

GPW

sektor / branża: **Finanse** Ticker: **GPW** ISIN: **PLGPW0000025**

Wycena IPO

39,4 zł

21 października 2010

Profil

GPW jest największym operatorem giełdowym w regionie oraz 9 giełdą w Europie pod względem kapitalizacji notowanych spółek krajowych.

Dane podstawowe dla ceny maksymalnej	(zł)
Maksymalna cena sprzedaży akcji serii B	43,0
Liczba akcji (mln)	42,0
Kapitalizacja (mln zł)	1 804,8
EV (mln zł)	1 669,8

Wycena	(zł)
Wycena metodą DCF	40,6
Wycena porównawcza (szersza grupa)	34,4
Wycena porównawcza (węższa grupa)	42,2
Cena docelowa	39,4

Struktura akcjonariatu*	% akcji	% głosów
Skarb Państwa	35,0%	51,4%
Pozostali	1,2%	1,7%
Nowi akcjonariusze	63,8%	46,9%

* po sprzedaży 26,8 mln akcji serii B

Przewidywany harmonogram oferty

Zakończenie przyjmowania zapisów od inwestorów indywidualnych**	27/10/2010
Opublikowanie ceny sprzedaży oraz liczby akcji oferowanych kategoriom inwestorów	29/10/2010
Przyjmowanie zapisów od inwestorów instytucjonalnych	29/10/2010 - 3/11/2010
Przydział akcji sprzedawanych w ofercie	do 4/11/2010
Debiut giełdowy	9/11/2010

** w ostatnim dniu zapisy przyjmowane są do godziny 23:59

Analityk

Grzegorz Kujawski

Makler Papierów Wartościowych

tel. 22 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

Profil działalności

Grupa prowadzi działalność w trzech podstawowych liniach biznesowych: obsługa obrotu, obsługa emitentów oraz sprzedaż i dystrybucja informacji giełdowych. Głównym źródłem przychodów Grupy są opłaty związane z obsługą obrotu instrumentów notowanych na GPW, które w 2009 r. oraz w 1 poł. 2010 r. wyniosły odpowiednio 149,2 mln zł (74,8% łącznych przychodów Grupy) i 84,3 mln zł (75,6% łącznych przychodów Grupy). Kolejnym istotnym źródłem obrotów Grupy jest sprzedaż informacji, obejmująca dostarczanie użytkownikom danych giełdowych i udzielanie licencji na indeksy, z której operator w 2009 r. oraz w 1 poł. 2010 r. zrealizował odpowiednio 32,9 mln zł (16,5% łącznych przychodów Grupy) i 16,0 mln zł (14,3% łącznych przychodów Grupy).

GPW posiada również 33,3% udział w KDPW, co pozwala na konsolidację tego podmiotu metodą praw własności i rozpoznawanie zysku przypadającego na udział GPW w sprawozdaniu z całkowitych dochodów, który w 2009 r. i w 1 poł. 2010 r. wyniósł odpowiednio 10,2 mln zł i 7,7 mln zł.

Perspektywy Grupy

Obecna struktura polskiego rynku (niski poziom kapitalizacji spółek notowanych na rynkach organizowanych przez GPW do PKB) tworzy dalszy potencjał rozwoju działalności Grupy w wyniku pozyskiwania kapitału przez sektor prywatny oraz w dalszym procesie prywatyzacji spółek Skarbu Państwa. Podobny efekt może być zrealizowany poprzez wprowadzenie do obrotu nowych produktów (m.in. nowe kategorie instrumentów pochodnych, certyfikaty inwestycyjne, instrumenty dłużne, ETF-y). Potencjał rozwoju giełdy może również wynikać ze wzrostu aktywności inwestorów na GPW, gdzie iloraz średniorocznego poziomu obrotów do kapitalizacji notowanych spółek porównując do rynków zachodnich jest zdecydowanie niższy.

Grupa wiąże również duże nadzieje z nabyciem od swojego strategicznego partnera - NYSE Euronext - nowoczesnego systemu transakcyjnego, który ma przyciągnąć na GPW inwestorów nowych kategorii zajmujących się handlem o wysokiej częstotliwości oraz handlem algorytmicznym. Ponadto Grupa dążąc do dywersyfikacji przychodów zamierza również poszerzyć zakres swojej działalności o organizację obrotu energią elektryczną oraz instrumentami rynku towarowego opartymi na energii elektrycznej.

Wycena

Wartość Grupy, uwzględniając posiadane udziały GPW w KDPW, na podstawie modelu DCF techniką FCFF, szacujemy na 1 703,0 mln zł, czyli 40,58 zł na jedną akcję, co implikuje premię do maksymalnej ceny sprzedaży akcji operatora giełdowego na poziomie 6%.

W wycenie porównawczej grupę podobnych do GPW podmiotów stanowili inni operatorzy giełdowi, których akcje są przedmiotem obrotu na zagranicznych parkietach. Zważywszy na zróżnicowany poziom rozwoju rynków kapitałowych w poszczególnych krajach i wynikający z nich różny potencjał wzrostu działalności danego operatora, z dwunastu spółek porównawczych (ujęcie szersze), wyodrębniono dwie, które swoją obecną kapitalizacją oraz perspektywami rynku wydają się zbliżone do GPW (ujęcie węższe).

Zestawiając prognozowane rezultaty finansowe giełdy polskiej do szerokiego grona operatorów wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA implikują wycenę 1 akcji w przedziale 33,7 – 35,0 zł, co oznacza istotną premię w stosunku do maksymalnej ceny sprzedaży akcji przez Skarb Państwa. Natomiast porównując GPW do Bolsa Mexicana de Valores Bolsa Mexicana de Valores oraz Johannesburg Stock Exchange, otrzymaliśmy wycenę 1 akcji operatora giełdowego w przedziale 41,4 – 43,0 zł. Tym samym ustalona maksymalna cena sprzedaży akcji GPW wydaje się być mało atrakcyjna dla inwestorów, gdyż premia cenowa w relacji do innych operatorów giełdowych jest znacząca, a porównanie do giełd o zbliżonej kapitalizacji i perspektywach również nie implikuje dyskonta, którego należałoby się spodziewać w związku z ofertą publiczną.

(mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze świadczenia usług	228,8	184,7	199,5	217,2	247,2	268,2
zmiana r/r (%)	19,3%	-19,3%	8,0%	8,9%	13,8%	8,5%
EBITDA	158,8	82,1	94,0	105,1	140,1	158,0
EBIT	146,4	71,1	79,5	88,2	122,7	139,8
marża EBIT (%)	64,0%	38,5%	39,9%	40,6%	49,6%	52,1%
Zysk netto	160,3	89,7	100,7	91,7	120,4	138,4
marża netto (%)	70,1%	48,6%	50,5%	42,2%	48,7%	51,6%
EPS (zł)	3,8	2,1	2,4	2,2	2,9	3,3
BVPS (zł)	19,9	22,1	12,4	12,4	14,2	16,1
DPS (zł)	-	-	-	14,2	1,1	1,4
P/E (x)***	11,3	20,1	17,9	19,7	15,0	13,0
EV/EBITDA (x)***	10,5	20,3	17,8	15,9	11,9	10,6
DY (%)***	-	-	-	33,1	2,5	3,3

*** wskaźniki policzono dla maksymalnej ceny sprzedaży

P - prognozy BM

Podsumowanie wyceny

Wartość Grupy uwzględniając posiadane udziały GPW w KDPW (33,3% kapitału zakładowego spółki), na podstawie modelu DCF techniką zdyskontowanych przepływów pieniężnych dla firmy (FCFF), szacujemy na **1 703,0 mln zł**, czyli **40,58 zł** na jedną akcję, co implikuje premię do maksymalnej ceny sprzedaży akcji operatora giełdowego na poziomie 6%.

Zestawiając rezultaty Grupy z giełdami o zbliżonej kapitalizacji i potencjale rozwoju - Bolsa Mexicana de Valores oraz Johannesburg Stock Exchange (ujęcie węższe) sporządzona wycena porównawcza implikuje wartość działalności Grupy (włączając udział w KDPW) na poziomie **1 770,6 mln zł**, czyli **42,19 zł** na jedną akcję. Natomiast przyjmując za grupę porównawczą 12 operatorów giełdowych o różnej skali prowadzonej działalności i różnym potencjale rynków na których operują (ujęcie szersze), otrzymaliśmy wycenę GPW na poziomie **1 442,8 mln zł**, czyli **34,37 zł** na jedną akcję, co oznacza premię do maksymalnej ceny sprzedaży akcji operatora odpowiednio na poziomie 2% i 25%.

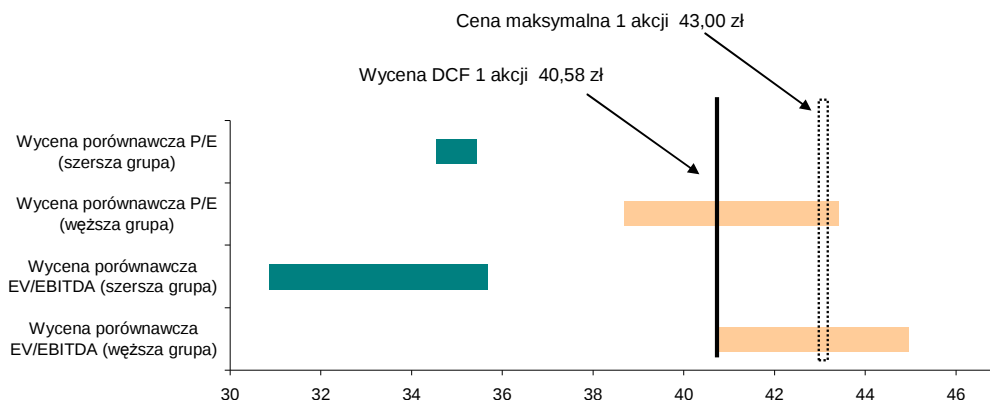
Tab. Podsumowanie wyceny

	Wycena (mln zł)	Wycena 1 akcji (zł)	Wagi (%)
Wycena metodą DCF	1703,1	40,58	50,0%
Wycena porównawcza (węższa grupa)	1770,6	42,19	25,0%
Wycena porównawcza (szersza grupa)	1442,8	34,37	25,0%
Średnia z wycen	1654,9	39,43	

Źródło: prognozy BM BGŻ

Nadając obu metodom równe wagi, wartość polskiego operatora giełdowego szacujemy na **1 654,9 mln zł**, czyli **39,43 zł** na jedną akcję, co implikuje premię do maksymalnej ceny sprzedaży akcji Grupy na poziomie 10%.

Rys. Wyniki metod wyceny na tle maksymalnej ceny sprzedaży akcji przez Skarb Państwa



Źródło: prognoza BM BGŻ, Reuters

Wycena

Wycenę spółki sporządzono za pomocą:

- metody fundamentalnej opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych techniką FCFF;
- metody porównawczej;

Wycena fundamentalna bada zdolność spółki do generowania przez nią wolnych przepływów pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle konkurencji i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do branży.

Wycena DCF

Szacując wartość Spółki w oparciu o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych ustaliliśmy wycenę Grupy GPW na poziomie **1 703,0 mln zł**, co implikuje wartość fundamentalną jednej akcji na poziomie **40,58 zł**. Model DCF został sporządzony przy zachowaniu poniższych założeń:

- prognozę przychodów dla poszczególnych linii biznesowych sporządzono biorąc pod uwagę różne scenariusze płynności obrotu (średnioroczny poziom obrotu do kapitalizacji spółek), skłonności sektora prywatnego do pozyskiwania kapitału i długu (kapitalizacja spółek notowanych do PKB), wprowadzenie do obrotu nowych produktów (m.in. instrumenty pochodne, instrumenty dłużne) przy uwzględnieniu konkurencji ze strony innych giełd czy platform MTF ;
- w wycenie uwzględniono posiadane przez GPW akcje KDPW stanowiące 33,3% udział w kapitale zakładowym;
- w prognozie kosztów operacyjnych przyjęto wzrost kosztów wynagrodzeń na poziomie średniorocznym 3,5%, tj. 1 p.p. powyżej założonej długoterminowej stopy inflacji, pozostałych kosztów na poziomie inflacji oraz uwzględniono koszty związane ze debiutem planowane do poniesienia przez GPW (6,8 mln zł);
- w odniesieniu do poziomu amortyzacji przyjęto, że dotychczasowy system informatyczny WARSET będzie użytkowany do 2011 roku, a z początkiem roku 2012 GPW wdroży system nabyty od NYSE Euronext;
- nakłady inwestycyjne w latach 2010 – 2011 przyjęto na poziomie założonym w budżecie Zarządu Spółki, natomiast w latach kolejnych na poziomie zbliżonym do odtworzenia posiadanego majątku;
- w odniesieniu do polityki dywidendowej przyjęto jej parametry zaprezentowane w prospekcie emisyjnym (30 - 50 % jednostkowego zysku netto), co wydaje się być założeniem konserwatywnym biorąc pod uwagę generowane przez Grupę przepływy pieniężne;
- koszt kapitału własnego wyznaczono w oparciu o model CAPM, gdzie za stopę wolną od ryzyka przyjęto rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych (5,6%), premię za ryzyko na poziomie 5,5%, a współczynnik beta przyjęto na poziomie neutralnym;
- efektywną stopę podatku dochodowego przyjęto na poziomie 17,9%, co związane jest z opodatkowaniem zysku z KDPW;
- wartość rezydualną wyznaczono na podstawie modelu Gordona, gdzie rezydualną stopę wzrostu FCF przyjęto na poziomie 3%, tj. 0,5 p.p. powyżej założonej długoterminowej stopy inflacji;

Tab. Model wyceny DCF

(mln zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	>2014P
Przychody	217,2	247,2	268,2	287,8	305,5	
zmiana r/r		13,8%	8,5%	7,3%	6,2%	
EBITDA	105,1	140,1	158,0	175,4	190,8	
EBIT	88,2	122,7	139,8	157,8	174,1	
Efektywna stopa podatkowa (%)	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	
NOPLAT	72,5	100,8	114,8	129,6	143,0	
Amortyzacja	16,9	17,4	18,2	17,6	16,7	
CAPEX	31,8	40,1	20,0	20,0	20,0	
Inwestycje w kapitał obrotowy	0,6	-2,2	-1,5	-1,4	-1,3	
FCFF	56,9	80,3	114,5	128,6	141,0	147,3
dynamika FCF (%)	-	41,0%	42,7%	12,3%	9,6%	3,0%
Stopa wolna od ryzyka	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Beta (β)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Koszt kapitału	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	
kapitał własny (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
dług (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
WACC (%)	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	
DFCF	55,8	70,8	90,9	91,9	90,7	
Suma DFCF	400,0					
Wartość rezydualna (TV)	1 816,4					
Zdyskontowana TV	1 168,0					
Wartość firmy	1 568,0					
Gotówka netto	135,0					
Wartość kapitału własnego	1 703,0					
Liczba akcji (mln szt.)	42,0					
Wartość 1 akcji 21/10/10 (zł)	40,58					

Wartość FCFF po roku 2014 skorygowano o różnicę pomiędzy nakładami inwestycyjnymi i amortyzacją.

Wskaźnik beta ze względu na pozycję gotówkową Grupy przyjęto na neutralnym poziomie.

Rezydualna stopa wzrostu FCF = 3,0%

Źródło: prognozy BM BGŻ

Tab. Analiza wrażliwości zmiany rezydualnej stopy wzrostu oraz zmiany WACC na wycenę (zł)

(zł)	Zmiana nominalnej stopy wzrostu FCF po roku 2014 (p.p.)						
	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%
-1,5%	42,1	44,2	46,5	49,2	52,4	56,1	60,5
-1,0%	39,8	41,6	43,6	45,9	48,6	51,7	55,3
-0,5%	37,7	39,3	41,1	43,1	45,4	48,0	51,0
Zmiana WACC (p.p.)	0,0%	35,9	37,3	38,8	40,6	42,5	44,8
	0,5%	34,2	35,5	36,8	38,4	40,1	42,0
	1,0%	32,7	33,8	35,1	36,4	37,9	39,6
	1,5%	31,4	32,4	33,4	34,6	36,0	37,5

Źródło: BM BGŻ

Wycena porównawcza

Grupę porównawczą dla GPW stanowili inni operatorzy giełdowi, których akcje są przedmiotem obrotu na zagranicznych parkietach. Zważywszy na zróżnicowany poziom rozwoju rynków kapitałowych w poszczególnych krajach i wynikający z nich różny potencjał wzrostu działalności danego operatora, z 12 spółek porównawczych (ujęcie szersze), wyodrębniono 2, które swoją obecną kapitalizacją oraz perspektywami rynku wydają się zbliżone do GPW (ujęcie węższe).

Zestawiając prognozowane rezultaty finansowe giełdy polskiej do szerokiego grona operatorów wskaźniki P/E oraz EV/EBITDA implikują wycenę 1 akcji w przedziale **33,7 – 35,0 zł**, co oznacza istotną premię w stosunku do maksymalnej ceny sprzedaży akcji przez Skarb Państwa. Natomiast porównując GPW do Bolsa Mexicana de Valores Bolsa Mexicana de Valores oraz Johannesburg Stock Exchange, otrzymaliśmy wycenę 1 akcji operatora giełdowego w przedziale **41,4 – 43,0 zł**.

Tab. Wycena porównawcza oparta na wskaźniku P/E (ujęcie szersze i węższe)

P/E	MC (mld USD)	2010P	2011P	2012P	P/E	MC (mld USD)	2010P	2011P	2012P
Hong Kong Exchange	24,6	37,6	32,8	28,2	Bolsa Mexicana de Valores	1,0	20,1	17,6	14,7
BM&F Bovespa	17,4	25,2	22,4	17,2	Johannesburg Stock Exchange	0,9	15,3	12,7	10,8
Deutsche Boerse	13,5	16,3	11,3	9,9					
NYSE Euronext	7,8	14,2	11,7	10,7	mediana		17,7	15,1	12,7
Australian Securities Exchange	5,8	16,4	14,6	13,2					
NASDAQ OMX Group	4,1	12,0	9,5	8,6	GPW (mln zł)		1624,1	1822,5	1764,9
Dubai Financial Market PJSC	3,9	40,0	27,4	27,4	GPW (wartość średnia w zł)		41,4		
London Stock Exchange Group	3,0	13,4	11,8	10,4					
Toronto Stock Exchange Group	2,3	11,9	10,9	10,0					
Bolsas y Mercados Espanoles	2,3	11,1	10,6	10,5					
Bolsa Mexicana de Valores	1,0	20,1	17,6	14,7					
Johannesburg Stock Exchange	0,9	15,3	12,7	10,8					
mediana		15,8	12,2	10,7					
GPW (mln zł)		1450,1	1475,1	1487,7					
GPW (wartość średnia w zł)		35,0							

Źródło: prognoza BM BGŻ, Reuters

EBITDA Grupy GPW została skorygowana o posiadane udziały w KDPW (33,3%).

Tab. Wycena porównawcza oparta na wskaźniku EV/EBITDA (ujęcie szersze i węższe)

EV/EBITDA	MC (mld USD)	2010P	2011P	2012P	EV/EBITDA	MC (mld USD)	2010P	2011P	2012P
Hong Kong Exchange	24,6	33,3	28,4	24,4	Bolsa Mexicana de Valores	1,0	15,4	13,2	11,2
BM&F Bovespa	17,4	20,7	17,8	15,1	Johannesburg Stock Exchange	0,9	11,2	9,2	7,8
Deutsche Boerse	13,5	8,4	7,0	6,4					
NYSE Euronext	7,8	7,4	6,1	5,4	mediana		13,3	11,2	9,5
Australian Securities Exchange	5,8	12,1	11,1	10,2					
NASDAQ OMX Group	4,1	5,5	4,9	4,6	GPW (mln zł)		1575,5	1751,2	1680,4
Dubai Financial Market PJSC	3,9	77,9	46,1	31,5	Gotówka netto		135,0	135,0	135,0
London Stock Exchange Group	3,0	5,9	5,7	5,4	GPW (mln zł)		1710,5	1886,2	1815,4
Toronto Stock Exchange Group	2,3	7,4	7,0	6,7	GPW (wartość średnia w zł)		43,0		
Bolsas y Mercados Espanoles	2,3	7,5	7,6	7,6					
Bolsa Mexicana de Valores	1,0	15,4	13,2	11,2					
Johannesburg Stock Exchange	0,9	11,2	9,2	7,8					
mediana		9,8	8,4	7,7					
GPW (mln zł)		1160,4	1315,6	1362,7					
Gotówka netto		135,0	135,0	135,0					
GPW (mln zł)		1295,4	1450,6	1497,7					
GPW (wartość średnia w zł)		33,7							

Źródło: prognoza BM BGŻ, Reuters

EBITDA Grupy GPW została skorygowana o posiadane udziały w KDPW (33,3%).

Prognoza wyników i wskaźników

Poniżej przedstawiamy prognozę skonsolidowanych wyników finansowych Grupy GPW, na których oparta została wycena.

Tab. Prognoza skonsolidowanego sprawozdania z całkowitych dochodów (wybrane pozycje)

(mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	228,8	184,7	199,5	217,2	247,2	268,2	287,8
Przychody z obsługi obrotu	173,6	130,1	149,2	160,0	185,8	203,6	219,9
Przychody z obsługi emitentów	23,8	20,5	14,9	20,5	23,1	24,5	26,0
Przychody ze sprzedaży informacji	27,8	30,5	32,9	33,4	35,1	36,8	38,7
Pozostałe przychody	3,6	3,5	2,6	3,2	3,2	3,2	3,2
Koszty działalności operacyjnej	82,1	108,7	118,6	129,2	124,5	128,4	131,0
Amortyzacja	12,4	11,0	14,5	16,9	17,4	18,2	17,6
Wynagrodzenia z narzutami	28,2	33,2	40,8	40,5	42,1	43,6	45,1
Usługi obce	26,0	35,9	32,6	31,0	31,8	32,6	33,4
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	4,6	5,6	6,8	7,1	7,3	7,5	7,6
Oplaty i inne obciążenia	2,1	10,4	15,9	16,9	17,3	17,7	18,2
Pozostałe koszty operacyjne	8,7	12,5	8,0	16,7	8,6	8,8	9,0
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-0,3	-4,9	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	158,8	82,1	94,0	105,1	140,1	158,0	175,4
EBIT	146,4	71,1	79,5	88,2	122,7	139,8	157,8
marża operacyjna	64,0%	38,5%	39,9%	40,6%	49,6%	52,1%	54,8%
Wynik na działalności finansowej	22,1	29,6	32,2	9,4	7,3	9,7	13,0
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	25,3	9,7	11,1	13,7	16,6	19,0	21,5
Zysk brutto	193,8	110,4	122,8	111,3	146,6	168,5	192,2
marża brutto	84,7%	59,8%	61,5%	51,3%	59,3%	62,8%	66,8%
Podatek dochodowy	33,5	20,7	22,1	19,6	26,2	30,1	34,3
Efektywna stopa podatkowa	17,3%	18,8%	18,0%	17,6%	17,9%	17,9%	17,9%
Zysk netto	160,3	89,7	100,7	91,7	120,4	138,4	157,9
marża netto	70,1%	48,6%	50,5%	42,2%	48,7%	51,6%	54,9%
EPS	3,82	2,14	2,40	2,19	2,87	3,30	3,76
ROE	19,2%	9,7%	19,3%	17,6%	20,2%	20,5%	20,7%
ROA	18,3%	9,4%	9,5%	16,6%	19,1%	19,5%	19,7%

Źródło: prognozy BM BGŻ, prospekt emisyjny GPW

Tab. Prognoza skonsolidowanego sprawozdania z sytuacji finansowej (wybrane pozycje)

(mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	874,7	950,9	1055,6	553,4	630,2	711,0	802,1
Aktywa trwałe	666,0	505,3	390,0	386,0	418,0	429,8	441,3
Wartości niematerialne i prawne	6,0	11,6	36,1	57,7	84,3	81,5	78,5
Rzeczowe aktywa trwałe	119,8	122,0	124,3	117,6	113,7	118,3	121,7
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	161,3	171,9	179,3	192,8	199,7	208,0	217,5
Inwestycje długoterminowe i inne aktywa	378,8	199,8	50,2	17,8	20,3	22,0	23,7
Aktywa obrotowe	208,8	445,6	665,5	167,4	212,2	281,2	360,8
Zapasy	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Należności handlowe	29,1	19,8	22,9	25,3	28,8	31,2	33,5
Inwestycje krótkoterminowe i inne aktywa	136,8	196,2	158,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	42,6	229,2	484,2	141,7	183,0	249,5	326,7
PASYWA	836,6	925,9	521,8	553,4	630,2	711,0	802,1
Kapitał własny	836,6	925,9	521,8	522,2	596,7	675,0	763,6
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	38,1	25,0	533,7	31,3	33,5	36,1	38,5
Zobowiązania długoterminowe	1,8	2,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	36,3	22,9	530,7	28,3	30,5	33,1	35,5
Zobowiązania handlowe	10,2	11,0	7,1	10,1	11,5	12,5	13,4
BVPS	19,9	22,1	12,4	12,4	14,2	16,1	18,2

Źródło: prognozy BM BGŻ, prospekt emisyjny GPW

Tab. Prognoza skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych (wybrane pozycje)

(mln zł)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Przepływy netto z działalności operacyjnej	140,0	55,5	71,1	99,9	128,4	145,4	161,1
Zysk brutto	193,8	110,4	122,8	111,3	146,6	168,5	192,2
Amortyzacja	12,4	11,0	14,5	16,9	17,4	18,2	17,6
Zmiana kapitału obrotowego	13,7	11,8	-3,3	0,6	-2,2	-1,5	-1,4
Zapłacony podatek dochodowy	-35,5	-44,1	-20,2	-19,6	-26,2	-30,1	-34,3
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-153,7	131,2	183,9	154,5	-41,3	-18,7	-14,6
Nakłady inwestycyjne	-16,2	-19,1	-17,9	-31,8	-40,1	-20,0	-18,0
Przepływy netto z działalności finansowej	0,0	0,0	0,0	-596,8	-45,9	-60,2	-69,2
Wypłata dywidendy	-	-	-	-596,8	-45,9	-60,2	-69,2
Zmiana stanu środków pieniężnych	-13,7	186,6	255,0	-342,4	41,2	66,5	77,3
Środki pieniężne na początek okresu	56,25	42,6	229,2	484,2	141,7	183,0	249,5
Środki pieniężne na koniec okresu	42,6	229,2	484,2	141,7	183,0	249,5	326,7

Źródło: prognozy BM BGŻ, prospekt emisyjny GPW

Poziom generowanej gotówki daje potencjał przeznaczenia większej niż wynika to z przyjętej polityki dywidendowej części zysku dla akcjonariuszy.

Tab. Wskaźniki i dynamiki

Wskaźniki rentowności	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Rentowność EBITDA	69,4%	44,4%	47,1%	48,4%	56,7%	58,9%	60,9%
Rentowność EBIT	64,0%	38,5%	39,9%	40,6%	49,6%	52,1%	54,8%
Rentowność sprzedaży netto (ROS)	70,1%	48,6%	50,5%	42,2%	48,7%	51,6%	54,9%
Rentowność operacyjna aktywów (EBITDA/A)	18,2%	8,6%	8,9%	19,0%	22,2%	22,2%	21,9%
Rentowność majątku (ROA)	18,3%	9,4%	9,5%	16,6%	19,1%	19,5%	19,7%
Rentowność kapitału własnego (ROE)	19,2%	9,7%	19,3%	17,6%	20,2%	20,5%	20,7%

Wskaźniki struktury aktywów i pasywów	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Wskaźnik zadłużenia ogółem (D/A)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźnik sfinansowania majątku kapitałem własnym (A/E)	1,0	1,0	2,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym	1,3	1,8	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi	1,3	1,8	1,3	1,4	1,4	1,6	1,7
Wskaźnik ogólnej płynności	5,8	19,4	1,3	5,9	7,0	8,5	10,2

Struktura (%) kosztów operacyjnych	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
Amortyzacja	15,1%	10,1%	12,2%	13,1%	14,0%	14,2%	13,4%
Wynagrodzenia z narzutami	34,4%	30,6%	34,4%	31,4%	33,8%	34,0%	34,5%
Usługi obce	31,7%	33,1%	27,5%	24,0%	25,6%	25,4%	25,5%
Czynsze i inne opłaty eksploatacyjne	5,6%	5,2%	5,7%	5,5%	5,8%	5,8%	5,8%
Opłaty i inne obciążenia	2,6%	9,6%	13,4%	13,1%	13,9%	13,8%	13,9%
Pozostałe koszty operacyjne	10,6%	11,5%	6,8%	12,9%	6,9%	6,8%	6,9%

Źródło: prognozy BM BGŻ, prospekt emisyjny GPW

Tab. Wskaźniki rynkowe dla maksymalnej ceny sprzedaży akcji serii B

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P
EPS (zł)	3,82	2,14	2,40	2,19	2,87	3,30	3,76
DPS (zł)	-	-	-	14,22	1,09	1,43	1,65
BVPS (zł)	19,93	22,06	12,43	12,44	14,22	16,08	18,19
P/E (x)	11,26	20,12	17,92	19,67	14,99	13,04	11,43
P/CE (x)	10,45	17,93	15,67	16,61	13,09	11,52	10,28
P/BV (x)	2,16	1,95	3,46	3,46	3,02	2,67	2,36
P/S (x)	7,89	9,77	9,05	8,31	7,30	6,73	6,27
EV/EBITDA (x)	10,51	20,34	17,76	15,88	11,92	10,57	9,52
EV/EBIT (x)	11,40	23,48	21,00	18,93	13,61	11,94	10,58
EV/S (x)	7,30	9,04	8,37	7,69	6,75	6,23	5,80
Cena docelowa (zł)	43,00	43,00	43,00	43,00	43,00	43,00	43,00
Liczba akcji (mln)	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
MC (mln zł)	1804,8	1804,8	1804,8	1804,8	1804,8	1804,8	1804,8
EV (mln zł)	1669,8	1669,8	1669,8	1669,8	1669,8	1669,8	1669,8

Źródło: prognozy BM BGŻ

Czynniki ryzyka

Poniżej zamieszczono podstawowe czynniki ryzyka związane z działalnością Grupy GPW:

- potencjalny spadek aktywności emitentów i inwestorów może doprowadzić do zmniejszenia się liczby i wartości ofert papierów wartościowych oraz wolumenów obrotów;
- znacząca część przychodów ze sprzedaży Grupy uzależniona jest od obrotów akcjami ograniczonej liczby emitentów oraz kontraktami futures, realizowanych przez ograniczoną liczbę członków giełdy;
- znacząca część przychodów Grupy z instrumentów pochodnych uzależniona jest od obrotu kontraktami futures na indeksy;
- Grupa może być narażona na znaczącą okresową zmienność przychodów i zysków z uwagi na nieprzewidywalny poziom przychodów i stosunkowo wysoki poziom kosztów stałych oraz koszty, które jednorazowo będą poniesione w drugiej połowie 2010 r.;
- Grupa narażona jest na ryzyko konkurencji ze strony innych giełd platform MTF;
- konkurencja cenowa i zmiany w zakresie polityki opłat obejmujące cały sektor giełd mogą skutkować zmniejszeniem przychodów GPW;
- korzyści z udziału Spółki w KDPW mogą ulec zmniejszeniu w związku z potencjalną presją na obniżkę opłat czy zmniejszony obrót;
- duża część kosztów ponoszonych przez Grupę ma charakter stały, co oznacza, że dostosowanie ich do wahań przychodów jest znacznie utrudnione;
- opłaty regulacyjne stanowią znaczące koszty Grupy, przy czym GPW ma niewielki wpływ na ich wysokość, która może znacząco wzrosnąć.

Nota prawna

Biuro Maklerskie BGŻ 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 BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ 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 BM BGŻ 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ 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 (-10%; + 10%);
- ☐ **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

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 porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ 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.

Doradztwo Inwestycyjne		telefon	adres email
Tomasz Dumala		22 329 43 40	tomasz.dumala@bgz.pl
Marcin Lachowski		22 329 43 84	marcin.lachowski@bgz.pl
Grzegorz Kujawski		22 329 43 46	grzegorz.kujawski@bgz.pl
Tomasz Manowiec		22 329 43 44	tomasz.manowiec@bgz.pl

Operacje Brokerskie		telefon	adres email
Jarosław Duszczyk	Klienci instytucjonalni	22 329 43 23	jaroslaw.duszczyk@bgz.pl
Marek Niewiadomski	Klienci instytucjonalni	22 329 43 26	marek.niewiadomski@bgz.pl
Grzegorz Leszek	Klienci instytucjonalni	22 329 43 25	grzegorz.leszek@bgz.pl
Monika Dudek	Klienci detaliczni	22 329 43 24/20	monika.dudek@bgz.pl
Przemysław Borycki	Klienci detaliczni	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgz.pl

Oferty Publiczne (IPO)		telefon	adres email
Marek Jaczewski	Główny specjalista	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgz.pl
Bogusław Bączyk	Główny specjalista	22 329 43 42	boguslaw.baczuk@bgz.pl

Internetowe serwisy transakcyjne		strona www
 bmBGZ.net	Zlecenia na GPW i New Connect	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zlecenia_gpw.html
 eIPO.bmBGZ	Zapisy w ofertach publicznych (IPO)	http://www.bgz.pl/biuro_maklerskie/zapisy_ipo.html

Oddziały	adres	telefon		adres	telefon
Białystok	ul. Suraska 3 a	85 747 01 16	Opole	ul. Rynek 24/25	77 454 43 64
Ciechanów	ul. 17-go Stycznia 60	23 674 13 52	Ostrołęka	ul. Gorbatowa 9	29 760 65 56
Dzierżoniów	ul. Rzeźnicza 2	74 831 97 99	Płock	ul. 1-go Maja 7 d	24 264 17 17
Ełk	ul. Armii Krajowej 24	87 610 47 17	Poznań	ul. Piekary 17	61 852 15 21
Gorzów Wlkp.	ul. Walczaka 3	95 721 63 29	Przemyśl	ul. Kamienny Most 6	16 675 05 86
Jelenia Góra	ul. Bankowa 34	75 753 30 98	Radom	ul. Traugutta 29	48 361 22 70
Kielce	ul. Sienkiewicza 47	41 366 02 15	Rzeszów	ul. Jagiellońska 9	17 852 05 21
Kołobrzeg	Plac Ratuszowy 5a/1	94 354 74 63	Siedlce	ul. Joselewicza 3	25 640 90 04
Kraków	ul. Pawia 5	12 632 70 11	Sieradz	ul. Sarańska 5	43 822 61 34
Lublin	ul. 1-go Maja 16 a	81 531 91 44	Szczecin	Plac Lotników 3 b	91 433 19 20
Łomża	ul. Dworna 12	86 215 41 99	Tarnobrzeg	ul. Wyspiańskiego 5	15 823 11 15
Łódź	ul. Piotrkowska 57	42 670 20 70	Tarnów	ul. Lwowska 72/96 c	14 629 11 98
Międzyrzecz	ul. Rynek 7	95 742 15 13	Warszawa	ul. Grzybowska 4	22 581 54 51
Nowy Sącz	ul. Nawojowska 4	18 443 53 91	Warszawa	ul. Żurawia 6/12	22 329 44 17
Olsztyn	al. Piłsudskiego 11/17	89 527 27 10	Zamość	ul. Piłsudskiego 27 a	84 638 54 03