

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 górnikami 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

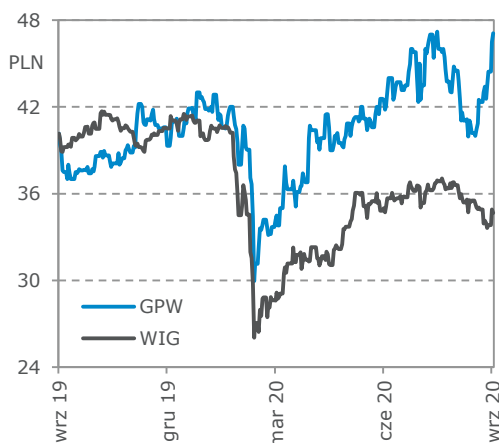
Struktura akcjonariatu

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%

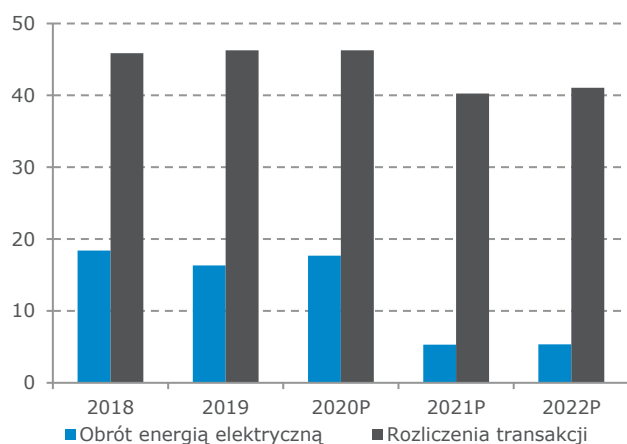
Analitik:

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

Koniec obliga giełdowego dla energii elektrycznej

Na początku września Ministerstwo Klimatu złożyło projekt ustawy, która likwidowałaby obligo giełdowe na handel energią elektryczną. Zgodnie ze słowami wiceministra aktywów państwowych, ustawa ma wejść w życie jak najszybciej. Następnie pod koniec września do umowy społecznej z górnikiem wpisano rezygnację z obliga. Rozmowy w tej sprawie cały czas się toczą i ostateczny kształt zmian dotyczących obliga jest niewiadomy, w swoim bazowym scenariuszu zakładamy, że obligo zostanie zredukowane z 100% do 30%. Całkowite odejście od handlu energią elektryczną poprzez TGE oznacza około 5% ubytek w przychodach całej Grupy tylko w związku z obrotem. Dodatkowo zmniejszyłby się przychód z tytułu rozliczania transakcji przez IRGiT, co zmniejszyłoby przychody GPW o około 2-3%. W naszej prognozie przyjmujemy, począwszy od 2021 roku, trwały spadek przychodów o około 5-6%.

Przychody z obrotu energią elektryczną na TGE i rozliczeń transakcji przez IRGiT (mln PLN)



Źródło: GPW, mBank

Wysoka wycena

Wycenowo GPW jest notowana blisko swoich historycznych maksimów. Na P/E spółka jest obecnie wyceniana na 15,8x, czyli blisko historycznych maksimów. Co więcej na 2021 rok, nasza nowa prognoza implikuje wycenę na P/E w okolicach 16x. Jeżeli popatrzymy na wycenę NTM P/E mówimy o wycenie powyżej 14x, co nie jest tożsame z historycznymi maksimami, ale zdecydowanie bije średnią z ostatnich 5 lat.

Prognozowana stopa dywidendy spada poniżej 6%, co może być relatywnie niskim poziomem wśród spółek finansowych, jeżeli KNF zgodzi się na wypłatę dywidendy przez sektor bankowy w 2021 roku. Zwracamy też uwagę na zachowanie kursów YTD innych giełd. Średnio grupa porównawcza pokazała zwrot na poziomie 12,5%, wobec 26,5%, które zaoferowała GPW (łącznie z dywidendą).

Wskaźnik NTM P/E na tle 5 letniej średniej



Źródło: Bloomberg, mBank

Dywidenda zgodnie ze strategią

Pomimo bardzo dobrego wyniku w 1H'20 na konferencji wynikowej zarząd bezpośrednio dał do zrozumienia, że rekomendacja dotycząca przyszłorocznej dywidendy będzie zgodna z obowiązującą strategią tj. DPS 2,50 PLN, co przy obecnym kursie oznacza stopę dywidendy na poziomie około 5%. Nie jest to poziom tak atrakcyjny, jak było to w marcu-kwietniu, dlatego, wobec bardzo dobrych wyników i dobrej sytuacji bilansowej, z pewną rezerwą przyjmujemy zakotwiczenie oczekiwań dywidendowych na dotychczasowym poziomie. Przyjmujemy, że zarząd buduje nadwyżkę gotówki na gorsze czasy lub fuzje i przejęcia.

Wycena

Wartość GPW szacujemy na podstawie modelu DCF i modelu zdyskontowanych dywidend. Cenę docelową akcji GPW szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 39,19 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena DDM	50%	34,24
Wycena DCF	50%	39,45
cena wynikowa		36,85
cena docelowa za 9 m-cy		39,19

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Przyjmujemy premię za ryzyko w wysokości 5,0%.
- Przyjmujemy wartość beta na poziomie 1,0x.
- Dodajemy premię 0,5% za status spółki Skarbu Państwa.
- Korygujemy net cash o wypłatę dywidendy.
- Zakładamy net cash w okresie prognozy.
- Zakładamy, że stosunek capex/przychody od 2024 r. będzie schodził w kierunku 8,0%.
- Do liczenia wartości rezydualnej przyjęliśmy FCF z 2029 roku pomniejszony o 30 mln PLN związane z wygaśnięciem handlu zielonymi certyfikatami.
- Zakładamy wzrost rezydualny 2,0%.

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029+
Przychody	381	355	358	361	359	359	358	357	356	356	
zmiana		-6,9%	0,9%	0,7%	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	0,0%	
EBITDA	212	188	187	189	196	201	204	204	201	203	
marża EBITDA	55,5%	52,9%	52,3%	52,3%	54,6%	56,0%	57,1%	57,2%	56,4%	57,0%	
Amortyzacja	-36	-38	-41	-43	-39	-37	-35	-33	-32	-28	
EBIT	176	150	147	146	157	164	170	171	169	174	
marża EBIT	46,2%	42,2%	40,9%	40,4%	43,6%	45,8%	47,5%	47,9%	47,5%	49,0%	
Opodatkowanie EBIT	-37	-31	-31	-31	-33	-35	-34	-34	-34	-35	
NOPLAT	139	118	116	115	124	130	136	137	135	140	
CAPEX	-40	-32	-36	-36	-34	-33	-32	-31	-30	-28	
Kapitał obrotowy	-18	3	0	0	0	0	0	0	0	0	
FCF	117	127	120	122	129	134	139	139	137	140	1 564
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
współczynnik dyskonta	0,98	0,90	0,82	0,76	0,69	0,64	0,58	0,54	0,49	0,45	
PV FCF	115	114	99	92	90	85	81	74	67	63	
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2%
Wartość rezydualna (TV)	1 564
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	705
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	880
Dług netto	-71
Udziały w spółkach	
Wartość firmy	1 656
Liczba akcji skorygowana (mln)	41,97
Ostateczna wartość firmy na akcję	39,45
9-miesięczny koszt kapitału własnego	8,5%
Cena docelowa (PLN)	41,97

EV/EBITDA('20) dla ceny docelowej	7,82
P/E('20) dla ceny docelowej	14,76
Udział TV w EV	43%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC +1,0 p.p.	32,14	33,74	35,77	38,45	42,15
WACC +0,5 p.p.	33,42	35,17	37,40	40,35	44,45
WACC	34,80	36,73	39,19	42,49	47,1
WACC -0,5 p.p.	36,31	38,44	41,19	44,9	50,18
WACC -1,0 p.p.	37,96	40,33	43,43	47,67	53,84

Metoda zdyskontowanych dywidend

(PLN)	wycena	%
Etap I (2021-22)	4,18	12,2%
Etap II (2023-2029)	11,01	32,2%
Wartość rezydualna	19,04	55,6%
Wartość godziwa kapitałów własnych	34,24	
9-miesięczny koszt kapitału własnego	8,5%	
Cena docelowa	36,42	

Rachunek wyników

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprzedaży	352,0	346,8	336,1	381,4	355,1	358,4
rynek finansowy	208,8	191,9	185,0	236,3	226,2	227,1
rynek towarowy	142,1	153,6	149,9	143,7	127,7	130,1
pozostałe przychody	1,0	1,4	1,2	1,4	1,2	1,2
EBITDA	215,9	204,7	188,3	211,8	188,0	187,3
zmiana	15,6%	-5,2%	-8,0%	12,5%	-11,2%	-0,4%
marża	61,3%	59,0%	56,0%	55,5%	52,9%	52,3%
Amortyzacja śr. trwałych	29,7	31,8	32,0	35,8	38,1	40,7
EBIT	186,2	173,0	156,3	176,0	149,9	146,6
zmiana	15,9%	-7,1%	-9,6%	12,6%	-14,8%	-2,2%
marża	52,9%	49,9%	46,5%	46,2%	42,2%	40,9%
Wynik na działalności finansowej	-5,6	45,3	-16,6	-14,0	-3,5	-1,0
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	10,1	10,6	11,3	13,0	13,0	13,0
Zysk brutto	191,0	226,0	149,8	175,0	159,4	158,6
Podatek dochodowy	-32,3	-42,3	-30,5	-36,8	-33,5	-33,3
Zysk netto	158,7	183,7	119,3	138,3	125,9	125,3
zmiana	36,3%	15,7%	-35,0%	15,9%	-8,9%	-0,5%
marża	45,1%	53,0%	35,5%	36,3%	35,5%	35,0%
Liczba akcji na koniec roku skor. (mln)	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
EPS	3,8	4,4	2,8	3,3	3,0	3,0
ROE	20,7%	21,8%	13,6%	15,5%	13,7%	13,3%
ROA	13,8%	15,5%	9,6%	10,8%	9,6%	9,4%

Bilans

(mIn PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
AKTYWA	1147,1	1217,4	1256,8	1301,6	1318,2	1333,6
Majątek trwały	596,4	580,5	590,1	593,3	588,6	587,7
Rzeczowe aktywa trwałe	110,8	108,2	102,0	109,2	107,1	104,3
Wartości niematerialne i prawne	268,0	254,6	246,6	242,1	244,2	248,2
Udziały w innych podmiotach	207,4	207,3	214,3	214,3	214,3	214,3
Pozostałe aktywa trwałe	10,2	10,5	27,2	27,6	23,0	20,8
Majątek obrotowy	550,7	636,9	666,7	708,3	729,6	745,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	64,1	70,7	47,6	74,2	69,0	69,7
Pozostałe aktywa obrotowe	0,1	377,6	337,7	333,4	333,4	333,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	486,5	188,7	281,3	300,7	327,1	342,8

(mIn PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
PASYWA	1147,1	1217,4	1256,8	1301,6	1318,2	1333,6
Kapitał własny	799,5	887,8	873,5	910,9	931,9	948,1
Kapitał akcyjny	798,9	887,2	872,9	910,3	931,3	947,5
Kapitał mniejszości	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania długoterminowe	270,8	269,0	283,5	283,3	281,8	281,0
Pożyczki i kredyty	243,6	244,0	244,4	244,4	244,4	244,4
Pozostałe	27,2	25,1	39,2	38,9	37,4	36,7
Zobowiązania krótkoterminowe	76,8	60,6	99,8	107,4	104,5	104,5
Pożyczki i kredyty	2,0	1,9	7,1	6,4	6,0	5,7
Zobowiązania handlowe i pozostałe zobowiązania	34,3	22,9	28,7	37,1	34,5	34,8
Pozostałe	40,6	35,8	64,0	64,0	64,0	64,0
Dług	245,5	245,9	251,5	250,8	250,4	250,1
Dług netto	-240,9	57,2	-29,8	-49,9	-76,8	-92,7
(Dług netto / Kapitał własny)	-30,1%	6,4%	-3,4%	-5,5%	-8,2%	-9,8%
(Dług netto / EBITDA)	-112%	28%	-16%	-24%	-41%	-50%
BVPS	19,05	21,15	20,81	21,70	22,20	22,59

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	169,9	136,5	191,1	177,8	165,6	162,9
Zysk netto	158,7	183,7	119,3	138,3	125,9	125,3
Amortyzacja	29,7	31,8	37,1	40,8	43,1	45,7
Kapitał obrotowy	-0,4	-26,8	57,3	-18,9	2,9	-0,5
Pozostałe	-18,1	-52,1	-22,6	17,6	-6,3	-7,6
Przepływy inwestycyjne	-186,6	-84,2	44,4	-39,5	-29,9	-36,3
CAPEX	-9,8	-11,5	-16,7	-44,0	-40,0	-44,0
Inwestycje kapitałowe	0	0	0,0	1,0	2,0	3,0
Pozostałe	-176,9	-72,6	61,2	4,5	10,1	7,7
Przepływy finansowe	-99,8	-99,7	-142,7	-118,9	-109,3	-110,9
Emisja akcji	0	0	0	0	0	0
Dług	0	0	0	0	0	0
Dywidenda (buy-back)	-90,3	-92,3	-133,4	-100,7	-104,9	-109,1
Pozostałe	-9,5	-7,3	-9,2	-18,2	-4,4	-1,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-116,5	-47,3	92,9	19,4	26,4	15,7
Środki pieniężne na koniec okresu	246,4	188,8	281,3	300,7	327,1	342,8
DPS (PLN)	2,15	2,20	3,18	2,40	2,50	2,60
FCF	229,9	123,2	168,6	117,2	127,1	120,2
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	3,3%	5,0%	11,5%	11,3%	12,3%

Wskaźniki rynkowe

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	12,5	10,8	16,6	14,3	15,7	15,8
P/BV	2,5	2,2	2,3	2,2	2,1	2,1
P/S	5,6	5,7	5,9	5,2	5,6	5,5
FCF/EV	13,2%	6,1%	8,7%	6,1%	6,7%	6,4%
EV/EBITDA	8,0	9,9	10,3	9,1	10,1	10,1
EV/EBIT	9,3	11,8	12,5	11,0	12,7	12,9
EV/S	4,9	5,9	5,8	5,1	5,4	5,3
DYield	4,4%	5,5%	7,4%	5,1%	5,3%	5,5%
Cena (PLN)	47,1	47,1	47,1	47,1	47,1	47,1
Liczba akcji na koniec roku skor. (mln)	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
MC (mln PLN)	1976,9	1976,9	1976,9	1976,9	1976,9	1976,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV (mln PLN)	1736,5	2034,6	1947,7	1927,5	1900,7	1884,8

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**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, 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.

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