

czwartek, 16 stycznia 2020 | raport analityczny

GPW: kupuj (nowa)

GPW PW; GPW.WA | Finanse, Polska

Dywidendowy lider z potencjałem wzrostu

Malejące obroty na rynku akcji oraz wygaśnięcie niektórych instrumentów na TGE są czynnikami, które znajdują swoje odbicie w malejących przychodach Grupy GPW. Dodatkowo w związku z realizacją strategii oraz budową własnej platformy transakcyjnej GPW wchodzi w czas podwyższonych kosztów i nakładów inwestycyjnych. Pomimo powyższych uważamy, że obecna cena GPW jest cały czas atrakcyjna i stanowi szansę inwestycyjną. GPW nie ma i nie będzie miała problemu z wygenerowaniem poziomu gotówki, który będzie pozwalał na wypłatę dywidendy na poziomie powyżej średniej dla operatorów giełdowych (6,1-6,3% vs średnia 3,2%). Zarząd w aktualizacji strategii mocno zakotwiczył oczekiwania rynkowe w tej kwestii. Co więcej, ani my, ani konsensus nie bierze pod uwagę przychodów z nowych źródeł obciążonych niepewnością takich jak: Giełda towarów rolnych, uruchomienie platformy OTF przez TGE, czy GPW Private Market. Naszym zdaniem ze względu na powyższe, ryzyka na przychodach są skierowane ku górze. Zakładamy przez nas neutralny wpływ dokończenia reformy OFE na polski rynek akcji oraz napływ świeżych środków z PPK, powinny mieć pozytywny wpływ na obroty na GPW, a także na akcje rodzimego operatora. Obecnie GPW jest notowana ze znacznym dyskontem w porównaniu do grupy porównawczej (-46% na P/E 2020). W przypadku poprawy płynności i materializacji pozytywnego scenariusza na przychodach, jest szansa na częściowe domknięcie różnicy w wycenach. Ostatecznie inicjujemy pokrycie analityczne Grupy GPW z rekomendacją kupuj i ceną docelową 47,82 PLN.

Nowe projekty jeszcze nie uwzględnione

Uważamy, że ryzyko na linii przychodów skierowane jest ku górze. W miarę urzeczywistniania się kolejnych projektów, prognozy przychodów mogą być podwyższane. Nowe projekty mogą dodawać od kilkunastu do kilkudziesięciu mln PLN powtarzalnych przychodów co oznaczałoby, że GPW pokazałaby wzrost w najbliższych latach. Przy realizacji pozytywnego scenariusza CAGR zysku netto w latach 2019-2021 potencjalnie wzrósłby z -5,5% do +9,7%. Szanse upatrujemy również w naszym konserwatywnym podejściu do wpływów z obrotu akcjami, zakładamy, że w 2020 r. obroty wzrosną o około 5%, każde dodatkowe 5 p.p. oznacza dodatkowe 4 mln PLN przychodów.

Najwyższa dywidenda i najniższa wycena

GPW jest jednym z najtańszych operatorów giełdowych, ze wskaźnikiem NTM P/E na poziomie 13,8x, czyli z 46% dyskontem do grupy porównawczej. Jednocześnie GPW oferuje najwyższą dywidendę na poziomie 6,1-6,3%, co czyni operatora atrakcyjną okazją inwestycyjną. FCF yield dla GPW wynosi 8,3% (na naszej prognozie na 2019), w porównaniu ze średnią spółek porównawczych na poziomie 3,3%. Oznacza to, że gdyby wycenić GPW na podstawie tego wskaźnika, to jedna akcja byłaby warta 102 PLN, czyli znacznie powyżej konsensusu oraz naszej ceny docelowej. Podsumowując GPW jest notowane mniej więcej z 50% dyskontem na większości wskaźników.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	352,0	346,8	326,5	319,5	333,8
EBITDA	215,9	204,7	180,0	161,4	169,7
marża EBITDA	61,3%	59,0%	55,1%	50,5%	50,9%
EBIT	186,2	173,0	147,6	127,0	132,8
Zysk netto	158,7	183,7	127,6	111,4	114,0
P/E	10,8	9,3	13,4	15,4	15,0
P/BV	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
EV/EBITDA	6,8	8,7	9,4	10,3	9,8
DPS	2,15	2,20	3,18	2,50	2,60
DYield	4,4%	5,5%	7,4%	6,1%	6,3%

Cena bieżąca	40,85 PLN
Cena docelowa	47,82 PLN
Kapitalizacja	1,73 mld PLN
Free float	1,12 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3,3 mln PLN

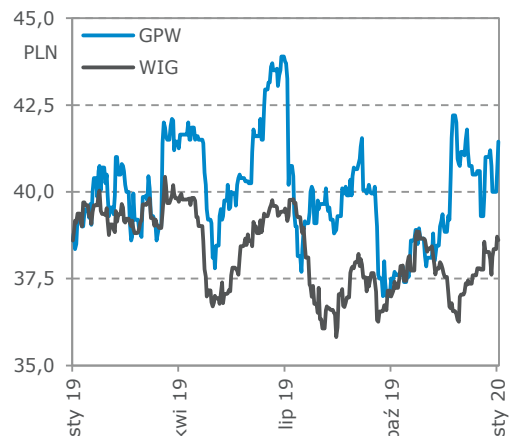
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	35,00%
NN OFE	7,73%
Aviva OFE	7,72%
Pozostali akcjonariusze	49,55%

Profil spółki

Grupa GPW jest największym operatorem giełdowym w regionie CEE. Źródłem przychodów Grupy jest obsługa rynków finansowych, towarowych oraz sprzedaż informacji. Charakterystyczną cechą spółki jest wysoki poziom generowanej gotówki oraz wysoka dywidenda.

Kurs akcji GPW na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
GPW	47,82	-	kupuj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
GPW	40,85	47,82	+17,1%

Analitik:

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), które przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

mBank S.A. pobiera wynagrodzenie od GPW za sporządzanie materiałów analitycznych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 16 stycznia 2020 o godzinie 08:31.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 16 stycznia 2020 o godzinie 08:31.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki GPW.

mBank S.A.
Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Research Department

Kamil Kliszc
director
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
energy, power generation

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
industrials, chemicals, metals

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
construction, real-estate development

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategy

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telco

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
industrials

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banks, financials

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
retail, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banks, financials

Sales and Trading

Traders

Piotr Gawron
director
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sales, Foreign Markets

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Private Client Sales

Kamil Szymański
director
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
deputy director
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl