

środa, 20 maja 2020 | aktualizacja raportu

GPW: trzymaj (obniżona)

GPW PW; GPW.WA | Finanse, Polska

Gorączka inwestorów indywidualnych

Od czasu naszej pozytywnej rekomendacji ze stycznia, notowania GPW pobiły indeks WIG o około 20%. Niewątpliwie GPW była bezpośrednim beneficjentem zamieszania na światowych rynkach, co znajduje potwierdzenie w rekordowych obrotach na rynku akcji, które rozpoczęły się w marcu i były kontynuowane w kwietniu. Część dodatkowych obrotów można przypisać do wzmożonej aktywności inwestorów indywidualnych, co dodatkowo będzie podbijało przychody z rynków finansowych w pierwszej połowie 2020 r., ze względu na wyższą prowizję. Wysoka zmienność promowała lokalny rynek derywatów. Solidne w Q1 zaprezentowała się również giełda towarowa TGE. Przestrzegamy przed nadmiernym optymizmem. Po pierwsze obecny spadek aktywności ekonomicznej z pewnością znajdzie swoje odzwierciedlenie w zużyciu energii elektrycznej i gazu, co może być widoczne w obrotach na TGE w dalszej części roku. Po drugie odpływ środków z funduszy akcyjnych, przerwanie implementacji PPK oraz niski poziom zaufania do rynku kapitałowego, mogą przełożyć się na strukturalnie niższe obroty na GPW w średnim terminie, zwłaszcza jeżeli minie „gorączka inwestorów indywidualnych”. Po trzecie podwyższamy naszą prognozę w obszarze kosztów osobowych oraz finansowych, co w krótkim terminie będzie mitygować efekt wzrostu obrotów. Zwracamy również uwagę na aspekt wycenowy, obecnie GPW jest notowana na 13,4x P/E, czyli blisko historycznych szczytów. Uważamy, że istnieje niewielka przestrzeń do wzrostu, ale o dużo wyższą wycenę może być trudno, biorąc pod uwagę „nieprzejmowność” polskiego operatora giełdowego. Ostatecznie obniżamy naszą cenę docelową do 41,56 PLN i zmieniamy rekomendację na trzymaj.

Korygujemy nasze prognozy na lata 2020-2021

Podwyższamy nasze prognozy na liniach przychodowych o odpowiednio 6,1% i 4,6% w latach 2020-21. W górę korygujemy też koszty odpowiednio o 4,5% i 3,2% w analogicznym okresie. W efekcie prognozowana EBITDA rośnie o 9,4% w 2020 i 7,5% w 2021 roku. Płaski zysk netto w 2020 r. podyktowany jest wyższymi kosztami finansowymi w związku z zaległym podatkiem VAT w IRGiT. Aktualnie GPW czeka przed sądem na indywidualną interpretację przepisów w tej sprawie.

Obroty w średnim terminie pod znakiem zapytania

Uważamy, że nie uda się utrzymać wolumenów w segmencie rynku finansowego w drugim półroczu. Co więcej, odpływy środków z funduszy inwestycyjnych negatywnie wpływają na potencjalne obroty w średnim i długim terminie. Dlatego urealniamy nasze założenia dotyczące obrotów w długim terminie, przyjmując długookresową wielkość obrotów na rynku akcji na poziomie 230 mld PLN rocznie.

Przedstawiamy również scenariusz negatywny

W swojej analizie przedstawiamy również scenariusz negatywny w którym zakładamy wolniejsze zbicie wskaźnika C/I do 50%, długookresowo niższe obroty na rynku akcji, jako wyraz trwałego pogorszenia się sentymentu do rynków kapitałowych oraz szybsze tempo wygaszenia handlu zielonymi certyfikatami. Przy zaimplikowaniu takiego scenariusza cena docelowa spada do 35,74 PLN, co oznaczałoby rekomendację redukcji.

(mIn PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	346,8	336,1	339,1	349,1	356,3
EBITDA	204,7	188,3	176,5	182,5	185,6
marża EBITDA	59,0%	56,0%	52,1%	52,3%	52,1%
EBIT	173,0	156,3	140,7	144,4	144,9
Zysk netto	183,7	119,3	110,4	121,6	124,0
P/E	9,1	14,1	15,2	13,8	13,5
P/BV	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8
EV/EBITDA	8,5	8,8	9,4	9,0	8,7
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	5,5%	7,4%	6,0%	6,3%	6,5%

Cena bieżąca	40,00 PLN
Cena docelowa	41,56 PLN
Kapitalizacja	1,68 mld PLN
Free float	1,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,5 mln PLN

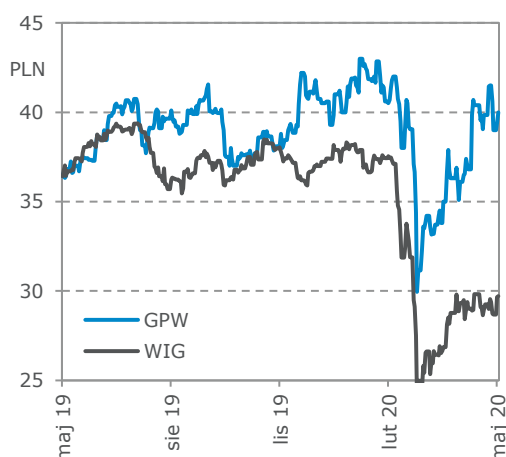
Struktura akcjonariatu

Skarb Państwa	35,00%
Pozostali akcjonariusze	65,00%

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	41,56	47,82	trzymaj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
GPW	40,00	41,56	+3,90%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	6,14%	4,59%	1,64%
EBITDA	9,37%	7,54%	0,74%
Zysk netto	-0,89%	6,69%	-1,73%

Analityk:

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

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – 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”), której 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 20 maja 2020 o godzinie 08:25.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 maja 2020 o godzinie 08:25.

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 świadczyć, 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
GPW

rekomendacja	kupuj
data wydania	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	47,82
kurs z dnia rekomendacji	40,85

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

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

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

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

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