



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW GPW – 4Q'19



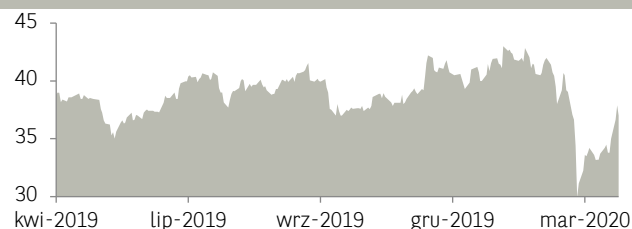
2020-04-08 13:07

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	37,1
Kapitalizacja (mln zł)	1 557,2
Free float	54,9
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	2,1
P/E	13,1
P/BV	1,81

### Notowania GPW za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 4Q19

PLNm	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	88,5	84,2	89,1	82,5	80,3	-9%	-3%	78,9	2%
Koszty operacyjne	-42,4	-54,3	-43,3	-36,1	-47,4	12%	31%		
EBITDA	52,7	38,6	57,6	55,9	41,3	-22%	-26%	43,8	-6%
EBIT	44,8	29,4	48,2	47,0	31,7	-29%	-33%	34,5	
<b>Zysk netto</b>	<b>37,1</b>	<b>24,5</b>	<b>42,6</b>	<b>41,1</b>	<b>11,2</b>	<b>-70%</b>	<b>-73%</b>	<b>29,5</b>	<b>-62%</b>
Marża EBITDA	60%	46%	65%	68%	51%	-9 pp.	-17 pp.		
Marża EBIT	51%	35%	54%	57%	40%	-11 pp.	-17 pp.		
Marża zysku netto	42%	29%	48%	50%	14%	-28 pp.	-36 pp.		

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Giełdy Papierów Wartościowych w ostatnim kwartale ubiegłego roku na poziomie zysku netto (11,2 mln zł) okazały się być znacząco poniżej oczekiwań (29,5 mln zł). Niemniej jednak porównanie to pozostaje mylące, gdyż konsensus nie zakładał ogłoszonego przez GPW wcześniej zawiązania rezerwy w kwocie 15,5 mln zł na potencjalne zobowiązania z tytułu podatku VAT w spółce zależnej IRGIT. Korygując zysk netto o powyższy czynnik jednorazowy, wynik netto okazał się jednakże i tak niższy o 20% od konsensusu, pomimo osiągnięcia przychodów na poziomie 80,3 mln zł, czyli o 2% wyższych od oczekiwań. Powyższe miało miejsce głównie ze względu na wzrost kosztów operacyjnych, które rosły szybciej niż przychody.

*Wyniki obciążone zdarzeniem jednorazowym*

Wśród składowych kosztów operacyjnych, które wzrosły w IV kw. ubiegłego roku o 31% kw/kw i o 12% r/r, przede wszystkim uwagę zwracają koszty osobowe i koszty usług obcych. Wzrost kosztów osobowych wynika głównie z wzrostu liczby pracowników, co związane jest z projektami technologicznymi GPW, które wymagają pozyskania specjalistów. Obecna sytuacja związana z pandemią i napięta sytuacja na rynku pracy sprawia, iż według zarządu spółki, podaż pracowników jest duża. Wzrost kosztów usług obcych do 15,3 mln zł (+28,1% r/r i +33,0% k/k) wynika m.in. z wyższych kosztów utrzymania infrastruktury IT, wprowadzenia pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego i kosztów doradztwa zewnętrznego. Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego zdaniem zarządu przynosi pozytywne rezultaty zwiększając zainteresowanie inwestorów małymi spółkami, co przekłada się na wzrost płynności. Koszt programu to ok. 1,5 – 2 mln zł rocznie. Uwagę zwraca komentarz Prezesa wskazujący, iż rok bieżący oraz przyszły, mogą przynieść najwyższy poziom wskaźnika Cost/Income w GK w związku z szeregiem podjętych projektów, co należy mieć na uwadze.

*Wysoka presja kosztowa w kolejnych kwartałach*

Ostatni rok ze względu na konsolidację na rynku sprzyjał niższej aktywności inwestorów. Wartość obrotów sesyjnych na Głównym Rynku wyniosła 45 mld zł w IV kwartale wobec 49 mld zł w analogicznym okresie roku poprzedniego. W całym roku wartość obrotów spadła o 6,3%. Względnie stabilnie prezentuje się za to udział firm działających w ramach programów HVP i HVF w obrotach na rynku (10,5% w całym 2019 roku vs. 9,3% w 2018 roku). Całkowity wolumen instrumentami



pochodnymi w 2019 r. wyniósł 7,0 mln szt., co oznacza spadek o 14,5% r/r z 8,2 mln szt. w 2018 r.

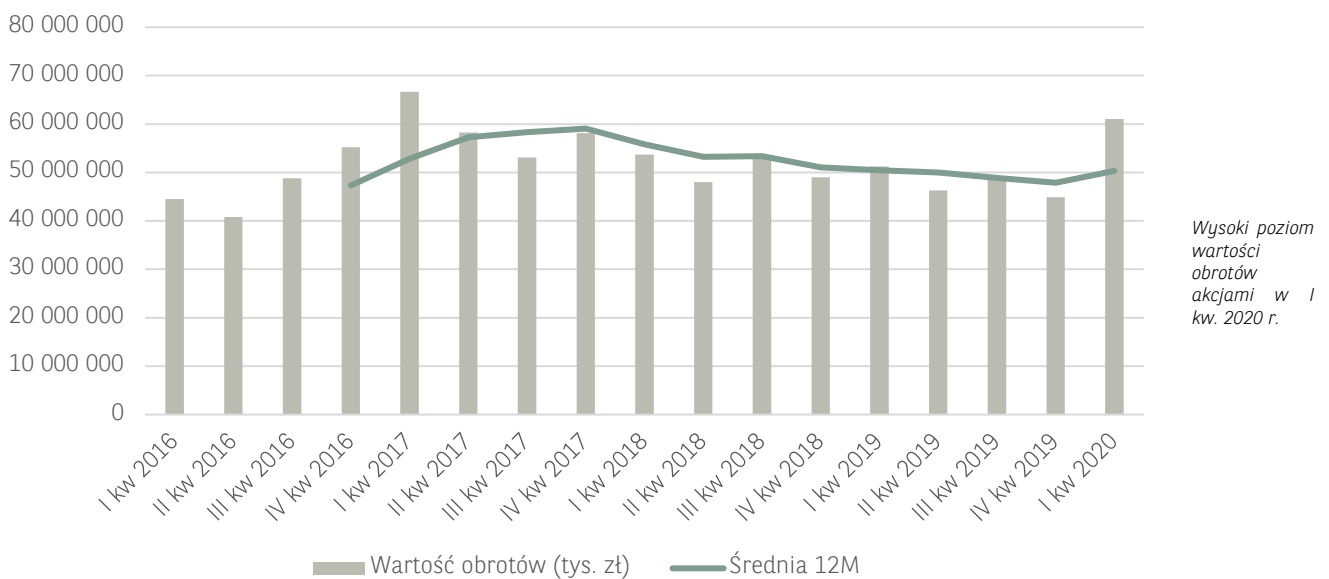
W segmencie obrotu energią elektryczną, gazem ziemnym i prawami majątkowymi w szczególności pozytywnie wyróżnił się wolumen energią elektryczną, który wyniósł w całym 2019 roku 228,9 TWh, co jest najlepszym wynikiem w historii notowań TGE. Całkowity wolumen transakcji zawartych na rynkach gazu ziemnego w 2019 r. wyniósł 146,1 TWh (+2,0% r/r), co również jest najlepszym wynikiem w historii notowań na TGE.

Przychody z tytułu obsługi emitentów systematycznie spadają, co nie jest zaskoczeniem. Niska wartość nowych IPO oraz coraz to niższa liczba spółek notowanych na Głównym Rynku wpływa na spadek przychodów, które wyniosły 4,3 mln zł w IV kw. (-24,4% r/r).

*Niższa liczba notowanych spółek.*

Pozytywnie wyróżnia się natomiast sprzedaż danych rynkowych, co stanowi dla Grupy Kapitałowej GPW stabilne źródło przychodów. W IV kw. 2019 roku GPW z tego tytułu zanotowała przychody na poziomie 12,2 mln zł, czyli najwyższym w historii GK GPW.

### Transakcje sesyjne - akcje



*Wysoki poziom wartości obrotów akcjami w I kw. 2020 r.*

Opublikowane dzisiaj wyniki odbieramy jedynie nieznacznie negatywnie. Kluczowe dla wyceny akcji GPW pozostają perspektywy najbliższych kwartałów. Kryzys związany z pandemią koronawirusa na całym świecie, przełożył się na dynamiczne zmiany cen aktywów na rynkach finansowych, a to w marcu doprowadziło do wzmożonej aktywności inwestorów na GPW, co pokazują bardzo wysokie wartości obrotów akcjami jak i instrumentami pochodnymi w tym okresie. Aktualnie obserwujemy także duży wzrost liczby zakładanych nowych rachunków maklerskich, na niespotykaną w ostatnich latach skalę. Powyższe pozwala oczekiwać, iż wraz z utrzymującą się wysoką zmiennością w drugim kwartale bieżącego roku, także i kolejne trzy miesiące będą charakteryzować się bardzo wysokim poziomem obrotów. Naszym zdaniem z tego powodu pierwsze półrocze pod kątem wyników powinno być dobre dla GPW, co będzie wspierać kurs akcji w najbliższym okresie.



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>

Zespół Maklerów	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Produktów Emisyjnych	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozdz@bnpparibas.pl">ewa.drozdz@bnpparibas.pl</a>
Michał Osiecki	22 566 97 34	<a href="mailto:michal.osiecki@bnpparibas.pl">michal.osiecki@bnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

#### **SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

#### **SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>





## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before Interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług







## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączeni na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BNP Paribas Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BNP Paribas Bank Polska S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

