



Biuro maklerskie

mBank.pl

środa, 30 września 2020 | aktualizacja raportu

GPW: sprzedaż (obniżona)

GPW PW; GPW.WA | Finanse, Polska

Ktoś zabrał kawałek tortu

Wysoka zmienność, obrót i aktywność inwestorów indywidualnych sprawiły, że GPW odnotowuje w tym roku bardzo dobre wyniki z rynków finansowych, czego nie doszacowaliśmy w naszych estymacjach, dlatego podnosimy prognozy przychodów na 2020 rok o 12,5%, co dzięki dźwigni operacyjnej przekłada się na wzrost o 25% prognozowanego zysku netto. Po stronie kosztów nasze zmiany mają charakter kosmetyczny bez większego wpływu na całą prognozę. Patrząc w przyszłość widzimy jednak trudności stojące przed GPW. Obecnie negocjowana umowa między rządem a górnikiem zakłada między innymi zniesienie obliża giełdowego dla handlu energią elektryczną. W efekcie od 2021 roku przychody płynące z TGE mogłyby zauważalnie spaść. W prognozie krótkoterminowej byłoby zniwelowane wyższymi prognozami dla rynków finansowych, jednak w długim okresie spadki byłyby odczuwalne. W scenariuszu bazowym zakładamy, że spadek przychodów w związku z brakiem obliża mógłby wynieść około 5,6%, co w połączeniu z wyżej wspomnianą dźwignią operacyjną oznacza silny negatywny wpływ na wynik netto. Dodatkowo zwracamy uwagę na jeszcze jeden aspekt, który zmienia nasze nastawienie do GPW. Wycena lokalnego operatora giełdowego znalazła się na historycznych szczytach. Na P/E GPW jest obecnie notowana na 15,8x, zaś wg naszych szacunków wycena na 2021 oscyluje w okolicy 15,7x. Pod względem stopy dywidendy inwestycja w GPW również traci na atrakcyjności przy obecnych poziomach, jeszcze niedawno Dyield na 2021 rok oscylował w granicach 6-7%, dzisiaj zbliża się do 5%. Z uwagi na poniższe czynniki, pomimo dobrych wyników w 2020 roku, obniżamy wycenę do 39,19 PLN i rekomendację do sprzedaż.

Możliwy koniec obliża

Ostateczne decyzje dotyczące obliża jeszcze nie zapadły, jednakże zakładamy, że obrót spraw będzie niekorzystny dla TGE. Koniec 100% obliża giełdowego na handel energią elektryczną oznacza spadek przychodów o około 5% z tytułu obrotu i 3% z tytułu rozliczeń transakcji. W naszym bazowym scenariuszu przyjmujemy, że obliżo zostanie utrzymane na poziomie 30%, co będzie oznaczać spadek przychodów o około 5,6% w długim okresie, co mocno wpływa na wycenę GPW. Przy pozostawieniu obliża bez zmian nasza cena docelowa wzrosłaby do 42,57 PLN, co implikowałoby rekomendację redukuj. Widać, więc, że nawet bez ubytku w przychodach obecna wycena GPW jest przeciętną okazją inwestycyjną. W przypadku całkowitego zniesienia obliża zakładamy, że przychody Grupy spadłyby o około 8%, a cena docelowa wyniosłaby 37,79 PLN.

Rekordowa wycena

Na kroczącym P/E GPW jest obecnie wyceniana na 15,8x, co jest oznacza zbliżenie się do historycznych szczytów okolicach 16,0x. Uważamy, że obecna wycena jest zbyt wysoka, zwłaszcza biorąc pod uwagę możliwy koniec obliża giełdowego na handel energią elektryczną. Zgodnie z naszą prognozą na 2021 rok, GPW jest obecnie wyceniana na poziomie 15,7x, czyli dużo powyżej historycznych poziomów (+50% wobec 5 letniej średniej).

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	346,8	336,1	381,4	355,1	358,4
EBITDA	204,7	188,3	211,8	188,0	187,3
marża EBITDA	59,0%	56,0%	55,5%	52,9%	52,3%
EBIT	173,0	156,3	176,0	149,9	146,6
Zysk netto	183,7	119,3	138,3	125,9	125,3
P/E	10,8	16,6	14,3	15,7	15,8
P/BV	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1
EV/EBITDA	9,9	10,3	9,1	10,1	10,1
DPS	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
DYield	5,5%	7,4%	5,1%	5,3%	5,5%

Cena bieżąca	47,10 PLN
Cena docelowa	39,19 PLN
Kapitalizacja	1,96 mld PLN
Free float	1,27 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	6,0 mln PLN

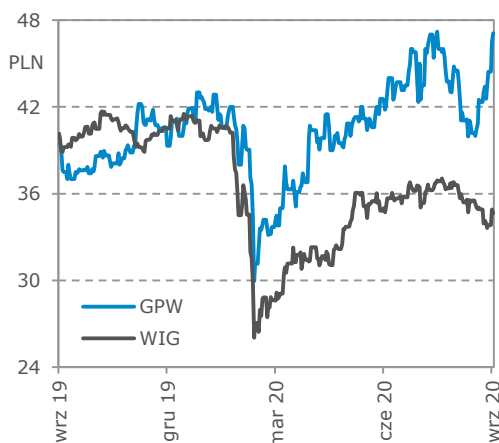
Struktura akcjonariatu

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	39,19	41,56	sprzedaż	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
GPW	47,10	39,19	-16,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	+12,47%	+1,71%	+2,27%
EBITDA	+19,99%	+3,00%	+1,66%
Zysk netto	+25,25%	+3,56%	-0,67%

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**PRZEWAGAŻENIE (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**NIEDOWAGAŻENIE (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:

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, Sygnty, 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, Sygnty, 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.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 30 września 2020 o godzinie 08:20.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 30 września 2020 o godzinie 08:20.

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	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-20	2020-01-16
cena docelowa (PLN)	41,56	47,82
kurs z dnia rekomendacji	40,00	40,85



mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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