



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

GPW – 1Q'20

2020-05-15 12:24



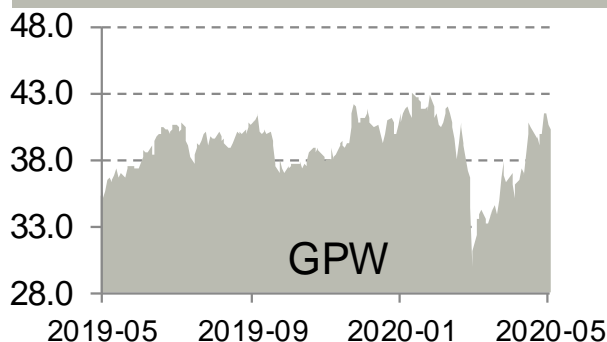
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	40.20
Kapitalizacja (mln zł)	1,687.3
Free float	100.0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	2.2
P/E	13.6
EV/E BITDA	6.96

### Notowania spółki



## WYNIKI 1Q20

PLNm	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	84,2	89,1	82,5	80,3	97,0	15%	21%	93,0	4%
Koszty operacyjne	-54,3	-43,3	-36,1	-47,4	-56,1	3%	18%		
EBITDA	38,6	57,6	55,9	41,3	50,0	30%	21%	45,6	10%
EBIT	29,4	48,2	47,0	31,7	40,3	37%	27%	36,1	12%
<b>Zysk netto</b>	<b>24,5</b>	<b>42,6</b>	<b>41,1</b>	<b>11,2</b>	<b>29,3</b>	<b>20%</b>	<b>162%</b>	<b>30,0</b>	<b>-2%</b>
Marża EBITDA	45,8%	64,6%	67,8%	51,4%	51,5%	+5,7 pp.	+0,1 pp.	49%	+2,5 pp.
Marża EBIT	34,9%	54,0%	57,0%	39,5%	41,5%	+6,6 pp.	+2,0 pp.	39%	+2,7 pp.
Marża zysku netto	29,1%	47,7%	49,8%	14,0%	30,2%	+1,2 pp.	+16,2 pp.	32%	-2,1 pp.

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty 1Q20 okazały się być rynkowych oczekiwań – z uwagi na wysokie obroty na rynku finansowym oraz utrzymanie poziomu obrotów na rynku towarowym GPW wyraźnie poprawiła przychody, co przy stabilnych kosztach operacyjnych przełożyło się na wysokie dynamiki zysku operacyjnego. Na poziomie wyniku netto ujemny wpływ miała wysoka stawka podatku dochodowego oraz zwiększenie rezerw na potencjalne zobowiązania z tytułu podatku VAT w spółce zależnej (IRGiT). wpływu standardu rachunkowego MSSF16 i księgowania ujemnych różnic kursowych z wyceny zobowiązań leasingowych. Osiągnięte rezultaty oceniamy pozytywnie i podtrzymujemy naszą pozytywną ocenę spółki również z uwagi na utrzymanie wysokich obrotów w II kwartale oraz silną pozycję gotówkową GPW pozwalającą na sfinansowanie inwestycji i wypłatę rosnącej dywidendy (propozycja zarządu to 2,4 PLN na akcję, DY = 6,0%).

Wzrost zmienności na rynku finansowym i zwiększenie zainteresowania się inwestorów indywidualnych inwestycjami na giełdzie (+56,6 tys. nowych rachunków maklerskich w kwartale) przełożyło się na większe obroty sesyjne na GPW (+19,2% r/r), rekordowe obroty na rynku NewConnect (+242% r/r) ale także zainteresowaniem pozostałymi instrumentami. Całkowity wolumen obrotu instrumentami pochodnymi w I kwartale wyniósł 3,1 mln szt. (+80,8% r/r), obrót produktami strukturyzowanymi i ETFami były historycznie najwyższe rosnąc odpowiednio o 229% i 417% r/r. W efekcie przychody w tym segmencie były wyższe o prawie 30% r/r i wyniosły 41,5 mln zł. Ponadto **wzrost udziału inwestorów indywidualnych w obrocie oznacza większą liczbę**

*Wyniki 1Q'20 powyżej konsensusu, wynik netto obciążony rezerwami na podatek*

*Utrzymujemy pozytywną ocenę spółki*

*Wysoki wzrost obrotów na rynku finansowym....*



**mniejszych transakcji, co sprzyja osiągniętej rentowności.** Przychody z obsługi emitentów oraz z sprzedaży informacji były zbliżone r/r z uwagi na małą liczbę IPO i tylko niewielki wzrost bazy dystrybutorów danych.

W segmencie obrotu energią elektryczną, gazem ziemnym i prawami majątkowymi utrzymane zostały zbliżone wolumeny q/q, co jednak oznaczało ich wzrost o 50% w obszarze energii elektrycznej, o 40% w obszarze gazu ziemnego, o 27,6% w obszarze praw majątkowych efektywności energetycznej i 13% w obszarze praw majątkowych dla OZE. Przy czym łączny wolumen praw majątkowych spadł o 39% r/r z uwagi na zakończenie obrotu w 2Q'19 prawami związanymi z kogeneracją (wygaśnięcie wsparcia regulacyjnego dla tego biznesu). Powyższe statystyki przełożyły się na 19% wzrost przychodów obszaru TGE, dodatkowo o 20% wyższe były przychody z rozliczenia transakcji.

*... jak i towarowym*

Wśród składowych kosztów operacyjnych, które wzrosły w I kw. ubiegłego roku o 3,2% r/r, przede wszystkim uwagę zwracają koszty osobowe (+14,7% r/r) i koszty usług obcych (+12,5% r/r). Wzrost kosztów osobowych wynika głównie z wzrostu liczby pracowników, co związane jest z projektami technologicznymi GPW, które wymagają pozyskania specjalistów. Wzrost kosztów usług obcych wynika m.in. z wyższych kosztów utrzymania infrastruktury IT wprowadzenia pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego i kosztów doradztwa zewnętrznego. Powyższe zostało w znacznej mierze zrównoważone niższymi kosztami promocji/szkoleń (wpływ epidemii) oraz niższą o prawie 3 mln zł opłatą na rzecz KNF. W efekcie wysokich przychodów wskaźnik kosztów do przychodów obniżony został z 64,5% do 57,8% w ujęciu r/r.

*Wzrost kosztów osobowych zrównoważony niższą opłatą dla KNF*

Na poziomie netto zwracamy uwagę na obciążenie wyniku zawiązaniem rezerwy w kwocie 7,0 mln zł z tytułu potencjalnego zobowiązania wynikającego z podatku VAT w spółce zależnej Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych. Z drugiej strony zwracamy uwagę na podwojenie (+1 mln zł) wyników w spółkach zależnych rozliczanych metodą praw własności (KDPW, Polska Agencja Ratingowa, Centrum Giełdowe)

Jeżeli chodzi o cash flow z działalności operacyjnej to GPW wypracowało 67,1 mln zł i był to spadek z ponad 102 mln zł przed rokiem, który wynikał ze zmian w kapitale obrotowym (wyższa płatność należności, mniejszy wzrost zobowiązań).

#### **Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:**

- Perspektywy obrotów na rynku finansowym: zarząd oczekuje, że niskie stopy procentowe, niskie wyceny na giełdzie oraz obecność spółek nowych technologii będą nadal przyciągać inwestorów indywidualnych na giełdę. Z drugiej strony jest ryzyko iż spadek zmienności może przełożyć się na zmniejszenie aktywności inwestorów w 2H. GPW ma nadzieję, że reforma OFE nie odsunie się za daleko (podaż akcji z suwaka jest negatywna dla giełdy), podobnie z opóźnieniem wprowadzanie PPK (ogólnie pozytywnie ale nie mają szczegółowych danych wpływu na obroty).
- Rezerwę na zobowiązania z tytułu VAT można podzielić na: 3,9 mln zł – aktualizacja wartości zobowiązania na koniec roku i 3,1 mln zł – odsetki za 1Q'20. Wg zarządu do końca roku należy się spodziewać ok. 3 mln zł odsetek kwartalnie – potem zobowiązanie się przedawni (z 2015 r.). Z doradcą podatkowym trwają prace nad ustaleniem rozliczania VAT, GPW czeka na rozprawę przed sądem ws. indywidualnej interpretacji podatkowej.
- Wykorzystanie gotówki: głównym celem jest wypłata rosnącej dywidendy i inwestycje w nowe projekty. Spółka utrzymuje środki tylko na bezpiecznych lokatach (banki, obligacje korporacyjne i skarbowe o wysokim ratingu inwestycyjnym, zastanawiają się nad ETFami na obligacje skarbowe). Z uwagi na spadek rentowności zmniejszeniu mogą ulec w kolejnych kwartałach przychody finansowe.
- Rynek rolny: w okresie pilotażu nie ma opłat transakcyjnych (ale jest finansowany z grantu NCBiR więc część kosztów jest refinansowana), pilotaż trwa do sierpnia na 1 produkcie (pszenica). Obecnie spółka koncentruje się na pozyskaniu uczestników rynku (na razie 3 domy maklerskie i 20 magazynów), w przyszłości rynek rozwijać ma się zarówno od strony produktowej (mają listę przygotowaną – kukurydza, cukier, mleko w



proszku, sok jabłkowy) jak i funkcjonalnej (poza aukcjami sprzedaży też aukcje kupna i rynek terminowy).

- CAPEX w 2020 r. ma być 2-3x większy r/r, z czego 2/3 przeznaczone ma być na projekty strategiczne, rozwój projektów wpłynie także na kilka mln PLN wzrostu kosztów operacyjnych (najwięcej na nową platformę transakcyjną). Z drugiej strony działania legislacyjne potrzebne do niektórych projektów (np. platforma do handlu odpadami) są opóźnione przez epidemię, ponadto obecna sytuacja opóźnia też proces sprzedaży B2B rozwiązań informatycznych które giełda rozwija -> część kosztów związanych z rozwojem nowych biznesów może też się opóźnić.

## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Michał Krajczewski, CFA</b>	<b>22 507 52 91</b>	<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 Obsługi Rynku Wtórne	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Maciej Sokółowski</b>	<b>22 578 57 68</b>	<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 Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
<b>Marek Jaczewski</b>	<b>22 329 43 53</b>	<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>
Damian Sienko	--	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Beata Skórka-Bydgowska	--	<a href="mailto:beata.skora-bydgowska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgowska@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 księgową) – 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 Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, 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. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM 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 BM 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia 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. jest zabronione.

BM 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 jest strata z inwestycji.

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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywalnych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

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.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

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

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

