszacowaliśmy na 45,5 mln PLN. Na poziomie EBITDA w 4Q'17 spodziewamy się odczytu w okolicy 51,4 mln PLN. W całym 2017 roku grupa powinna pokazać wzrost EBITDA do 211,6 mln PLN.

Na podstawie naszych symulacji liczymy, że na koniec 2018 roku indeks WIG będzie znajdował się wyraźnie powyżej 70 000 punktów. Oznacza to potencjał wzrostu o kilkanaście procent w ujęciu r/r. Głównymi byczymi impulsami dla rynku akcji w Polsce powinna być poprawa dynamiki inwestycji w krajowej gospodarce. Zauważamy prognozy wskazujące, że dynamika PKB w 2018 roku przewyższy odczyt z 2017 roku (z wyraźną dodatnią kontrybucją inwestycji). Ważne dla utrzymania dobrej koniunktury na GPW będzie też utrzymanie pozytywnych perspektyw dla wyników banków (choć kalendarz przyszłych zmian stóp procentowych będzie zapewne ulegał zmianie). Dodatkowo oceniamy, że kwestie wynagrodzeń dla szerokiego rynku będą mniej inwazyjne niż to miało miejsce w ostatnich kwartałach, co powinno pozwolić na stopniową odbudowę marż. Nasze projekcje dla grupy analizowanych podmiotów wskazują, że dynamika eps, wg mediany, powinna ulec poprawie zwłaszcza w drugim półroczu 2018 roku.

Ścieżka zachowania indeksu WIG w 2018 r

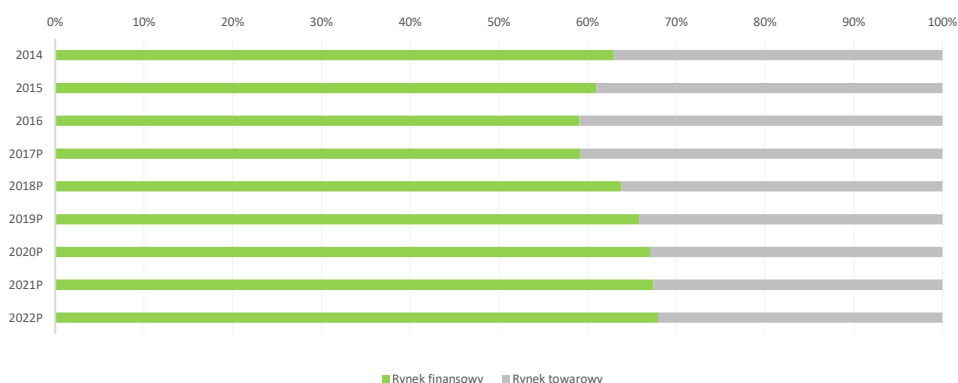


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zatem w prognozach dla rynku finansowego na 2018 rok, wraz ze spodziewaną coraz wyższą kapitalizacją, przyjęliśmy wzrost obrotów akcjami i innymi instrumentami udziałowymi o niespełna 4%. Takie założenie uwzględnia zachowawcze podejście względem zmienności na rynkach akcyjnych oraz fakt wymagającej bazy z 2017 roku (zwłaszcza 1Q'17). Na lata 2019-2020 oczekujemy wzrostu obrotów na rynku głównym akcji o ok 10% r/r, gdyż liczymy na impulsy wzrostowe nowej strategii dla rynku kapitałowego jak i perspektywą napływu kapitału na GPW. Jednocześnie staramy się uwzględnić presję na spadek efektywnej prowizji, jaką spółka pobiera za handel, tym samym prognozujemy powolny i stopniowy spadek opłat transakcyjnych.

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 roku 2018 rozpocznie się 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 2020 roku (względem odczytu za 2017 rok). Docelowo liczymy, że roczne przychody tego obszaru ustabilizują się w okolicy 115-116 mln PLN właśnie na przełomie 2020/2021 i w perspektywie średnioterminowej udział przychodów segmentu spadnie do około 32% wpływów grupy (w obecnym kształcie).

Projekcja struktury przychodów grupy GPW na lata 2017-2022



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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. Jednocześnie jednak w 2018 roku nie spodziewamy się już rozpoznania istotnych jednorazowych kosztów związanych z przygotowaniem do MIFID II (które wystąpiły w 2017 roku).

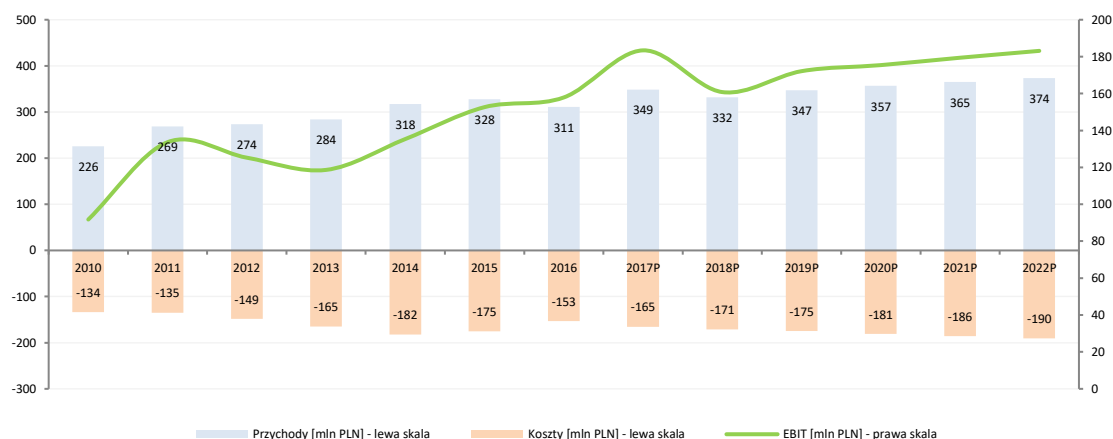
Podsumowując, przygotowujemy się na erozję EBITDA w 2018 roku o ok 10% w porównaniu z 2017 rokiem (efekt spadku przychodów na rynku towarowym oraz wzrosty wybranych pozycji kosztowych; wszystkie odczyty kwartalne w 2018 roku mogą wykazać erozję EBITDA w relacji r/r). W średnim terminie nasze podejście jest pozytywne i zakładamy dalszą budowę wartości dla akcjonariuszy mniejszościowych.

W pozycji udziały w wyniku jednostek stowarzyszonych w 2018 roku przyjmujemy mniejszą stratę z Aquis. Z kolei dla KDPW przyjęliśmy prognozę wyniku netto rzędu 28 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 20% (bez efektów optymalizacji).

W dniu 16.01.2018 roku (po sesji) spółka podała komunikat, że razem z KDPW podpisała list intencyjny z Centrum Bankowo - Finansowym Nowy Świat (akcjonariuszem dominującym Centrum Giełdowego). Na podstawie listu intencyjnego strony deklarują wolę podjęcia rozmów i negocjacji mających na celu wypracowanie szczegółowego rozwiązania skutkującego ewentualnym wyjściem z akcjonariatu CGSA spółki CBF lub przejęciem przez GPW i KDPW nieruchomości zlokalizowanej w Warszawie przy ulicy Książęcej 4. Centrum Giełdowe to 8-kondygnacyjny budynek o całkowitej powierzchni (biurowej i wspólnej) około 35,1 tys. m² (powierzchnia jest w posiadaniu odpowiednio GPW: 36%, KDPW: 22%, i CGSA: 42%). Na koniec września'17 posiadane przez GPW udziały w Centrum Giełdowym były wycenione na kwotę 17,026 mln PLN (24,79%). Jednocześnie w strukturze aktywów trwałych w pozycji grunty i budynki dostrzegamy wartość niespełna 80 mln PLN, którą utożsamiamy głównie z wynajmowaną powierzchnią w omawianym budynku (GPW zajmuje ok 36% powierzchni Centrum Giełdowego). Szacujemy, że w 2017 rok koszt związany z czynszami wynosił ok 9,6 mln PLN, z czego większość przypisujemy jako kwotę płaconą za najem powierzchni przy ulicy Książęcej 4. W modelu nie uwzględniamy przeprowadzenia tej transakcji, gdyż nie znamy jej szczegółowych warunków (ale mamy świadomość, że może mieć wpływ na obniżenie kosztów działania grupy).

Zwracamy też 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 w bieżącym roku 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.

Projekcja przychody/koszty grupy GPW na lata 2017-2022



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W porównaniu do poprzedniego raportu analitycznego z 07 lutego 2017 roku skorygowaliśmy w górę nasze założenia za 2017 rok. Pozytywne zaskoczenie przychodowe w segmencie rynek towarowy oraz niskie koszty wpłynęły na rewizję oczekiwań dla EBITDA z 197 mln PLN do 211,6 mln PLN. Na rok 2018 obniżone oczekiwania EBITDA wynikają z bardziej zachowawczego podejścia do przychodów z rynku finansowego. Rok 2019 z obecnej perspektywy według naszych symulacji powinien pozwolić na wypracowanie EBITDA rzędu 206,5 mln PLN (czyli jest to symbolicznie więcej niż wskazywaliśmy w raporcie z lutego'17).

Zmiana założeń w porównaniu z raportem analitycznym z 07.02.2017 roku

	2017 stare	2017 nowe	zmiana	2018 stare	2018 nowe	zmiana	2019 stare	2019 nowe	zmiana
Przychody	329,5	348,8	6%	344,1	331,9	-4%	352,9	346,9	-2%
rynek finansowy	212,8	206,5	-3%	230,1	211,8	-8%	239,4	228,2	-5%
rynek towarowy	114,1	140,9	23%	111,4	118,6	6%	110,8	117,1	6%
EBITDA	197,0	211,6	7%	201,2	191,0	-5%	203,8	206,5	1%
EBIT	164,9	183,4	11%	168,9	160,8	-5%	171,0	172,1	1%
Wynik netto	142,5	153,7	8%	147,1	131,9	-10%	151,1	150,2	-1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Szczegółowe założenia do modelu na lata 2017-2020

	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody	81,7	91,0	87,6	81,1	89,0	87,2	85,7	78,2	80,9	310,9	348,8	331,9	346,9	356,5
Rynek finansowy	49,7	55,6	52,5	48,9	49,5	52,6	54,5	51,6	53,2	183,7	206,5	211,8	228,2	239,1
Przychody z obsługi obrotu	33,2	38,8	36,0	31,9	32,7	35,7	37,4	34,3	35,8	119,1	139,4	143,2	157,5	166,4
Przychody z obsługi emitentów	6,1	6,3	6,1	6,3	6,1	6,2	6,2	6,4	6,4	23,9	24,8	25,2	26,3	27,0
Przychody ze sprzedaży informacji	10,4	10,5	10,6	10,7	10,7	10,8	10,8	10,9	10,9	41,0	42,5	43,4	44,5	45,6
Rynek towarowy	31,3	35,1	34,8	32,0	39,0	34,2	30,8	26,3	27,2	125,3	140,9	118,6	117,1	115,9
Przychody z obsługi obrotu	16,5	15,6	17,6	16,7	19,5	16,4	16,4	13,9	13,8	60,9	69,4	60,5	60,6	62,0
Prowadzenie rejestru świadectw	3,7	9,1	7,8	5,8	7,1	7,2	6,0	4,8	4,8	24,9	29,7	22,8	22,9	23,0
Rozliczenie transakcji	11,1	10,3	9,3	9,4	12,4	10,5	8,3	7,6	8,5	39,2	41,4	34,9	33,2	30,5
Pozostałe przychody	0,7	0,3	0,4	0,3	0,5	0,3	0,4	0,3	0,5	1,9	1,4	1,5	1,5	1,6
Koszty operacyjne	37,7	46,5	37,8	32,5	45,5	51,2	38,1	39,2	40,7	150,2	162,3	169,2	172,7	179,0
Amortyzacja	6,1	6,4	7,0	7,3	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	25,8	28,2	30,2	34,4	34,2
Koszty pracownicze	14,6	15,6	14,9	15,1	16,5	16,3	16,3	16,3	17,3	61,2	62,1	66,1	68,8	71,5
Czynsze i inne opłaty	2,5	2,6	2,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	9,4	9,6	8,7	9,1	9,4
Opłaty i podatki	0,0	11,6	0,2	-5,5	0,4	12,0	0,4	0,4	0,4	10,0	6,7	13,1	13,5	13,9
Usługi obce, inne koszty	14,5	10,3	13,0	13,4	19,0	13,2	11,7	12,8	13,3	43,7	55,6	51,0	47,0	50,1
EBITDA	47,8	46,8	56,1	57,4	51,4	42,0	54,9	46,3	47,8	183,7	211,6	191,0	206,5	209,6
EBIT	41,7	40,4	49,0	50,0	43,9	34,5	47,4	38,7	40,2	157,9	183,4	160,8	172,1	175,4
Saldo finansowe	-3,6	-6,2	-1,0	2,7	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,9	-4,3	1,6	2,5	3,4
Udział w zyskach stowarzyszonych	1,2	1,5	3,0	3,6	1,4	1,5	2,5	1,5	1,6	3,5	9,5	7,0	8,9	10,0
Wynik netto	30,5	27,7	41,9	47,0	37,1	28,3	39,3	31,6	32,8	131,1	153,8	132,0	150,3	154,8
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	30,5	27,7	41,9	47,0	37,0	28,2	39,3	31,6	32,8	131,1	153,7	131,9	150,2	154,8
Rynek finansowy														
Obroty akcjami i innymi instr. udz. [mld PLN]	58,5	69,0	72,7	59,4	61,3	66,5	70,7	64,1	68,0	203,8	262,5	269,2	302,9	325,6
Wolumen obrotu instr. pochodnymi [mln szt.]	2,18	2,24	1,98	1,67	1,73	2,19	2,15	1,89	1,82	7,97	7,61	8,05	9,40	10,36
Obroty instrumentami dłużnymi [mld PLN]	115,8	133,3	128,5	144,7	145,4	146,2	147,0	147,7	148,5	415,9	551,8	589,4	604,2	619,3
Rynek towarowy														
Wolumen obrotu RDN [TWh]	7,3	6,8	6,0	5,6	6,7	6,9	6,1	5,7	6,8	27,6	25,2	25,6	26,0	26,3
Wolumen obrotu RTT [TWh]	23,4	14,7	19,3	21,9	30,5	14,0	18,4	20,8	28,9	99,0	86,4	82,1	83,3	84,2
Wolumen obrotu RPM [TWh]	9,9	16,1	18,0	12,4	12,5	15,0	15,0	11,0	9,0	50,2	58,9	50,0	47,5	35,6
Wolumen obrotu gazem [TWh]	37,4	30,7	23,6	46,4	38,0	41,0	38,0	35,0	39,0	114,5	138,7	153,0	157,6	159,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	283,8	317,6	327,9	310,9	348,8	331,9	346,9	356,5	365,2	373,6	381,0	388,6
Rynek finansowy	205,3	200,0	200,0	183,7	206,5	211,8	228,2	239,1	246,2	253,8	261,1	268,6
Przychody z obsługi obrotu	147,9	137,8	136,9	119,1	139,4	143,2	157,5	166,4	171,9	177,7	183,3	189,0
Przychody z obsługi emitentów	22,3	24,0	24,5	23,9	24,8	25,2	26,3	27,0	27,6	28,2	28,9	29,5
Przychody ze sprzedaży informacji	35,1	38,2	38,5	41,0	42,5	43,4	44,5	45,6	46,7	47,8	49,0	50,1
Rynek towarowy	76,0	114,5	125,2	125,3	140,9	118,6	117,1	115,9	117,4	118,2	118,2	118,3
Przychody z obsługi obrotu	39,9	60,1	62,6	60,9	69,4	60,5	60,6	62,0	63,4	64,4	64,8	65,3
Prowadzenie rejestru świadectw pochodzenia	15,6	22,5	24,2	24,9	29,7	22,8	22,9	23,0	23,1	23,3	23,4	23,5
Rozliczenie transakcji	20,5	31,9	38,5	39,2	41,4	34,9	33,2	30,5	30,5	30,2	29,6	29,1
Pozostałe przychody	2,5	3,1	2,7	1,9	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Koszty operacyjne	166,2	181,6	174,4	150,2	162,3	169,2	172,7	179,0	183,6	188,3	193,3	198,6
Amortyzacja	25,7	28,8	26,8	25,8	28,2	30,2	34,4	34,2	34,1	33,8	34,0	34,7
Koszty pracownicze	64,0	69,5	68,1	61,2	62,1	66,1	68,8	71,5	74,4	77,4	80,5	83,3
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	10,6	10,3	9,8	9,4	9,6	8,7	9,1	9,4	9,7	10,0	10,4	10,7
Opłaty i podatki	20,8	22,4	23,6	10,0	6,7	13,1	13,5	13,9	14,2	14,6	14,9	15,3
Usługi obce	36,2	42,0	39,6	38,6	50,3	46,0	41,6	44,6	45,7	46,7	47,6	48,6
Inne koszty operacyjne	8,9	8,7	6,4	5,2	5,3	5,0	5,4	5,5	5,7	5,8	5,9	6,0
Saldo pozostałej dz. operacyjnej	1,1	-0,6	-0,9	-2,8	-3,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
EBITDA	144,4	164,1	179,5	183,7	211,6	191,0	206,5	209,6	213,5	216,9	219,4	222,5
EBIT	118,6	135,4	152,6	157,9	183,4	160,8	172,1	175,4	179,4	183,1	185,4	187,7
Saldo finansowe	-1,3	0,0	0,5	0,9	-4,3	1,6	2,5	3,4	4,0	4,5	4,9	5,2
Udział w zyskach stowarzyszonych	12,5	3,7	-1,5	3,5	9,5	7,0	8,9	10,0	10,7	12,1	13,4	14,7
Wynik brutto	129,8	139,1	151,7	162,3	188,6	169,4	183,5	188,8	194,1	199,7	203,7	207,6
Wynik netto	113,5	112,3	123,7	131,1	153,8	132,0	150,3	154,8	159,3	164,1	167,5	170,9
dla akcjonariuszy jedn. dominującej	113,3	112,1	123,7	131,1	153,7	131,9	150,2	154,8	159,2	164,0	167,4	170,8
	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	3,6%	11,9%	3,3%	-5,2%	12,2%	-4,8%	4,5%	2,8%	2,4%	2,3%	2,0%	2,0%
Struktura przychodów (rynek finansowy)	72,3%	63,0%	61,0%	59,1%	59,2%	63,8%	65,8%	67,1%	67,4%	67,9%	68,5%	69,1%
Struktura przychodów (rynek towarowy)	27,7%	37,0%	39,0%	40,9%	40,8%	36,2%	34,2%	32,9%	32,6%	32,1%	31,5%	30,9%
Koszty / przychody	58,6%	57,2%	53,2%	48,3%	46,5%	51,0%	49,8%	50,2%	50,3%	50,4%	50,7%	51,1%
Marża EBITDA	50,9%	51,7%	54,7%	59,1%	60,7%	57,5%	59,5%	58,8%	58,5%	58,1%	57,6%	57,2%
Marża EBIT	41,8%	42,6%	46,6%	50,8%	52,6%	48,4%	49,6%	49,2%	49,1%	49,0%	48,7%	48,3%
Marża netto	40,0%	35,4%	37,7%	42,2%	44,1%	39,8%	43,3%	43,4%	43,6%	43,9%	44,0%	44,0%
Wynik netto KDPW [mln PLN]	36,1	30,0	13,8	23,8	35,5	28,1	30,3	31,8	32,7	33,7	34,7	35,7
Wynik KDPW przypadający GPW jako % wyniku grupy	10,6%	8,9%	3,7%	6,1%	7,7%	7,1%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%

Bilans [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	576,4	572,7	580,6	597,3	596,0	603,4	599,8	598,3	599,0	605,6	617,6	630,8
RZAT	124,0	119,8	125,2	119,1	112,3	113,6	110,4	107,9	105,8	103,7	101,7	99,7
WNIP	269,2	261,0	261,7	273,8	268,5	267,6	263,0	259,0	256,5	258,6	264,8	271,1
Inwestycje w jedn stowarzyszonych	158,5	188,1	188,6	197,2	206,6	213,6	217,8	222,7	228,1	234,7	242,5	251,4
Pozostałe aktywa trwałe	24,7	3,8	5,1	7,1	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6
Aktywa obrotowe	482,7	451,4	442,2	560,6	549,2	581,7	637,5	674,3	702,0	724,8	741,7	757,8
Zapasy	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Należności handlowe oraz pozostałe	34,8	42,6	81,3	113,3	53,3	50,7	53,0	54,5	55,8	57,1	58,2	59,4
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	446,8	495,6	530,7	583,9	619,2	645,6	667,1	682,8	697,8
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	1145,2	1185,1	1237,2	1272,6	1301,0	1330,4	1359,3	1388,6
Kapitał własny	638,1	700,5	721,3	745,3	808,7	848,4	899,8	934,4	962,1	990,9	1019,1	1047,7
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	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Niepodzielony wynik finansowy	571,8	633,6	655,4	679,7	743,1	782,7	834,0	868,5	896,2	924,8	952,9	981,4
Kapitał mniejszości	1,1	1,1	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3
Zobowiązania długoterminowe	249,6	259,4	258,8	143,4	261,0	261,1	261,2	261,3	261,4	261,5	261,6	261,7
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	244,1	244,3	243,9	123,5	243,5	243,5	243,5	243,5	243,5	243,5	243,5	243,5
Pozostałe zobowiązania dl. term.	5,5	15,1	14,9	19,9	17,6	17,7	17,8	17,8	17,9	18,0	18,1	18,2
Zobowiązania krótkoterminowe	171,4	64,3	42,7	269,2	75,5	75,6	76,2	76,8	77,4	78,0	78,6	79,2
Zobowiązania handlowe	12,7	10,0	8,6	6,4	6,8	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	7,6
Zobowiązania podatkowe	0,7	1,3	2,8	16,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Pozostałe zobowiązania	144,0	41,6	13,9	0,3	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Zobowiązania pracownicze	11,5	9,9	9,5	8,1	9,2	9,6	10,0	10,4	10,8	11,2	11,7	12,1
Zobowiązania % (kredyty, obligacje, leasing)	0,4	0,2	0,7	122,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Pasywa razem	1059,1	1024,2	1022,8	1157,8	1145,2	1185,1	1237,2	1272,6	1301,0	1330,4	1359,3	1388,6
Dług %	244,4	244,4	244,6	246,4	265,6	265,6	265,6	265,6	265,6	265,6	265,6	265,6
Dług netto [mln PLN]	-88,2	-156,1	-116,1	-200,7	-230,2	-265,4	-318,6	-353,9	-380,2	-401,8	-417,5	-432,4
Cash Flow [mln PLN]	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
CF operacyjny	175,7	161,7	93,1	205,8	147,0	158,1	174,0	178,2	182,0	185,2	187,7	190,5
CF inwestycyjny	-74,8	-23,1	-14,6	-14,5	-20,4	-30,6	-21,9	-22,7	-24,1	-28,3	-32,7	-33,3
CF finansowy	-44,4	-60,5	-107,2	-110,7	-77,6	-92,3	-99,0	-120,2	-131,5	-135,3	-139,4	-142,3
Zmiana netto środków pieniężnych	56,5	78,1	-28,7	80,7	49,0	35,1	53,2	35,3	26,3	21,6	15,7	14,9
Środki pieniężne sop	378,9	311,5	389,0	360,4	446,8	495,6	530,7	583,9	619,2	645,6	667,1	682,8
Środki pieniężne eop	436,3	389,0	360,4	446,8	495,6	530,7	583,9	619,2	645,6	667,1	682,8	697,8
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	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	17,4x	17,6x	16,0x	15,1x	12,9x	15,0x	13,2x	12,8x	12,4x	12,1x	11,8x	11,6x
EV/EBITDA	13,1x	11,1x	10,4x	9,7x	8,3x	9,0x	8,0x	7,8x	7,5x	7,3x	7,1x	7,0x
EV/EBIT	15,9x	13,5x	12,2x	11,3x	9,5x	10,7x	9,6x	9,3x	8,9x	8,6x	8,4x	8,2x
EV/S	6,7x	5,7x	5,7x	5,7x	5,0x	5,2x	4,8x	4,6x	4,4x	4,2x	4,1x	4,0x
P/BV	3,1x	2,8x	2,7x	2,7x	2,4x	2,3x	2,2x	2,1x	2,1x	2,0x	1,9x	1,9x
ROE	19,0%	16,8%	17,4%	17,9%	19,8%	15,9%	17,2%	16,9%	16,8%	16,8%	16,7%	16,5%
ROA	11,3%	10,8%	12,1%	12,0%	13,4%	11,3%	12,4%	12,3%	12,4%	12,5%	12,5%	12,4%
DPS	0,79	1,20	2,40	2,36	2,15	2,20	2,36	2,86	3,13	3,22	3,32	3,39
Dividend yield	1,7%	2,6%	5,1%	5,0%	4,6%	4,7%	5,0%	6,1%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%

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](#)

Marek Jurzec
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.jurzec@bdm.pl
IT

Piotr Jaromin
Asystent
tel. (032) 20-81-435
e-mail: piotr.jaromin@bdm.pl

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	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 1Q'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	2	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	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 jakiejkolwiek 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 z względu na 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 obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i 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 17.01.2018 roku (10:43 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.01.2018 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 wczytane 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 się 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/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 17.01.2018 roku:

- BDM nie 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.