



Dom Maklerski BDM S.A.

GTC

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(INITIAL COVERAGE)

WYCENA 5,73 PLN

16 MARCA 2015

Od czerwca kurs dewelopera znajduje się pod znaczną presją. W naszej opinii złożyło się na to kilka czynników. Po pierwsze, odpisy, których dokonała spółka w 2Q'14 były wyższe o ok. 20,0 mln EUR r/r i przekroczyły rynkowy konsensus. Po drugie, we wrześniu zarząd GTC ogłosił plany emisji do 140 mln nowych akcji, a pozyskane środki miałyby być przeznaczone na zakup nowych obiektów handlowych i biurowych w stolicach państw, na których terenie działa spółka. Po trzecie, w grudniu deweloper opublikował dane o wstępnej wycenie obiektów i wysokości możliwych odpisów za 4Q'14 (łącznie wyniosły one 133 mln EUR). Przyjęliśmy konserwatywne założenia wobec obiektów w portfolio (szczególnie w przypadku projektów w Rumunii i Chorwacji, które były do tej pory obciążone największymi odpisami i naruszyły kowenanty kredytowe) oraz wobec posiadanego banku ziemi (stosujemy ok. 20% dyskonto). W modelu zakładamy, że inwestycja w Wilanowie zostanie ukończona pod koniec 1Q'18, a w Białoleścu na koniec 3Q'17 (zarząd komunikował rynkowi szybsze otwarcia). Docelowo liczymy również, że po rozpoczęciu działalności tych obiektów i unormowaniu wyników operacyjnych, GTC będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy i będzie dzielić się zyskiem z akcjonariuszami (przyjmujemy wypłatę na poziomie 30% wyniku netto). Warto też podkreślić, że w przypadku wskaźnika P/BV, deweloper jest handlowany z dyskontem w odniesieniu do dużych deweloperów komercyjnych (ok. 35% względem dużych podmiotów zagranicznych). Dlatego uwzględniając ograniczone ryzyko dalszych negatywnych zaskoczeń oraz względną słabość kursu GTC wobec innych deweloperów przy perspektywie poprawy sytuacji operacyjnej spółki w najbliższych kwartałach rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki od zalecenia Akumuluj z ceną docelową na poziomie 5,73 PLN.

W segmencie komercyjnym oczekujemy normalizacji wyników finansowych. Największy wpływ na wyniki segmentu będą mieć odpisy. W naszej opinii w '15 należy liczyć się z utratą wartości portfolio w wysokości ok. 40,5 mln EUR. Bardzo konserwatywnie podchodzimy do rynku rumuńskiego oraz krajowego sektora biurowego. Zwracamy jednak uwagę, że odpisy byłyby znacznie niższe niż w minionych latach (w '13 wyniosły 167,6 mln EUR, a w '14 155,8 mln EUR). Możliwa jest również sprzedaż niektórych obiektów komercyjnych (szczególnie w Rumunii), które w przeszłości najmocniej obciążały bilans dewelopera. W ujęciu przychodowym spodziewamy się 113,4 mln EUR wpływów i średniorocznej marży brutto na poziomie ok. 73%.

W segmencie mieszkaniowym oczekujemy wyprzedawania posiadanych na zapasach lokali zgodnie z ogłoszoną przez zarząd strategią. Obecnie GTC posiada dwa projekty mieszkaniowe: w Konstancinie oraz Rose Garden w Bukareszcie. Według naszych szacunków spółka ma do przekazania jeszcze ok. 300 lokali, które powinny zostać oddane do końca '16. W naszej ocenie wartość dodana tego segmentu jest dla GTC znikoma i podjęte działania dotyczące skupienia się na działalności komercyjnej są dużo lepszym rozwiązaniem.

Skokowej poprawy wyników oczekujemy na przełomie '17/'18, kiedy GTC odda do użytku 2 duże obiekty: Galerię Wilanów (61,0 tys. m² GLA; spodziewana data otwarcia to 1-2Q'18) oraz Galerię Białoleśką (64,0 tys. m², oczekiwany przez nas termin rozpoczęcia funkcjonowania to końcówka 4Q'17). Liczymy, że stawki czynszu netto w obu projektach będą mieścić się w przedziale 25-26 EUR/m²/m-c. Docelowo spodziewamy się również, że wraz z rozpoczęciem działalności tych inwestycji oraz po spłacie obligacji, GTC będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy (wypłata na poziomie 30% zysku netto).

Wycena końcowa [PLN]	5,73
Potencjał do wzrostu / spadku	+18,9%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	4,82
Kapitalizacja [mln PLN]	1 693,3
Ilość akcji [mln. szt.]	351,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,15
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,60
Stopa zwrotu za 3 mc	-15,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-14,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-40,5%
Akcyonariat (% głosów):	
Lone Star	29,9%
ING OFE	13,3%
Aviva OFE	10,2%
PZU OFE	9,0%
Pozostali	37,7%

Adrian Górniak

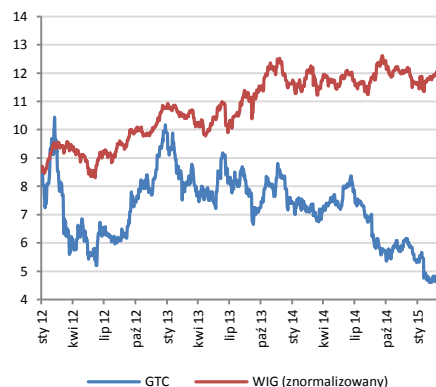
adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Przychody [mln EUR]	147,6	131,1	125,7	124,1	121,6	134,2
EBITDA adj. [mln EUR]	63,9	68,7	69,1	71,0	71,9	80,5
EBIT adj. [mln EUR]	63,4	68,3	68,6	70,5	71,4	80,0
Wynik netto adj. [mln EUR]	-17,5	12,9	17,4	36,1	24,7	11,8
P/BV	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6
P/E adj.	-23,4	31,8	23,6	11,4	16,6	34,7
EV/EBITDA adj.	20,2	18,9	17,7	17,1	18,1	17,4
EV/EBIT adj.	20,4	19,1	17,8	17,2	18,2	17,5
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA NAV	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI HISTORYCZNE I SZACUNKI 4Q'2014.....	9
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI	13
PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY.....	15
OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI.....	18
OTOCZENIE RYNKOWE	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	25

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny GTC dokonaliśmy w oparciu o metodę sumy części (SOTP) i metodę porównawczą. Uwzględniamy w niej wartość rynkową istniejących obiektów biurowych i handlowych. Pod uwagę bierzemy również wartość pozostałych gruntów pod zabudowę komercyjną oraz wartość zapasów mieszkaniowych (w tym posiadany bank ziemi). Nie biorąc pod uwagę emisji akcji (do 140 mln szt., prawdopodobna cena emisyjna 5 PLN/akcję), o której od jakiegoś czasu mówi zarząd dewelopera, wycena NAV sugeruje wartość 1 waloru na poziomie 5,55 PLN, natomiast metoda porównawcza sugeruje 6,15 PLN za akcję. Metodzie NAV przypisujemy 70% wagi w wycenie końcowej, która sugeruje wartość spółki na poziomie 2013,1 mln PLN, czyli **5,73 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN
A	Wycena NAV	1 950,6	5,55
B	Wycena porównawcza	2 159,0	6,15
C = 70% * A + 30% * B	Wycena końcowa	2 013,1	5,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W roku 2015 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży GTC będą bliskie 124,1 mln EUR, osiągając jednocześnie 82,7 mln EUR wyniku brutto. Nieznaczny spadek przychodów r/r będzie wynikał z mniejszej liczby przekazanych mieszkań. Kluczowe dla wyników spółki będą odpisy, których może dokonać deweloper. Naszym zdaniem mogą one wynieść ok. 40,5 mln EUR (stanowi to 7,7% kapitałów własnych). Tym samym EBITDA powinna wynieść 30,5 mln EUR (oczyszczona o odpisy ok. 71,0 mln EUR), natomiast na poziomie netto możemy mieć do czynienia ze stratą 4,4 mln EUR (po oczyszczeniu ok. 36,1 mln EUR zysku).

W segmencie komercyjnym spodziewamy się ustabilizowania wyników finansowych. Oczekujemy, że przychody w '15 będą bliskie 113,4 mln EUR. Jednocześnie średnioroczna marża brutto ukształtuje się na poziomie ok. 73%. Największy wpływ na wyniki segmentu będą mieć odpisy. Według naszych założeń w '15 należy liczyć się z utratą wartości portfolio w wysokości ok. 40,5 mln EUR. Zwracamy jednak uwagę, że byłyby one znacznie niższe niż w minionych latach (w '13 wyniosły 167,6 mln EUR, a w '14 155,8 mln EUR). Możliwa jest również sprzedaż niektórych obiektów komercyjnych (szczególnie w Rumunii), które w przeszłości najmocniej obciążały bilans dewelopera.

W segmencie mieszkaniowym oczekujemy wyprzedawania posiadanych na zapasach lokali zgodnie z ogłoszoną przez zarząd strategią. Obecnie GTC posiada dwa projekty mieszkaniowe: w Konstancinie oraz Rose Garden w Bukareszcie. Według naszych szacunków spółka ma do przekazania jeszcze ok. 300 lokali, które powinny zostać oddane do końca '16. W naszej ocenie wartość dodana tego segmentu jest dla GTC znikoma i podjęte działania dotyczące skupienia się na działalności komercyjnej są dużo lepszym rozwiązaniem.

Przyjęliśmy również konserwatywne założenia wobec obiektów w portfolio (szczególnie w przypadku projektów w Rumunii, które były do tej pory obciążone największymi odpisami i wobec biurowych inwestycji w Polsce) oraz wobec posiadanego banku ziemi (stosujemy 20% dyskonto). Konserwatywnie podchodzimy do wyceny Galerii Białoleśka i Wilanów. Naszym zdaniem zostaną one oddane do użytku odpowiednio w 3Q'17 i 1-2Q'18. Po rozpoczęciu ich funkcjonowania i spłacie obligacji można liczyć na wprowadzenie polityki dywidendowej (zakładamy wypłatę 30% zysku netto). Dlatego też rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla GTC od zalecenia Akumuluj z ceną docelową 5,73 PLN.

WYCENA NAV

Wyceny NAV dokonaliśmy dla istniejących obiektów handlowych i biurowych na podstawie symulacji *exit yield* oraz prognozowanego NOI dla poszczególnych inwestycji posiadanych przez GTC. W wycenie uwzględniliśmy również projekty, które deweloper zamierza wybudować (Galeria Wilanów, Galeria Białołęka oraz biurowiec Forty-One w Belgradzie). Dla pozostałych nieruchomości (projekty mieszkaniowe, posiadany grunt pod zabudowę) przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Wycena NAV sugeruje wycenę GTC na poziomie 474,1 mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 1,34 EUR (5,55 PLN przy kursie 4,13 EUR/PLN).

Wycena spółki metodą NAV (bez emisji)

	Rodzaj Aktywów	Wartość	Komentarz
A = A1 + A2 + A3	Aktywa łącznie	1 284,5	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	936,7	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	200,6	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	147,1	Wartość bilansowa z dyskontem (po uwzględnieniu odpisów z raportu bieżącego z dn. 16.01.2015 r.)
B	Dług netto [mln EUR]	812,2	Prognoza na koniec 4Q'14
C = A - B	Wycena NAV [mln EUR]	472,3	
	Liczba akcji	351,3	
	Wycena 1 akcji [EUR]	1,34	
	kurs EUR/PLN	4,13	
	Wycena 1 akcji [PLN]	5,55	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny:

- W wycenie uwzględniamy wszystkie obiekty z portfolio dewelopera. Zwracamy jednak uwagę, że możliwa jest sprzedaż niektórych projektów (m.in. w Rumunii), zgodnie ze strategią spółki.
- Spodziewamy się, że GTC ukończy budowę Galerii Wilanów do 1-2Q'18 (start budowy w 2Q'16), Galerii Białołęka do 4Q'17 (start budowy na przełomie 2-3Q'15) oraz Forty-One do końca 2Q'15.
- W przypadku posiadanych gruntów pod zabudowę przyjmujemy ok.20%-owe dyskonto względem wartości księgowej po uwzględnieniu wielkości odpisów zgodnie z raportem bieżącym z 16 stycznia 2014 r. (założenia ostrożnościowe, dyskonto zgodne z prognozowanym wskaźnikiem P/BV'14).
- Projekty mieszkaniowe są wycenione wg wartości księgowej (do przekazania zostało ok. 300 mieszkań, sprzedaż notarialna jest realizowana).
- Pozostałe założenia wyceny zostały przedstawione w tabelach poniżej.

Wrażliwość wyceny NAV na zmianę stawek czynszu i yield

		yield					
		7,6%					
		-1%	-0,5%	0%	0,5%	1%	
śr. ważony czynsz	11,8	-10%	968,6	901,5	843,1	791,7	746,3
		-5%	1022,4	951,6	889,9	835,7	787,8
		0%	1076,2	1001,7	936,7	879,7	829,2
		5%	1130,1	1051,7	983,6	923,7	870,7
		10%	1183,9	1101,8	1030,4	967,7	912,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A1. Założenia dla projektów ukończonych

Projekty ukończone	Położenie	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz netto [EUR/m2]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]						
							-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,50%	+0,75%
Galileo	Polska	Biura	10,3	13,0	1,5	7,2%	22,9	22,1	21,3	20,5	19,8	19,2	18,6
Globis Poznań	Polska	Biura	13,9	13,5	2,1	7,2%	32,1	30,9	29,8	28,8	27,8	26,9	26,1
Newton	Polska	Biura	10,5	9,9	1,1	7,2%	17,8	17,1	16,5	15,9	15,4	14,9	14,4
Edison	Polska	Biura	10,4	14,0	1,6	7,2%	24,9	24,0	23,1	22,3	21,6	20,9	20,2
Nothus	Polska	Biura	9,1	12,6	1,3	7,2%	19,7	19,0	18,3	17,7	17,1	16,5	16,0
Zephirus	Polska	Biura	9,1	13,0	1,3	7,2%	20,3	19,6	18,9	18,2	17,6	17,0	16,5
Globis Wrocław	Polska	Biura	15,4	13,3	2,3	7,2%	35,1	33,7	32,5	31,4	30,4	29,4	28,4
CB Kazimierz	Polska	Biura	15,6	16,1	2,8	7,1%	43,7	42,0	40,5	39,1	37,7	36,5	35,3
University Business Park	Polska	Biura	18,4	10,5	2,1	7,5%	31,6	30,5	29,4	28,4	27,5	26,7	25,9
Francuska Office Centre	Polska	Biura	21,0	9,2	2,1	7,5%	31,6	30,5	29,4	28,4	27,5	26,7	25,9
Pascal	Polska	Biura	5,5	12,2	0,7	7,4%	11,2	10,8	10,4	10,1	9,7	9,4	9,1
Corius	Polska	Biura	9,0	9,3	0,9	7,3%	14,2	13,7	13,2	12,7	12,3	11,9	11,6
Jurajska	Polska	Galeria	49,0	21,1	11,3	7,5%	167,3	161,3	155,7	150,5	145,7	141,1	136,9
Center Point I & II	Węgry	Biura	42,4	13,1	6,0	7,9%	83,8	81,0	78,3	75,9	73,5	71,4	69,3
Spiral I & II	Węgry	Biura	31,8	11,8	4,1	7,9%	56,7	54,8	53,0	51,3	49,7	48,2	46,9
Metro	Węgry	Biura	15,8	11,6	2,0	7,9%	27,7	26,7	25,9	25,1	24,3	23,6	22,9
GTC House	Serbia	Biura	13,7	15,2	2,2	8,6%	28,7	27,8	26,9	26,2	25,4	24,7	24,1
Avenue 19	Serbia	Biura	17,5	15,0	2,8	8,6%	36,2	35,1	34,0	33,0	32,1	31,2	30,4
GTC Square	Serbia	Biura	22,1	11,4	2,7	8,6%	34,7	33,6	32,6	31,6	30,7	29,9	29,1
Avenue Mall	Chorwacja	Biura	4,9	14,0	0,7	8,5%	9,7	9,4	9,1	8,8	8,6	8,3	8,1
Avenue Mall Zagrzeb	Chorwacja	Galeria	25,2	19,0	4,9	8,1%	66,4	64,3	62,2	60,3	58,5	56,8	55,2
Avenue Mall Osijek	Chorwacja	Galeria	21,6	3,5	0,8	8,1%	10,5	10,1	9,8	9,5	9,2	9,0	8,7
City Gate	Rumunia	Biura	28,3	18,0	5,6	7,2%	86,3	83,1	80,1	77,3	74,7	72,3	70,0
Arad	Rumunia	Galeria	33,6	2,5	0,9	9,7%	9,6	9,3	9,1	8,8	8,6	8,4	8,2
Buzau	Rumunia	Galeria	9,3	1,6	0,2	9,7%	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
Piatra Neamt	Rumunia	Galeria	12,8	2,1	0,3	9,7%	3,1	3,0	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6
Stara Zagora	Bułgaria	Galeria	18,6	8,5	1,7	9,0%	20,7	20,1	19,5	19,0	18,5	18,0	17,5
Burgas	Bułgaria	Galeria	29,6	6,7	2,1	9,0%	26,0	25,2	24,5	23,8	23,2	22,5	22,0
Jarosova	Słowacja	Biura	9,3	6,6	0,6	8,2%	8,4	8,1	7,9	7,6	7,4	7,2	7,0
Prague Marina Office Centre	Czechy	Biura	3,8	4,8	0,2	8,0%	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Sazka Office	Czechy	Biura	6,7	6,4	0,4	7,3%	6,3	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1
Harfa	Czechy	Galeria	13,1	20,5	3,0	7,1%	47,1	45,3	43,7	42,1	40,7	39,3	38,1
Suma/średnia			557,5	12,0	72,3	7,7%	1038,3	1002,1	968,3	936,7	907,2	879,4	853,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Położenie	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz netto [EUR/m2]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]	Szacowany CAPEX [mln EUR]	MV - CAPEX [mln EUR]	Zdyskontowana wartość MV - CAPEX [mln EUR]
Galeria Wilanów*	Polska	galeria	61,0	25,0	16,8	6,7%	251,3	144,0	107,3	87,8
Galeria Białoleka*	Polska	galeria	64,0	25,0	17,7	6,7%	263,6	135,0	128,6	108,2
Fourty One, e. 1	Serbia	biura	10,3	14,1	1,7	8,6%	19,3	14,6	4,7	4,5
Suma/średnia			135,3	21,4	36,2	7,3%	534,2	293,6	240,6	200,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; * założenia dotyczące exit yield są konserwatywne. Zaznaczamy, że wraz z otrzymaniem pozwoleń na budowę i większą liczbą najemców, jesteśmy skłonni do obniżenia stopy kapitalizacji galerii

A3. Pozostałe nieruchomości (jako BV uznajemy wartość po odpisach z raportu bieżącego z 16.12.2014)

Pozostałe nieruchomości	BV [mln EUR]	BV z dyskontem [mln EUR]
Pozostałe nieruchomości inwestycyjne, które mogą być sprzedane	120,2	93,9
Projekty mieszkaniowe	26,9	21,0
Grunt pod zabudowę	41,3	32,2
Razem	188,4	147,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

W naszej wycenie uwzględniamy metodę porównawczą. Została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-16 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej (zaprezentowaliśmy podmioty krajowe i zagraniczne). Wyceny dokonaliśmy na podstawie wskaźnika P/BV na lata 2015-16, który w naszym odczuciu najlepiej odzwierciedla wartość deweloperów komercyjnych. Wartość 1 akcji wynosi 6,15 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln EUR	EUR
A1	Deweloperzy krajowi	400,6	1,14
A2	Deweloperzy zagraniczni	645,8	1,84
B = (A1*50% + A2*50%)	Wycena końcowa [EUR]	523,2	1,49
	Kurs EUR/PLN		4,13
	Wycena końcowa [PLN]	2 160,9	6,15

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza deweloperów krajowych

	P/BV	
	2015	2016
Echo Investment	0,9	0,8
PHN	0,6	0,7
Mediana	0,8	0,7
GTC	0,8	0,8
Premia dyskonto	5,3%	1,9%
Wycena wg wskaźnika	1,12	1,16
Waga roku	50%	50%
Wycena 1 akcji [EUR]	1,14	

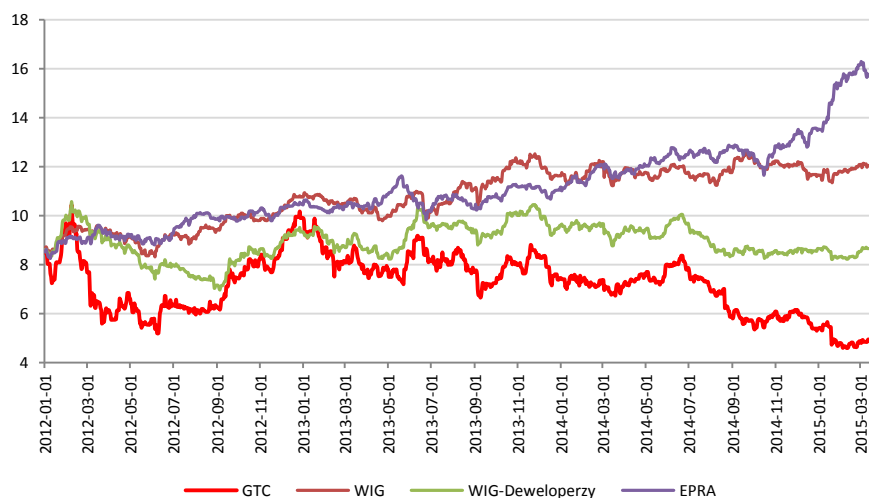
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza deweloperów zagranicznych

	P/BV	
	2015	2016
Unibail	1,0	0,9
Klepiere	6,5	4,9
Atrium	0,7	0,7
CA Immobilien	0,8	0,8
Deutsche Euroshop	1,5	1,5
Gagfah	1,7	1,6
Castellum	1,5	1,4
Hammerson	1,0	0,9
Mediana	1,2	1,2
GTC	0,8	0,8
Premia dyskonto	-35,8%	-35,7%
Wycena wg wskaźnika	1,84	1,84
Waga roku	50%	50%
Wycena 1 akcji [EUR]	1,84	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

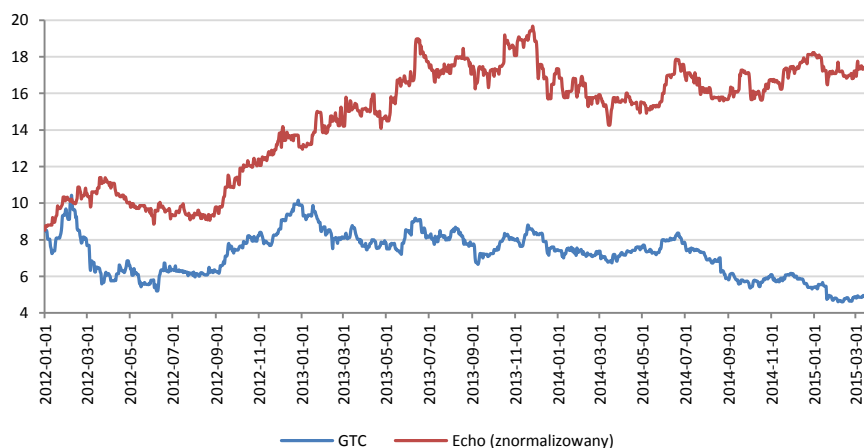
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Odnosząc się do indeksu branżowego widać, że GTC jest notowane znacznie poniżej benchmarku.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

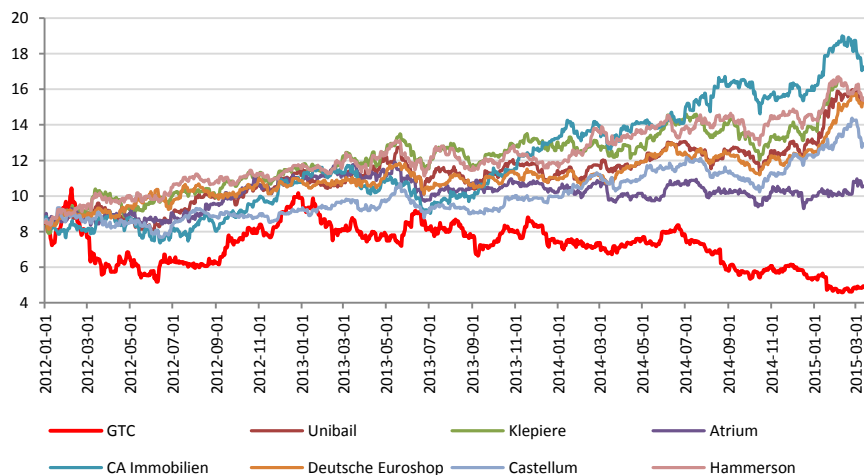
Zachowanie kursu na tle Echo



Kolejne odpisy skutkowały coraz gorszym zachowaniem kursu względem największego giełdowego konkurenta.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu GTC na tle deweloperów zagranicznych



Odpisy, których dokonywało GTC skutkowało także słabością kursu na tle podmiotów zagranicznych.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Emisja akcji

W 3Q'14 GTC zapowiedziało emisję 140 mln akcji z prawem poboru po cenie nie niższej niż 5 PLN/walor. Pozyskane środki miałyby pozwolić na realizację niedawno zapowiedzianej strategii, która zakłada budowę dwóch dużych obiektów w Warszawie oraz ma pozwolić na zakup kilku inwestycji w głównych miastach Polski i stolicach rynków, na których obecnie działa spółka. NWZA, które miało zadecydować o emisji odbyło się 13 października br. i odrzuciło uchwałę dotyczącą wyemitowania nowych akcji. Zarząd GTC zapowiedział jednak, że będzie starał się przekonać obecnych akcjonariuszy do swoich planów, co ma zakończyć się emisją w 1H'15.

▪ Odpisy na projektach

GTC jest narażone na dokonywanie odpisów na posiadanych obiektach. W 2Q'14 wartość odpisów wyniosła 10,9 mln EUR na projektach mieszkaniowych oraz 54,5 mln EUR na obiektach komercyjnych. W grudniu spółka opublikowała raport z wstępną wyceną portfolio, zgodnie z którym istniejące obiekty straciły na wartości ok. 71 mln EUR (w tym 18 mln EUR projekty w Chorwacji i 26 mln EUR obiekty w Rumunii), grunty pod zabudowę komercyjną ok. 28 mln EUR, a projekty mieszkaniowe ok. 22 mln EUR. Łączna wartość odpisów, których GTC może dokonać w 4Q'14 stanowi ok. 22% kapitałów własnych.

▪ Ryzyko kredytowe

W raporcie bieżącym z 16.12.2014 r. spółka zakomunikowała, że w wyniku planowanych odpisów naruszone zostaną kowenanty kredytowe w przypadku kilku projektów komercyjnych (AV Osijek, Arad, Stara Zagora, Piatra Neamt). Suma kredytów z tyt. wymienionych inwestycji to ok. 72 mln EUR (gwarantowane). GTC musi w okresie 6-12 miesięcy od otrzymania zawiadomienia od kredytodawcy doprowadzić do spełniania warunków w umowach (LtV = 100%). Również w przypadku 2 projektów mieszkaniowych spółka naruszyła wymagany poziom LtV (kredyty w wys. 34 mln EUR; zobowiązania niegwarantowane przez GTC). Zwracamy uwagę, że zarząd prowadzi rozmowy z kredytodawcami w celu restrukturyzacji zadłużenia.

▪ Koncentracja na jednym segmencie

Na początku roku władze spółki ogłosiły w swojej strategii, że rezygnują z działalności mieszkaniowej i zamierzają się skupić na działaniach dotyczących tylko i wyłącznie obiektów handlowych i biurowych. Głównym powodem decyzji jest odciążenie bilansu i zakończenie nierentownej działalności, która obciążała wyniki GTC dodatkowymi odpisami. Patrząc na największe podmioty krajowe jest to podejście zgoła odwrotne, bowiem zarówno Echo, jak i LC Corp zamierzają kontynuować oba kierunki działalności.

▪ Ryzyko opóźnień otrzymania pozwoleń na budowę obiektów handlowych

Brak pozwolenia na budowę galerii lub jego opóźnienie może skutkować znacznym spadkiem przychodów, a tym samym wyniku finansowego Dewelopera komercyjnego. Obecnie GTC oczekuje na pozwolenia na budowę dwóch bardzo dużych obiektów handlowych (Białołęka i Wilanów), które powinny być oddane do użytku w 2H'16 oraz na początku 1Q'17.

▪ Brak finansowania dużych obiektów

Deweloperzy komercyjni są zmuszeni do finansowania budowanych projektów ze środków zewnętrznych. Obecnie GTC posiada 940 mln EUR długu, a przy braku emisji akcji, którą planują władze spółki pod koniec roku 2014, poziom zadłużenia ulegnie istotnemu zwiększeniu na koniec 2017 roku.

▪ Wahania kursów walut

GTC wykazuje jako walutę nominalną EUR, dzięki czemu unika niekorzystnych różnic kursowych. Osłabienie EUR w relacji do PLN powoduje jedynie nieznaczny wzrost strat z tyt. różnic kursowych (w walucie PLN denominowane są jedynie 2 serie obligacji).

▪ Nasycenie powierzchnią handlową

Dużym zagrożeniem dla osiągnięcia sukcesu nowootwieranych galerii handlowych i biur jest nasycenie powierzchnią handlową oraz spadek footfall. Według danych JLL rynek warszawski jest jednym z najmniej nasyconych stołecznych rynków w Europie, co w perspektywie budowy i otwarcia dwóch dużych obiektów, jest dobrym prognostykiem.

WYNIKI HISTORYCZNE I SZACUNKI 4Q'2014

Szacujemy, że wyniki GTC w 4Q'14 były zdecydowanie gorsze r/r, co było rezultatem dużo wyższych odpisów, których spółka dokonała w 4Q'14. W ujęciu przychodowym nastąpił spadek r/r, przez co wpływ z najmu i sprzedaży mieszkań wyniósł 31,2 mln EUR (-20,6% r/r). Wynik brutto, który wypracowała spółka uległ obniżeniu do 19,9 mln EUR (-17,9% r/r), co było wynikiem niższych przychodów w segmencie komercyjnym (sprzedaż udziałów w Galerii Kazimierz). Przy uwzględnieniu odpisów strata EBITDA w 4Q'14 wyniosła 105,9 mln EUR (-21,8 mln EUR; gdyby oczyścić EBITDA o przeszacowanie nieruchomości inwestycyjnych, wynik operacyjny powiększony o amortyzację wyniósłby 25,8 mln EUR, co sugeruje poprawę o 30,0% r/r). Na poziomie netto GTC odnotowało księgową stratę w wysokości 104,6 mln EUR (-4,2 mln EUR r/r). Po oczyszczeniu o przeszacowanie wynik netto wyniósł ok. 16,4 mln EUR.

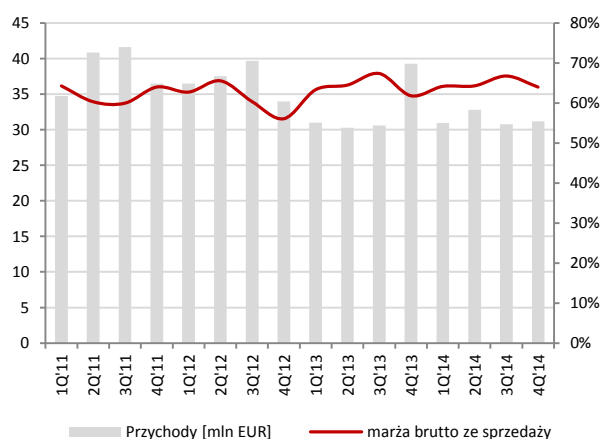
W ujęciu całorocznym przychody ze sprzedaży spółki spadły o 4,1% r/r do poziomu 125,7 mln EUR, a wynik brutto ze sprzedaży obniżył się do 81,4 mln EUR (-3,1% r/r). Wynik EBITDA uwzględniający odpisy wyniósł -120,2 mln EUR, co wynika z dokonanych przeszacowań dokonanych przede wszystkim w 4Q'14. Strata netto w '14 była bliska 171,9 mln EUR (+4,9 mln EUR r/r).

Wyniki skonsolidowane GTC [mln EUR]

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14
Przychody	39,3	31,0	32,8	30,8	31,2
Wynik brutto ze sprzedaży	24,3	19,9	21,1	20,5	19,9
EBITDA	-84,1	15,0	-47,7	18,4	-105,9
EBITDA oczyszczona*	19,8	16,9	17,7	19,4	25,8
EBIT	-84,2	14,9	-47,8	18,3	-106,0
EBIT oczyszczony*	19,7	16,8	17,6	19,2	25,6
Wynik netto	-100,2	-1,8	-70,1	4,6	-104,6
Wynik netto oczyszczony*	3,7	0,2	-4,7	5,5	16,4
marża brutto ze sprzedaży	61,8%	64,1%	64,3%	66,7%	64,0%
marża EBITDA (oczyszczona)	50,4%	54,6%	54,1%	62,9%	82,6%
marża EBIT (oczyszczona)	50,1%	54,4%	53,7%	62,4%	82,2%
marża netto (oczyszczona)	9,5%	0,6%	-14,5%	18,0%	86,6%

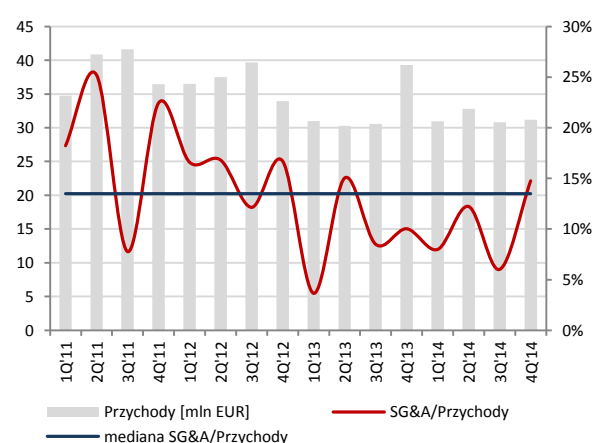
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki skorygowane o wartość odpisów

Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



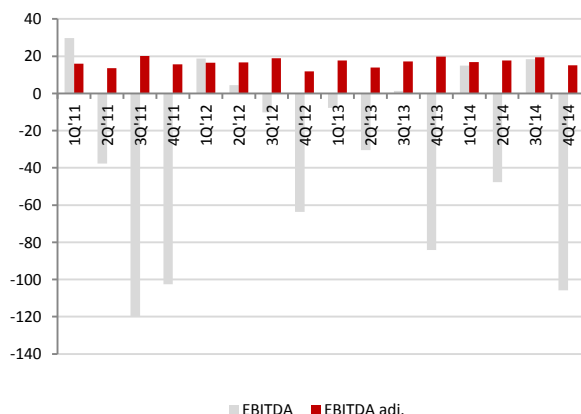
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA oczyszczona o odpisy [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wynik netto i wynik netto oczyszczony [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki wg segmentów działalności

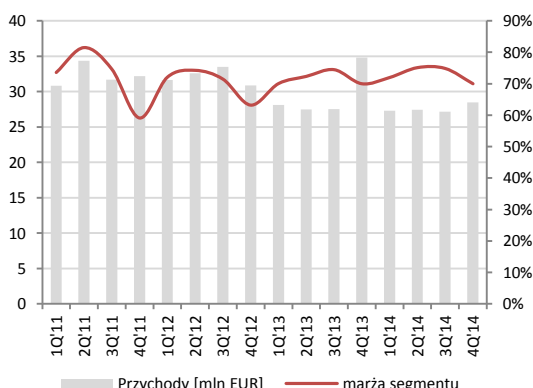
Szacujemy, że segment mieszkaniowy w 4Q'14 wypracował 2,7 mln EUR wpływów, co oznacza spadek o 1,8 mln EUR r/r. Przychody w segmencie najmu wyniosły 28,5 mln EUR, co względem wyników, które prezentowało GTC w 4Q'13 jest obniżeniem. Należy zwrócić uwagę, że jest to wynik sprzedaży pozostałych 50% udziałów w galerii Kazimierz. Niemniej GTC udało się utrzymać marżę brutto obiektów komercyjnych na poziomie 70,0%.

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14*
Przychody	31,0	30,3	30,6	39,3	31,0	32,8	30,8	31,2
obiekty komercyjne	28,1	27,5	27,5	34,8	27,3	27,4	27,1	28,5
mieszkania	2,9	2,8	3,0	4,5	3,7	5,4	3,6	2,7
Wynik brutto segmentu	19,6	19,5	20,6	24,3	19,9	21,1	20,5	19,9
obiekty komercyjne	19,7	19,9	20,5	24,3	19,6	20,6	20,3	19,9
mieszkania	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	0,2	0,5	0,2	0,0
marża brutto ze sprzedaży	63,3%	64,5%	67,3%	61,8%	64,1%	64,3%	66,7%	64,0%
obiekty komercyjne	70,0%	72,3%	74,5%	70,0%	72,0%	75,1%	74,9%	70,0%
mieszkania	-	-	2,8%	-	6,0%	8,8%	5,8%	0,0%

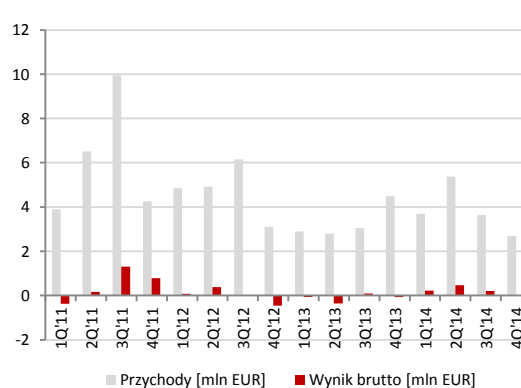
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *szacunki BDM

Wyniki segmentu najmu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

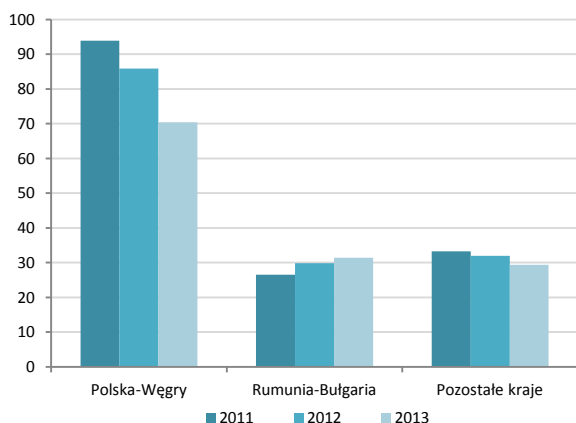
Zdecydowany udział w przychodach grupy stanowi region Polska-Węgry, który generuje ok. 49,3% łącznych przychodów GTC. W 3Q'14 deweloper uzyskał 15,2 mln EUR wpływów z obu segmentów działalności (w tym 14,5 mln EUR z tytułu wynajmu). Przychody, które wygenerowały obiekty w stolicach państw (poza Polską i Węgrami) wyniosły w 3Q'14 12,2 mln EUR, co odpowiadało za ok. 39,6% całkowitych przychodów, a pozostałe obszary dodały 3,4 mln EUR przychodów (ok. 11,1% w 3Q'14).

Porównując wyniki działalności komercyjnej zauważalny jest spadek przychodów z tyt. najmu w 1-3Q'14 względem 1-3Q'13, co wynika przede wszystkim ze sprzedaży pozostałej części udziałów w krakowskiej galerii Kazimierz (transakcja miała miejsce na początku 2014 roku i opiewała na ok. 90 mln EUR; sprzedane zostało 50% udziałów w inwestycji). Mimo to marża brutto segmentu komercyjnego w Polsce i na Węgrzech utrzymała się na wysokim poziomie 79,6% w 3Q'14.

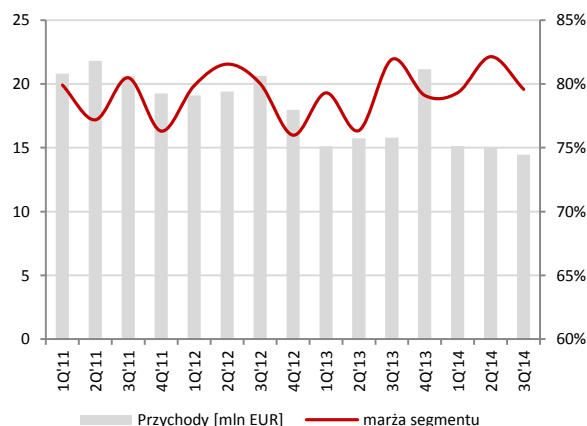
Lepiej prezentują się stolice państw, w których działa GTC. Przychody ze sprzedaży wzrosły o 3,3 mln PLN do 12,2 mln EUR. W dużej mierze jest to wynik większej liczby przekazanych mieszkań, z których przychody były bliskie 2,9 mln EUR. Marża brutto ze sprzedaży segmentu jest bliska 57,5%. W mniejszych miastach wpływy z najmu wzrosły do ok. 3,4 mln EUR (+10,6 mln EUR r/r), a rentowność podniosła się do 48,8% (+17,0 p.p.).

Dla działalności GTC marginalny pozostaje wpływ segmentu mieszkaniowego. Łączne przychody ze sprzedaży segmentu w 3Q'14 wyniosły 3,6 mln EUR, z czego 0,6 mln EUR zostało wygenerowane z przekazania lokali w Polsce (projekt mieszkaniowy w Konstancinie), a ok. 3,0 mln EUR w Rumunii i Bułgarii. Zwracamy uwagę, że średnia rentowność brutto dla wszystkich krajów w latach 2010-13 wynosi 1,5%, co powoduje, że segment jest nierentowny operacyjnie. Dlatego też zarząd dewelopera zdecydował się na zakończenie działalności tego typu.

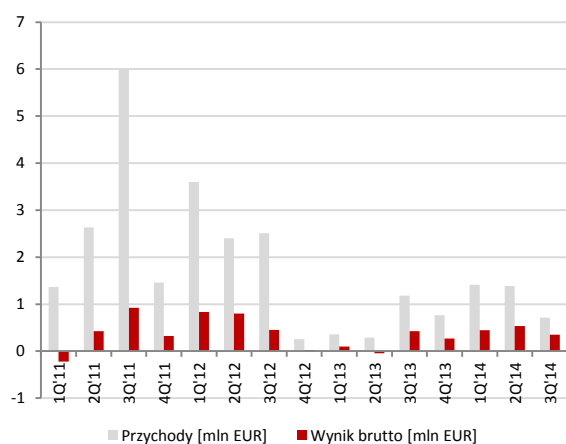
Przychody wg krajów [mln EUR]



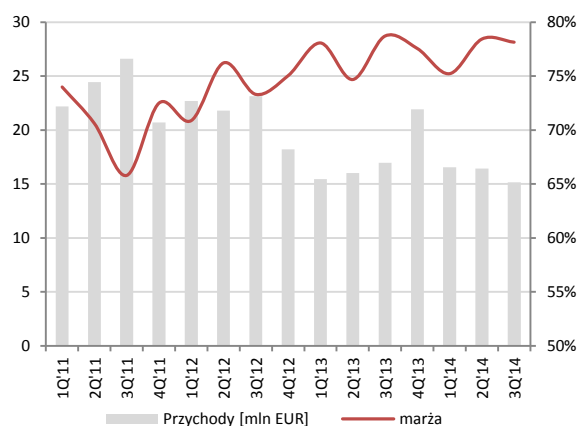
Wyniki segmentu komercyjnego w Polsce i na Węgrzech



Wyniki segmentu mieszkaniowego w Polsce i na Węgrzech



Podsumowanie wyników w Polsce i na Węgrzech



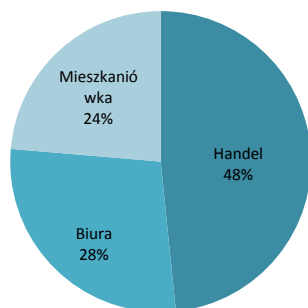
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Odpisy aktualizujące

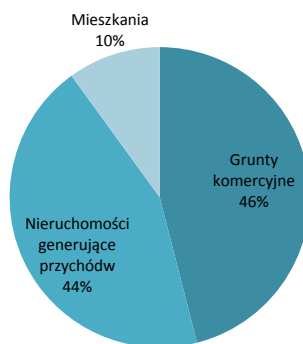
W 1-3Q'14 GTC dokonało odpisów, które wyniosły łącznie 67,0 mln EUR (wg prezentacji inwestorskiej za 3Q'14). Największe odpisy dotknęły obiekty handlowe (34,2 mln EUR) oraz biurowe (26,1 mln EUR), co łącznie stanowiło 90% wszystkich odpisów. Największy udział w odpisach pod względem geograficznym miały nieruchomości w Chorwacji (ok. 37% ogółu), a także Rumunii (20%) i na Węgrzech (17%). Najmniej na wartości straciły inwestycje w Polsce (ok. 5% wartości odpisów) i na Słowacji (ok. 2%). Wśród obiektów handlowych największe przeszacowanie dotknęło Avenue Mall w Zagrzebiu (spadek wartości o 16,0 mln EUR) oraz rumuńską galerię Arad (spadek o 6,0 mln EUR).

W grudniu spółka poinformowała o wstępnych wycenach nieruchomości za 4Q'14. Zgodnie z raportem nastąpił znaczny spadek wartości inwestycji komercyjnych oraz mieszkaniowych, co łącznie ma skutkować odpisami w wys. 133 mln EUR, w tym 71 mln EUR dotyczy działających obiektów, ok. 28 mln EUR posiadanego banku ziemi na projekty komercyjne oraz 22 mln EUR projektów mieszkaniowych. Wśród istniejących obiektów największe odpisy dotknęły projekty w Chorwacji, Rumunii i Bułgarii (łącznie 52 mln EUR). Jednocześnie średnia stopa kapitalizacji dla portfela ukończonych aktywów ma wynosić 8,9%, a ERV ok. 13,1 EUR/m²/m-c.

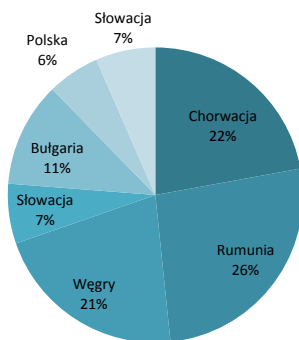
Odpisy wg klasy obiektów



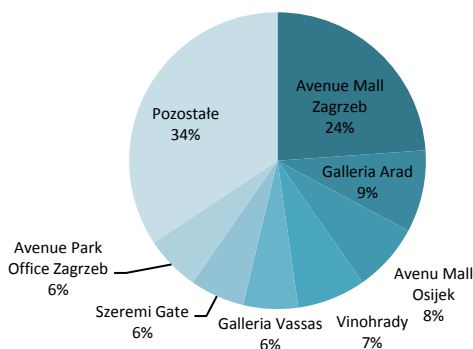
Odpisy wg typu nieruchomości



Odpisy wg kraju



Odpisy w poszczególnych obiektach

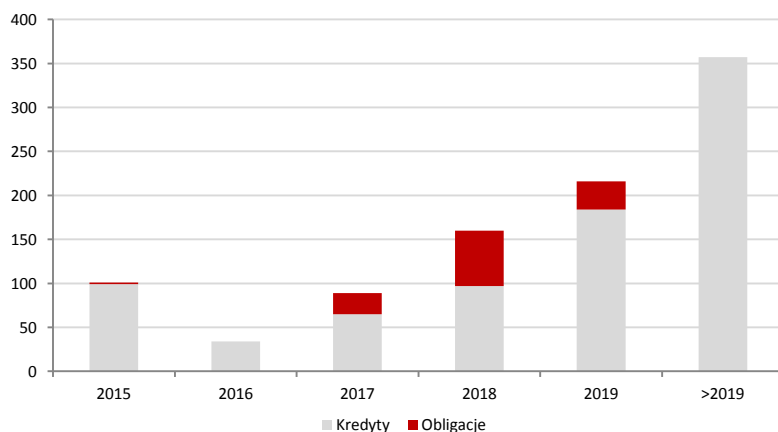


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

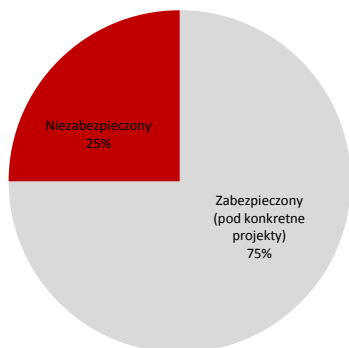
Na koniec 3Q'14 zadłużenie spółki wynosiło 941 mln EUR. Składają się na to kredyty o wartości 820,4 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 121,0 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 75%). Warto zaznaczyć, że blisko 44,0% długu zostało zaciągnięte ze stałym oprocentowaniem. Dodatkowo aż 85% zadłużenia jest wyrażone w EUR. Spółka stara się stosować hedging naturalny poprzez dopasowanie waluty kredytów i obligacji do waluty stawki najmu, co ma zapobiegać negatywnym różnicom kursowym.

Harmonogram spłat w kolejnych latach

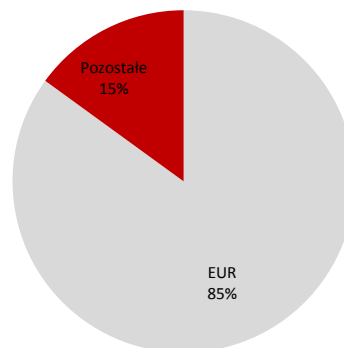


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zabezpieczenie zadłużenia GTC



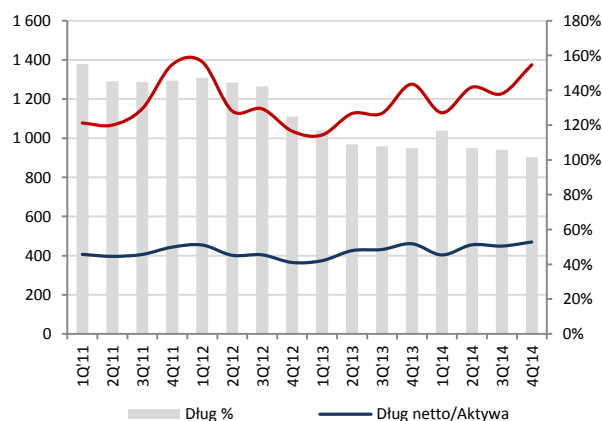
Waluta zadłużenia GTC



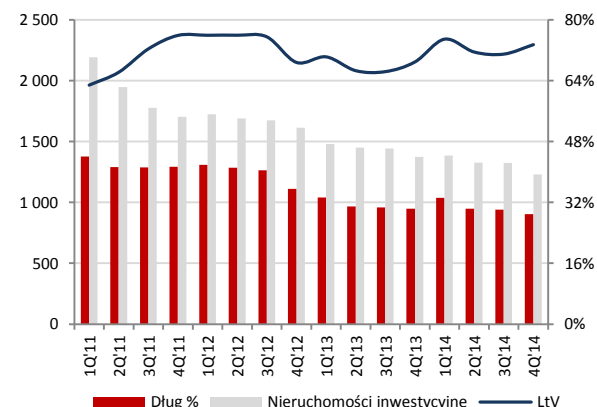
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W związku z otrzymanymi wycenami, naruszone zostały kowenanty kredytowe w przypadku AV Osijek, galerii Arad, Stara Zagora i Piatra Neamt (LtV > 100%). Łączne zadłużenie dla tych obiektów wynosi 72 mln EUR i jest gwarantowane przez spółkę. Również w przypadku 2 projektów mieszkaniowych zostały złamane warunki umów kredytowych (Felicity, Sasad), których zadłużenie jest bliskie 34 mln EUR (kredyty niegwarantowane). Zarząd GTC prowadzi obecnie rozmowy z kredytodawcami w sprawie restrukturyzacji zadłużenia. Pod uwagę brana jest również sprzedaż nierentownych inwestycji (zarówno komercyjnych, jak i mieszkaniowych). Według spółki LtV na koniec 4Q'14 ma wynosić 58%.

Dług netto/aktywa i dług netto/kapitał własny



LtV nieruchomości inwestycyjnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przeznaczenie kredytów

Typ	Projekt	Kraj	Wartość [mln EUR]
Kredyt	Globis Poznań	Polska	15,0
Kredyt	Korona Business Park	Polska	42,4
Kredyt	Globis Wrocław	Polska	25,6
Kredyt	Nothus	Polska	15,8
Kredyt	Zefirus	Polska	15,8
Kredyt	Corius	Polska	12,4
Kredyt	Kazimierz Office	Polska	27,5
Kredyt	Galeria Jurajska	Polska	101,8
Kredyt	Francuska	Polska	19,1
Kredyt	University Business Park	Polska	16,4
Kredyt	Center Point I	Węgry	20,4
Kredyt	Center Point II	Węgry	24,2
Kredyt	Metro	Węgry	19,8
Kredyt	Spiral	Węgry	22,6
Kredyt	Jarosowa	Słowacja	3,7
Kredyt	Burgas	Bułgaria	25,6
Kredyt	Stara Zagora	Bułgaria	22,8
Kredyt	Galeria Varna	Bułgaria	18,1
Kredyt	AM Osije	Chorwacja	15,8
Kredyt	AM Zagreb	Chorwacja	26,8
Kredyt	Galeria Arad	Rumunia	27,6
Kredyt	Citygate	Rumunia	92,0
Kredyt	NCC	Rumunia	5,8
Kredyt	Rose Garden	Rumunia	3,8
Kredyt	Felicity	Rumunia	25,6
Kredyt	Block 41	Serbia	16,1
Kredyt	Avenue 19	Serbia	23,9
Kredyt	GTC House	Serbia	11,5
Kredyt	Sasad Resort	Węgry	8,3
Kredyt	Renaissance	Węgry	4,1
Pożyczki	Spółki zależne i współzależne	-	117,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przeznaczenie i zapadalność obligacji [mln EUR]

Typ	Cel	Wartość	Data wykupu
Obligacje	Refinansowanie obligacji zapadających w 2Q'14	48,1	2018-19
Obligacje	Refinansowanie obligacji	72,5	2017-18

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2015 I KOLEJNE OKRESY

W roku 2015 spodziewamy się, że przychody ze sprzedaży GTC będą bliskie 124,1 mln EUR, osiągając jednocześnie 82,7 mln EUR wyniku brutto. Nieznaczny spadek przychodów r/r będzie wynikał z mniejszej liczby przekazanych mieszkań. Kluczowe dla wyników spółki będą odpisy, których może dokonać deweloper. Naszym zdaniem należy liczyć się z księgowymi odpisami na poziomie ok. 40,5 mln EUR (stanowi to 7,7% kapitałów własnych). Tym samym EBITDA powinna wynieść 30,5 mln EUR (oczyszczona o odpisy ok. 71,0 mln EUR), natomiast na poziomie netto możemy mieć do czynienia ze stratą 4,4 mln EUR (po oczyszczeniu ok. 36,1 mln EUR zysku).

W segmencie komercyjnym spodziewamy się ustabilizowania wyników finansowych. Oczekujemy, że przychody w '15 będą bliskie 113,4 mln EUR. Jednocześnie średnioroczna marża brutto ukształtuje się na poziomie ok. 73%. Największy wpływ na wyniki segmentu będą mieć odpisy. Według naszych założeń w '15 należy liczyć się z utratą wartości portfolio w wysokości ok. 40,5 mln EUR. Zwracamy jednak uwagę, że byłyby one znacznie niższe niż w minionych latach (w '13 wyniosły 167,6 mln EUR, a w '14 155,8 mln EUR). Możliwa jest również sprzedaż niektórych obiektów komercyjnych (szczególnie w Rumunii), które w przeszłości najmocniej obciążały bilans dewelopera.

W segmencie mieszkaniowym oczekujemy wyprzedawania posiadanych na zapasach lokali. Obecnie GTC posiada dwa projekty: w Konstancinie oraz Rose Garden w Bukareszcie. Według naszych szacunków deweloper ma do przekazania jeszcze ok. 300 lokali, które powinny zostać oddane do końca '16. W modelu przyjmujemy, że rentowność w obu projektach wynosi 0% (założenie konserwatywne). Tym samym wpływy segmentu w '15 mogą być bliskie 15,4 mln EUR. Zwracamy uwagę, że GTC wygasza ten sektor działalności i docelowo nie zamierza jej kontynuować. Również w naszym odczuciu, działalność nie kreuje wartości dodanej dla spółki.

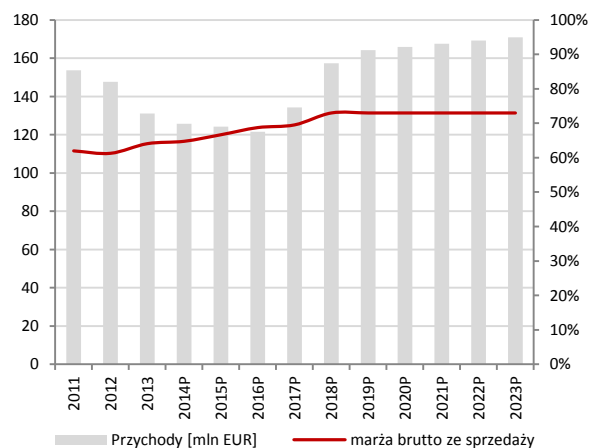
Skokowej poprawy wyników oczekujemy w latach '17-'18, kiedy to GTC odda do użytku 2 duże obiekty: Galerię Wilanów (61,0 tys. m² GLA; spodziewana data otwarcia to 2Q'18) oraz Galerię Białoleka (64,0 tys. m², oczekiwany przez nas termin rozpoczęcia funkcjonowania to końcówka 3Q'17). Liczymy, że stawki czynszu netto w obu projektach będą mieścić się w przedziale 25-26 EUR/m²/m-c. Do tej pory spółka pozyskała jako głównych najemców m.in. spółki z grupy LPP oraz HM. Szacowane przez nas łączne roczne NOI dla obu galerii wynosi 35-36 mln EUR. Liczymy, że wraz z rozpoczęciem działalności tych inwestycji oraz po spłacie obligacji, GTC będzie w stanie wprowadzić stałą politykę dywidendy (w modelu przyjmujemy wypłatę na poziomie 30,0% zysku netto).

Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe) [mln EUR]

	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody	39,3	31,0	32,8	30,8	31,2	30,9	30,9	31,0	31,3	147,6	131,1	125,7	124,1	121,6	134,2
Wynik brutto ze sprzedaży	24,3	19,9	21,1	20,5	19,9	20,3	21,2	21,2	20,0	90,4	84,0	81,4	82,7	83,6	93,3
EBITDA	-84,1	15,0	-47,7	18,4	-105,9	18,4	17,1	19,1	-24,1	-50,8	-121,0	-120,2	30,5	83,2	177,5
EBITDA oczyszczona	19,8	16,9	17,7	19,4	25,8	18,4	17,1	19,1	16,4	63,9	68,7	69,2	71,0	71,9	80,5
EBIT	-84,2	14,9	-47,8	18,3	-106,0	18,3	17,0	19,0	-24,2	-51,3	-121,4	-120,6	30,0	82,7	177,0
EBIT oczyszczony	19,7	16,8	17,6	19,2	25,6	18,3	17,0	19,0	16,3	63,4	68,3	68,7	70,5	71,4	80,0
Wynik netto	-100,2	-1,8	-70,1	4,6	-104,7	7,5	6,8	8,1	-26,8	-132,2	-176,8	-171,9	-4,4	36,0	108,8
Wynik netto oczyszczony	3,7	0,2	-4,7	5,5	27,0	7,5	6,8	8,1	13,7	-17,5	12,9	17,4	36,1	24,7	11,8
marża brutto ze sprzedaży	61,8%	64,1%	64,3%	66,7%	64,0%	65,7%	68,6%	68,4%	64,0%	61,3%	64,1%	64,8%	66,7%	68,7%	69,5%
marża EBITDA (oczyszczona)	50,4%	54,6%	54,1%	62,9%	82,6%	59,6%	55,3%	61,5%	52,5%	43,3%	52,4%	55,0%	57,2%	59,2%	60,0%
marża EBIT (oczyszczona)	50,1%	54,4%	53,7%	62,4%	82,2%	59,2%	54,8%	61,1%	52,1%	42,9%	52,1%	54,6%	56,8%	58,7%	59,6%
marża netto (oczyszczona)	9,5%	0,6%	-14,5%	18,0%	86,4%	24,4%	21,9%	26,1%	43,8%	-11,9%	9,8%	13,8%	29,1%	20,3%	8,8%
Segment wynajmu															
Przychody	34,8	27,3	27,4	27,1	28,5	28,2	28,2	28,3	28,6	128,6	117,9	110,3	113,4	114,5	127,8
z tyt. czynszu	26,4	21,0	21,0	20,8	21,6	21,7	21,7	21,7	21,7	98,7	90,4	84,4	86,7	87,6	97,8
usługi dodatkowe	8,4	6,3	6,4	6,4	6,9	6,5	6,6	6,6	6,9	29,9	27,5	25,9	26,6	26,9	30,0
NOI	26,4	21,0	21,0	20,8	21,6	21,7	21,7	21,7	21,7	98,7	90,4	84,4	86,7	87,6	97,8
Wynik brutto	24,3	19,6	20,6	20,3	19,9	20,3	21,2	21,2	20,0	90,4	84,4	80,5	82,7	83,6	93,3
marża brutto segmentu	70,0%	72,0%	75,1%	74,9%	70,0%	72,0%	75,1%	74,9%	70,0%	70,3%	71,6%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%
Zobowiązania % [mln PLN]	948,6	1038,3	949,0	940,9	912,9	889,9	876,9	863,9	858,6	1110,6	948,6	902,9	858,6	961,5	1063,7
Nieruchomości inwestycyjne [mln PLN]	1375,7	1385,9	1326,4	1325,3	1228,8	1231,4	1233,9	1242,2	1221,9	1613,7	1375,7	1228,8	1221,9	1351,5	1567,7
LTV	69,0%	74,9%	71,5%	71,0%	74,3%	72,3%	71,1%	69,6%	70,3%	68,8%	69,0%	73,5%	70,3%	71,1%	67,9%
Segment mieszkaniowy															
Przychody	4,5	3,7	5,4	3,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	19,0	13,2	15,4	10,8	7,1	6,4
Wynik brutto ze sprzedaży	-0,1	0,2	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,9	0,0	0,0	0,0
marża brutto	-1,6%	6,0%	8,8%	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%

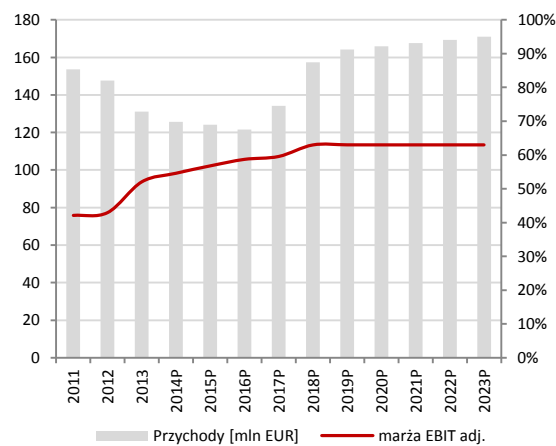
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży



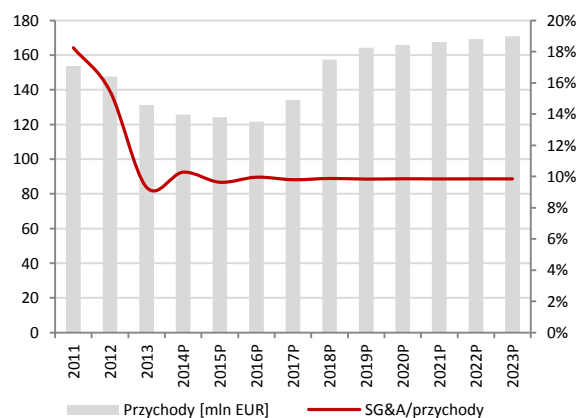
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] i marża EBIT



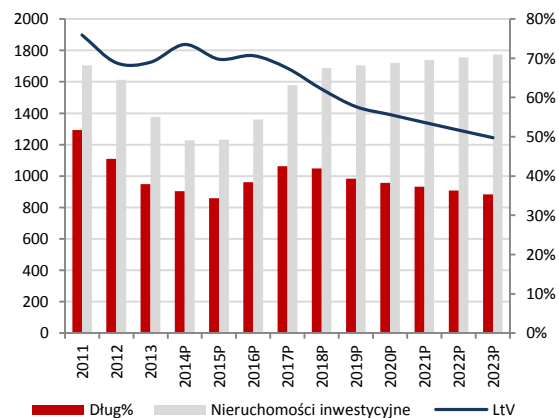
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV nieruchomości inwestycyjnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA SPÓŁKI

GTC jest jednym z największych deweloperów na rynku nieruchomości komercyjnych w rejonie Europy Środkowej i Środkowo-Wschodniej. Obecnie jej działalność obejmuje takie kraje jak: Polska, Rumunia, Chorwacja, Serbia, Czechy, Rosja, Słowacja, Węgry i Ukraina. Grupa funkcjonuje od 1994 roku.

Głównym właścicielem jest fundusz inwestycyjny Lone Star, który kontroluje obecnie 29,9% udziałów GTC. Lone Star nabył pierwotnie 27,8% akcji GTC od spółki Kardan, która była założycielem grupy, za 160,0 mln EUR w listopadzie 2013 r. Wyjście Kardana z akcjonariatu GTC było spowodowane przede wszystkim potrzebami płynnościowymi, bowiem podmiot musiał spłacić obligacje zapadające w 1Q'14. W styczniu 2014 roku Lone Star dokupił 2,2% udziałów dewelopera. Wśród akcjonariuszy posiadających powyżej 5% posiadają fundusze: Aviva (10,2% akcji), ING (13,3% udziałów) oraz PZU, które dysponuje 9,0% głosów. Pozostali akcjonariusze posiadają 37,7%. Walory dewelopera są notowane w indeksie WIG30, a także MSCI, Dow Jones STOXX Eastern Europe 300 Index, FTSE EPRA/NAREIT Emerging Index i GPR250.

Główni akcjonariusze spółki

Akcjonariusz	Liczba posiadanych akcji	% kapitału	Liczba głosów	% głosów
LSREF III GTC Investments BV	105 047 251	29,9%	105 047 251	29,9%
AVIVA OFE	35 898 010	10,2%	35 898 010	10,2%
ING OFE	46 607 394	13,3%	46 607 394	13,3%
OFE PZU	31 445 571	9,0%	31 445 571	9,0%
Pozostali	132 311 774	37,7%	132 311 774	37,7%
RAZEM	351 310 000	100%	351 310 000	100%

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Od momentu powstania grupy GTC wybudowało ok. 950,0 tys. m² powierzchni komercyjnej (biurowej i handlowej), a także 300,0 tys. m² powierzchni mieszkalnej. W przeciągu 20 lat działalności 1/3 ukończonej powierzchni komercyjnej została sprzedana (np. galerie Kazimierz i Mokotów), a także przekazała klientom ok.85% wybudowanych mieszkań (głównie w Polsce i Rumunii). Na koniec 4Q'14 w swoim portfolio GTC posiadało 28 ukończonych projektów komercyjnych (łącznie powierzchnia przypadająca dla GTC to 540 tys. m²), ok. 40 tys. m² lokali mieszkalnych oraz grunty przeznaczone pod zabudowę mieszkaniową o możliwym PUM 483,0 tys. m².

Galerie handlowe w portfolio GTC

Nazwa	Kraj	Całkowita powierzchnia najmu [tys. m ²]	Udział GTC
Jurajska	Polska	49,0	100,0%
Avenue Mall Zagrzeb	Chorwacja	36,0	70,0%
Avenue Mall Osijek	Chorwacja	29,0	80,0%
Arad	Rumunia	33,0	100,0%
Buzau	Rumunia	13,0	100,0%
Piatra Neamt	Rumunia	13,0	100,0%
Stara Zagora	Bułgaria	25,0	75,0%
Burgas	Bułgaria	25,0	80,0%
Harfa	Czechy	41,0	32,0%
RAZEM		264,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Biura w portfolio GTC

Nazwa	Kraj	Całkowita powierzchnia najmu [tys. m ²]	Udział GTC
Galileo	Polska	10,0	100,0%
Globis Poznań	Polska	13,0	100,0%
Newton	Polska	10,0	100,0%
Edison	Polska	11,0	100,0%
Nothus	Polska	9,0	100,0%
Zephyrus	Polska	9,0	100,0%
Globis Wrocław	Polska	15,0	100,0%
CB Kazimierz	Polska	15,0	100,0%
University Business Park	Polska	19,0	100,0%
Francuska Office Centre	Polska	22,0	100,0%
Corius	Polska	9,0	100,0%
Center Point I & II	Węgry	43,0	100,0%

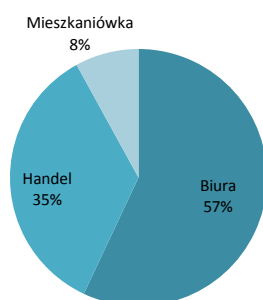
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Biura w portfolio GTC – cd.

Nazwa	Kraj	Całkowita powierzchnia najmu [tys. m ²]	Udział GTC
Spiral I & II	Węgry	32,0	100,0%
Metro	Węgry	16,0	100,0%
GTC House	Serbia	14,0	100,0%
Avenue 19	Serbia	17,0	100,0%
GTC Square	Serbia	22,0	100,0%
Avenue Mall	Chorwacja	7,0	70,0%
City Gate	Rumunia	48,0	59,0%
Stara Zagora	Bułgaria	25,0	75,0%
Burgas	Bułgaria	37,0	80,0%
Jarosowa	Słowacja	13,0	70,0%
Prague Marina Office Centre	Czechy	13,0	32,0%
Sazka Office	Czechy	21,0	32,0%

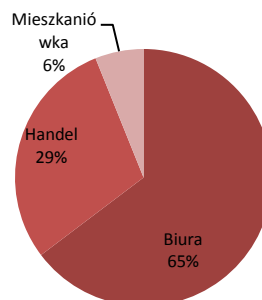
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portfolio spółki wg segmentu na koniec 4Q'13...



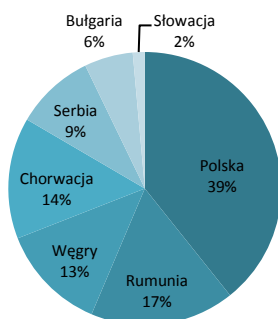
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 4Q'14



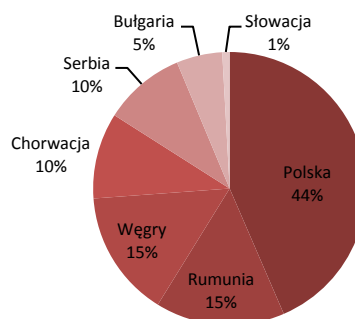
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aktywa generujące przychód wg BV na koniec 4Q'13...



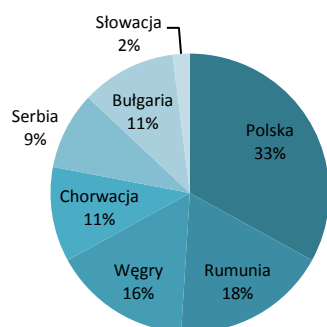
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 4Q'14



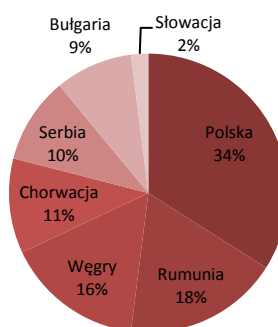
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aktywa generujące przychód wg powierzchni na koniec 4Q'13...



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 4Q'14



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

POLSKA

W 4Q'14 mieliśmy do czynienia z małą aktywnością na rynku nieruchomości handlowych. Podobnie jak w poprzednich kwartałach otwarte zostały 3 nowe obiekty (Galeria Dębiec, Vivo! I Centrum Galardia), a jedna galeria została rozbudowana (CH Rywał w Białej Podlaskiej). Łącznie duże obiekty handlowe dostarczyły 65,0 tys. m² powierzchni użytkowej (w 1Q'14 było to ok. 140,5 tys. m², a w 2Q'14 ok. 64 tys. m²). Podaż została dodatkowo uzupełniona o parki handlowe oraz magazyny, co wygenerowało kolejne 91,0 tys. m² powierzchni.

Analizując geograficzne rozmieszczenie projektów, zdecydowaną rolę odgrywają największe aglomeracje. Należy zwrócić uwagę, że w ciągu ostatnich 5 lat średnie i mniejsze miasta zyskały na znaczeniu, zwiększając tym samym swój udział w całkowitym rocznym wolumenie podaży. Z badań rynku przeprowadzonych przez DTZ wynika, że większość nowych centrów handlowych otwieranych w okresie 2012-2013 nie przekroczyła wielkości 15,0 tys. m² GLA, co wskazuje na wzrost ostrożności deweloperów w związku z trudniejszym procesem pozyskiwania środków na realizację projektów.

Obserwując ostatnie transakcje rynkowe, można zauważyć, że rynek dąży do stabilizacji *exit yield*. Obecna stopa kapitalizacji dla galerii handlowych jest bliska 8,5%, natomiast dla parków handlowych oscyluje w okolicach 9,5%. Warto zauważyć, że największe obiekty, takie jak Silesia City Center czy Galeria Kazimierz, są sprzedawane przy dużo niższej wartości *exit yield*. Należy też podkreślić, że w porównaniu z pozostałymi krajami, poziom stóp w Polsce jest stosunkowo wysoki. W'14 transakcje inwestycyjne dotyczące nieruchomości handlowych były bliskie 570,0 mln EUR. Największą transakcją w segmencie handlowym w 1H'14 była sprzedaż Poznań City Center przez Trigranit, Europa Capital i PKP na rzecz Resolution i ECE (sprzedaż miała miejsce w 1Q'14). W 2Q'14 nowego właściciela znalazła Galeria Mazovia w Płocku, którą nabyło CBRE Global Investors. W 4Q'14 największa zamknięta transakcja dotyczyła centrum Focus Mall w Bydgoszczy (122,0 mln EUR).

Transakcje sprzedaży galerii handlowych przez deweloperów giełdowych

Deweloper	Obiekt	Data sprzedaży	GLA [tys. m ²]	Wartość sprzedaży [mln PLN]	Exit yield
Echo	Echo Tarnów	2013	20,2	94,2	8,9%
	Echo Radom	2013	19,5	98,3	8,0%
	Echo Piotrków	2013	17,4	82,6	8,6%
	Echo Bełchatów	2011	9,3	44,0	7,7%
Rank Progress	Tęcza (Kalisz)	2011	33,8	151,8	8,1%
	Twierdza Zamość	2011	38,8	182,0	7,8%
GTC	Twierdza Kłodzko	2009	30,0	123,6	8,9%
	Galeria Kazimierz	2013	36,2	756,0	6,0%
ImmoFinanz	Silesia	2013	85,6	1730,4	6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., DTZ

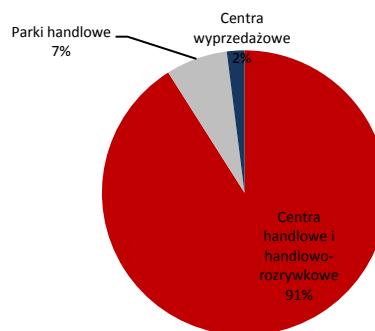
Najbardziej zróżnicowaną ofertę posiadają Warszawa, Wrocław, Kraków oraz Trójmiasto. Na rynku zauważalna jest jednak dalsza potrzeba powstawania małych centrów handlowych, a także parków handlowych o pow. poniżej 5,0 tys. m², które w przyszłości mogą odbierać klientów dużym galeriom handlowym. Według DTZ aktywność deweloperów komercyjnych kształtuje się na stabilnym poziomie, co implikuje utrzymanie podaży w kolejnych latach w granicach 550-650 tys. m². Ciągłe kontynuowanie jest trend rewitalizacji istniejących i nieco starszych obiektów (powyżej 10 lat). Oprócz dużych miast, coraz większym zainteresowaniem wśród deweloperów komercyjnych cieszą się miejscowości poniżej 100 tys. mieszkańców. Z nowych obiektów większość została wybudowana w miastach, gdzie liczba nie przekracza 100 tys. mieszkańców (ok. 45%). Uważamy, że mniejsze miejscowości są dla deweloperów atrakcyjne, ponieważ popyt na galerie ciągle jest tam duży, a lokalne rynki nie są nasycone. Obecnie realizowana podaż centrów handlowych wskazuje, że 37% powstającej powierzchni przyczyni się do wzrostu podaży w miastach poniżej 200 tys. mieszkańców. Warto jednak zauważyć, że 44% budowanej powierzchni powstanie w głównych aglomeracjach kraju. Według danych JLL w '14 na rynek trafiło ok. 455,0 tys. m², a według prognoz na '15 liczba ta zwiększy się o kolejne 498,0 tys. m². Obecnie w budowie znajduje się blisko 707,0 tys. m² nowoczesnej powierzchni handlowej, z czego centra handlowe stanowią ok. 91% (w '15 ma być oddane do użytku ok. 547,0 tys. m²). Łączna liczba dużych obiektów wynosi 31 centrów, z czego największe są: Centrum Poznania (100 tys. m²), Zielone Arkady (50 tys. m²) oraz Sukcesja (45 tys. m²).

Podaż istniejąca obiektów handlowych



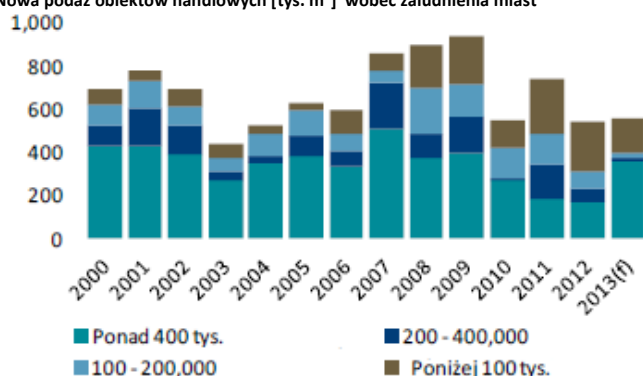
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Podaż w budowie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Nowa podaż obiektów handlowych [tys. m²] wobec zaludnienia miast



Źródło: DTZ

Z danych Jones Lang LaSalle wynika, że na koniec 4Q'14 wielkość rynku nowoczesnych obiektów handlowych wynosiła 12,4 mln m², z czego aż 71% przypada na centra handlowe. Parki handlowe zajmują 1,3 mln m², a wolnostojące magazyny prawie 1,9 mln m². Ubiegły rok stanowił poprawę względem poprzedniego, jeśli chodzi o przyrost wielkości rynku. Sektor centrów handlowych uległ zwiększeniu o 459 tys. m², z czego największe wzrosty były widoczne w największych miastach Polski (Warszawa, Kraków, Trójmieście, Katowice). Z analiz rynkowych wynika także, że wskaźnik nasycenia powierzchnią najmu centrów handlowych wzrósł o 9 m² do 229 m²/1000 mieszkańców względem 4Q'13, tj. powyżej średniej zachodnioeuropejskiej, która wynosi 260 m²/1000 mieszkańców. Wielkość rynku nowoczesnych obiektów handlowych wzrosła do poziomu 8,8 mln m² powierzchni najmu.

Polski rynek jest bardzo atrakcyjny dla międzynarodowych sieci handlowych. Gospodarka od dłuższego czasu pozostaje w dobrej kondycji, a prognozy PKB są optymistyczne (wg Consensus Forecast wzrost PKB w '14 wyniósł 3,2%, a w '15 ma być bliski 3,6%). W ostatnim czasie na rynku pojawiło się kilka nowych marek odzieżowych (np. hiszpańska sieć Inside, amerykańska Olimp Live & Fight, czy włoska Gattinoni Roma). Także już obecne sieci intensywnie szukają możliwości ekspansji. Uwaga najemców jest jednak skupiona na obiektach, które już funkcjonują, lub których termin otwarcia nie jest zbyt rozległy. Pod uwagę brane są również galerie będące w fazie rozbudowy.

Nieco wolniej rozwija się segment parków handlowych. W minionym roku deweloperzy dostarczyli 113 tys. m² powierzchni użytkowej, z czego większość stanowiło 5 inwestycji (rozbudowa kompleksów sieci Ikea we Wrocławiu i Poznaniu, Marcredo w Szczecinie, Multishop w Sochaczewie oraz Europa Centralna w Gliwicach). Na koniec 2013 r., 75% dostępnej powierzchni parków handlowych było ułokowane w ośmiu aglomeracjach, z Warszawą jako rynkiem wiodącym. Z naszych obserwacji wynika, że coraz bardziej popularne wśród deweloperów komercyjnych staje się otwieranie niewielkich parków handlowych w mniejszych miastach oraz obiektów, które stanowią uzupełnienie centrów handlowych starszej generacji.

Według danych JLL w '14 w Polsce wynajęto 445,0 tys. m² powierzchni biurowej, co stanowi wzrost o ok. 23% r/r. Najwyższy wolumen był zauważalny w Krakowie (144 tys. m²), Wrocławiu (97 tys. m²) i Łodzi (44 tys. m²). Do największych transakcji należały odnowienia umów w Green Horizon (Łódź) i Renomie (Wrocław) oraz przednajem w biurowcu Dominikański. W miastach regionalnych wybudowano łącznie 323,0 tys. m². Warto zauważyć, że podaż na rynkach poza stolicą przekroczy wolumenowo projekty

oddawane w stolicy (w '15 na stołeczny rynek ma trafić ok. 320,0 tys. m²). Warto zwrócić uwagę, że ok. 70% budowanych biurowców znajduje się w Krakowie, Wrocławiu i Trójmieście. Miasta te cieszą się najwyższym w kraju wskaźnikiem przednajmu (Kraków – 25%, Wrocław – 38%). Dodatkowo, Kraków prezentuje najniższy wskaźnik pustostanów na koniec 4Q'14 (ok. 6%), natomiast w przypadku Warszawy wynosi on ok. 13,3%.

SŁOWACJA

Zdaniem wielu ekspertów gospodarka Słowacji się stabilizuje. Pomimo problemów związanych z sankcjami UE wobec Rosji i problemami w przemyśle motoryzacyjnym, Słowacji udało się osiągnąć ok. 2,4%-owy wzrost PKB w '14. Według prognoz w latach 2015-16 PKB ma rosnąć w tempie 2,7-3,4%. Na słowackim rynku biurowym nie widać znaczących projektów. W 4Q'14 do użytku został oddany projekt Garden Stefanikova o powierzchni 5,1 tys. m². Do końca '15 ma być przekazane ok. 16,0 tys. m² nowoczesnej powierzchni biurowej (w tym 60% w klasie A), jednak w kolejnych latach należy oczekiwać zwiększenia podaży. Wg danych JLL poziom pustostanów w stolicy kraju wynosi obecnie 11,2%

WĘGRY

Węgierska gospodarka doświadczyła najszybszego wzrostu w ciągu ostatnich 8 lat – PKB w '14 wzrosło o ok. 3,2%. Jednocześnie zauważalna była obniżka stopy bezrobocia do 7,1%. Na rynku inwestycyjnym w 4Q'14 odnotowano kilka znaczących transakcji, których łączna wartość była bliska 60 mln EUR (głównie w sektorze biurowym). W '14 przeprowadzono transakcje o wartości 450 mln EUR, co jest najwyższym wynikiem od 2007 roku. W 4Q'14 łączna powierzchnia biurowa w Budapeszcie wzrosła 3,2 mln m² (otwarto 3 biurowce – Vision Towers, Corving Corner). Największym ukończonym projektem w '14 był Vaci Corner Offices (21,1 tys. m²). Poziom pustostanów zmalał do 16,2% na koniec 4Q'14 (w Budapeszcie ok. 9,9%), na co złożyły się dwa kluczowe czynniki – niska podaż oraz wysoki poziom absorpcji (125 tys. m²). Przeciętne czynsze na rynku biurowym mieszczą się w przedziale 11-14 EUR/m². Wg JLL poprawy sytuacji na rynku można się też spodziewać w '15 – podaż powierzchni ma być równa wynikowi z 1H'14, a dodatkowo blisko 100% jest już przednajęta.

CZECHY

Prognozy ekonomiczne dla Czech wydają się być solidne – specjaliści oczekują wzrostu PKB na poziomie 2,8% w '15 oraz wzrostu eksportu o ok. 5,8% (w '14 wyniósł 7,5%, spodziewany jest jednak negatywny wpływ zawirowań na linii UE-Rosja). W 2H'14 doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 1,3 mld EUR (w '14 ok. 2,0 mld EUR). Ok. 21% wartości stanowiły transakcje galerii handlowych. Zdaniem JLL poprawie uległy także stopy kapitalizacji, które dla najlepszych obiektów biurowych wynoszą 6,0-6,3%, a dla obiektów handlowych 5,3-5,5%. W 4Q'14 podaż biur w Pradze wyniosła 71,3 tys. m², na co złożyło się 7 obiektów (w '14 oddano 149 tys. m²). Obecnie łączna powierzchnia wynosi ok. 3,0 mln m². Wraz ze zwiększoną podażą wzrostowi uległy poziomy pustostanów, które dotyczą ok. 15,3% wszystkich obiektów. Wzrostu wskaźnika należy również oczekiwać w 1H'15, natomiast stabilizacja może nastąpić w 2H'15. Na rynku handlowym doszło do otwarcia 4 nowych galerii (29,0 tys. m²). W '14 oddano łącznie 99 tys. m², co oznacza spadek podaży o blisko 50% r/r.

SERBIA

Z rynków, na których działa GTC, Belgrad wydaje się być jednym z trudniejszych. W '14 Serbia odnotowała 2% spadek PKB, a prognoza na '15 przewiduje ok. 0,5% obniżenie. Znaczący wpływ wywiera poziom bezrobocia (ok. 22% w '14) i rosnący dług publiczny. Dużo lepiej wygląda natomiast perspektywa lat 2016-17 (ekonomiści zakładają ok. 3% wzrost). Problemy gospodarcze przekładają się na sytuację na rynku deweloperskim. W ciągu ostatnich 2 lat powierzchnia biurowa zwiększyła się jedynie o ok. 2%. W 4Q'14 podaż wyniosła 3,7 tys. m². W '15 do użytku mają być oddane dwa budynki – Forty One (60% wynajęcia, otwarcie w czerwcu '15) oraz Deneza. Popyt w 4Q'14 wyniósł ok. 20,0 tys. m², z czego ok. 90% stanowiły nowe umowy najmu. Niska podaż powoduje, że znacząco spada wskaźnik pustostanów, który wynosi obecnie ok. 7,8%.

CHORWACJA

Podobnie jak w Serbii, gospodarka Chorwacji boryka się ze spadkiem PKB. Wg Oxford Economics w '14 odnotowano ok. 0,6% spadek PKB. W '15 gospodarka powinna wyjść już na prostą i docelowo przyspieszyć o ok. 2% w '17. Spodziewany jest także spadek stopy bezrobocia z 19,8% w '14 do 17,9% w '17. Problemem pozostaje również utrzymujący się, wysoki dług publiczny (stanowi ok. 80% PKB) oraz spadek średniego wynagrodzenia. Otoczenie makroekonomiczne bardzo mocno odbija się na projektach deweloperskich. W 2H'14 nie dostarczono nowej powierzchni biurowej, a pustostany utrzymywały się na wysokim poziomie (ok. 19%). Średni czynsz w obiektach prime jest bliski 15 EUR/ m², natomiast w lokacjach drugiego rzutu waha się w przedziale 8-11 EUR/ m². W segmencie handlowym w '14 otwarto jeden obiekt w Buzinie (31 tys. m²). Zauważalna była także dalsza ekspansja głównych najemców – Lidla, Spary i Kauflandu. Czynsze prime w galeriach mieszczą się w przedziale 20-22 EUR/ m².

RUMUNIA

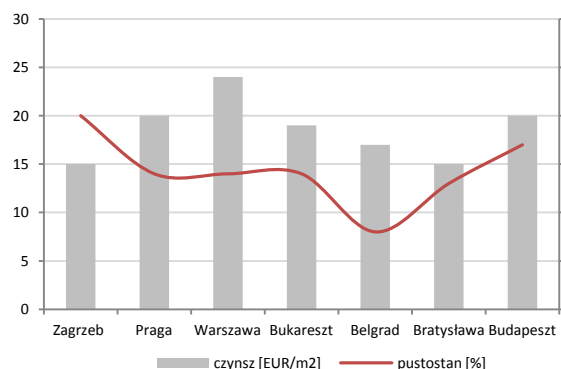
Rumuńska gospodarka pokazała w '14 wysoki wzrost sprzedaży detalicznej (7,4% r/r), co było dodatkowo wsparte 6,5% wzrostem eksportu. Analitycy Oxford Economics spodziewają się, że PKB w '15 będzie rosnąć w tempie 3,1%. Narodowy bank Rumunii obniżył aż 5-krotnie stopę procentową w ciągu ostatnich 12 miesięcy do 2,75%. W 4Q'14 odnotował transakcje inwestycyjne o wartości 514 mln EUR, a w całym '14 wyniosły one blisko 1,3 mld EUR. Patrząc na obecną sytuację na rynku deweloperskim można się spodziewać kontynuacji tych tendencji w '15. Dużej obniżki należy się natomiast oczekiwać w przypadku stóp kapitalizacji, które dla biur wynoszą ok. 8%, a dla centrów handlowych 7,8%.

Największe transakcje inwestycyjne w 2H'14 w Europie Środkowo-Wschodniej

Projekt	Położenie	Wartość transakcji [mln EUR]	Sprzedawca	Nabywca
Plac Unii	Warszawa	226	Liebrecht&Wood, BBI	Invesco
Katowice BP, T-Mobile OP	Warszawa, Katowice	195	Ghelamco	Starwood
AEW Industrial Portfolio	Łódź, Wrocław, Gdańsk	140	AEW Europe	PZU TFI
Focus Mall	Bydgoszcz	122	Aviva Investors	Atrium
Business Park Rudna	Rudna, Czechy	>90	Heitman	Prologis
Slovansky dum	Praga, Czechy	90	Invesco	Inwestor prywatny
Futurum Hradec Kralove	Hradec Kralove, Czechy	87	Heitman/GE	Meyer Bergman
Diamant Building	Praga, Czechy	70	Mueller/Erste Bank	GLL
Promenada Mall	Bukareszt, Rumunia	148	Raiffeisen Evolution	NEPI
Europolis Park Bukareszt	Bukareszt, Rumunia	>100	CA Immobilien	P3
Aupark	Koszyce, Słowacja	165	HB Reavis	NEPI
City Business Center III, IV, V	Bratysława, Słowacja	64	HB Reavis	Tatra Asset Management

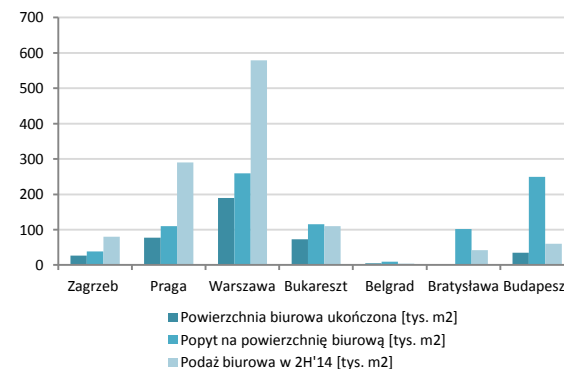
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany i prime-rent biur stolic Europy Środkowo-wschodniej



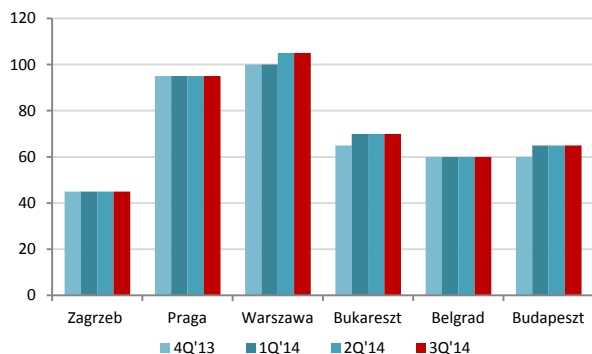
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Popyt i podaż na rynku biurowym stolic Europy Środkowo-Wschodniej



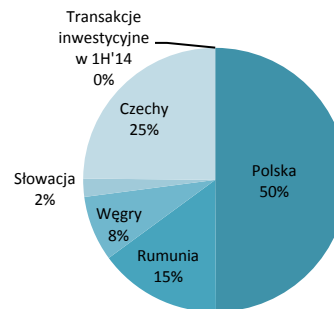
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Prime rent w galeriach w stolicach Europy Środkowo-Wschodniej



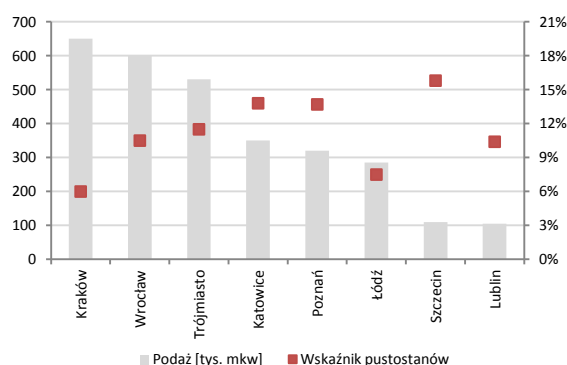
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Transakcje na rynku inwestycyjnym w 1-3Q'14



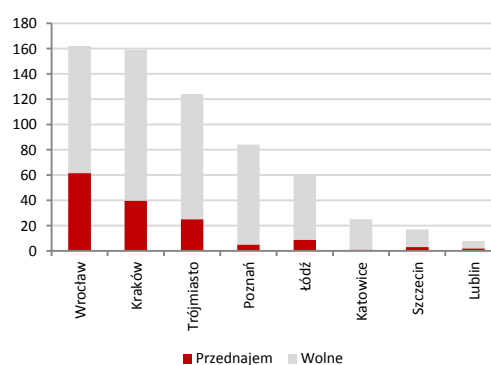
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany w miastach regionalnych w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Wynajęcie w projektach biurowych w budowie (Polska) w tys. m²



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe, w tym:	1 802,6	1 585,1	1 377,4	1 372,0	1 503,1	1 720,9	1 832,6	1 851,1	1 869,7	1 888,5	1 907,4	1 926,6	1 944,3
Nieruchomości inwestycyjne	1 613,7	1 375,7	1 228,8	1 221,9	1 351,5	1 567,7	1 677,7	1 694,5	1 711,5	1 728,6	1 745,9	1 763,4	1 781,1
Gruntły przeznaczone pod zabudowę	73,2	80,8	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3	41,3
Inwestycje w jednostkach stowarz.	42,1	119,6	100,6	102,0	103,5	104,9	106,4	107,9	109,4	110,9	112,5	114,0	114,0
Pozostałe aktywa trwałe	73,6	8,9	6,7	6,8	6,9	7,0	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8	7,8	7,9
Aktywa obrotowe, w tym:	350,3	137,4	160,4	115,5	123,3	117,1	114,3	95,5	98,7	102,7	107,9	114,5	122,5
Zapasy	81,9	40,4	24,2	13,5	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	5,3	4,0	4,4	4,4	4,3	4,5	5,1	5,7	5,8	5,9	5,9	6,0	6,0
Środki pieniężne i ekwiwalenty	227,9	56,4	90,8	56,7	71,7	71,7	68,2	48,9	51,9	55,8	61,0	67,6	75,5
Pozostałe aktywa obrotowe	35,1	36,5	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0	41,0
Aktywa razem	2 152,9	1 722,5	1 537,8	1 487,5	1 626,4	1 838,1	1 946,9	1 946,6	1 968,4	1 991,1	2 015,4	2 041,1	2 066,8
Kapitał własny	740,7	575,9	461,2	456,8	492,8	601,6	723,0	785,8	831,9	879,4	928,3	978,8	1 029,2
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	1 083,7	918,1	946,6	902,3	1 005,2	1 107,4	1 091,8	1 026,3	1 001,3	976,3	951,3	926,3	901,3
Długoterm. Część kredytów i obligacji	917,0	779,8	804,1	759,8	862,7	964,9	949,3	883,8	858,8	833,8	808,8	783,8	758,8
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	166,7	138,3	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5	142,5
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	328,4	228,5	129,9	128,3	128,5	129,1	132,1	134,5	135,2	135,4	135,7	136,0	136,3
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	193,6	168,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8	98,8
Zob. z tyt. dostaw i usług	33,7	26,6	21,5	20,0	20,1	20,7	23,7	26,1	26,8	27,1	27,4	27,6	27,9
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	101,1	33,1	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Pasywa razem	2 152,9	1 722,5	1 537,8	1 487,5	1 626,4	1 838,1	1 946,9	1 946,6	1 968,4	1 991,1	2 015,4	2 041,1	2 066,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	147,6	131,1	125,7	124,1	121,6	134,2	157,3	164,3	165,9	167,6	169,2	170,9	172,6
Koszty operacyjne	57,2	47,1	44,3	41,4	38,0	40,9	42,5	44,4	44,8	45,3	45,7	46,2	46,7
Wynik brutto ze sprzedaży	90,4	84,0	81,4	82,7	83,6	93,3	114,8	119,9	121,1	122,3	123,5	124,7	126,0
SG&A	22,8	12,2	12,9	12,0	12,1	13,1	15,5	16,2	16,3	16,5	16,7	16,8	17,0
Odpisy aktualizujące	-114,7	-189,7	-189,3	-40,5	11,2	97,0	95,5	16,8	17,0	17,2	17,3	17,5	17,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-4,2	-3,5	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	-50,8	-121,0	-120,2	30,5	83,2	177,5	195,3	121,0	122,3	123,5	124,8	126,0	127,3
EBIT	-51,3	-121,4	-120,6	30,0	82,7	177,0	194,7	120,4	121,6	122,8	124,0	125,2	126,5
Saldo działalności finansowej	-66,8	-45,6	-41,9	-38,4	-40,1	-44,4	-46,3	-44,6	-43,2	-42,0	-40,7	-39,3	-37,9
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-10,0	-4,5	-22,0	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	0,0
Wynik brutto	-125,2	-172,6	-185,5	-5,8	44,1	134,0	149,5	77,2	79,8	82,3	84,9	87,5	88,6
Wynik netto	-132,2	-176,8	-171,9	-4,4	36,0	108,8	121,4	62,8	64,9	67,0	69,0	71,2	71,8

Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	77,1	73,8	100,3	81,6	71,2	62,1	74,0	91,6	91,0	91,2	91,8	92,4	93,0
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	110,5	80,1	-8,8	-34,2	-119,0	-119,9	-15,2	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-102,1	-252,4	-56,6	-82,7	62,8	57,8	-61,9	-110,2	-87,1	-86,5	-85,7	-85,0	-84,2
Przepływy pieniężne netto	86,5	-97,9	34,3	-34,1	15,0	0,0	-3,4	-19,4	3,1	3,9	5,2	6,5	7,9
Środki pieniężne na początek okresu	141,7	224,8	56,4	90,8	56,7	71,7	71,7	68,2	48,9	51,9	55,8	61,0	67,6
Środki pieniężne na koniec okresu	227,9	56,4	90,8	56,7	71,7	71,7	68,2	48,9	51,9	55,8	61,0	67,6	75,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-4,0%	-11,2%	-4,1%	-1,2%	-2,0%	10,3%	17,2%	4,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	-2,2%	7,6%	0,5%	2,8%	1,3%	11,9%	23,9%	4,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT adj. zmiana r/r	-2,1%	7,7%	0,6%	2,7%	1,3%	12,0%	24,0%	4,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-58,2%	-173,6%	34,6%	107,9%	-31,5%	-52,2%	118,7%	78,1%	4,2%	3,9%	3,8%	3,8%	0,8%
Marża brutto na sprzedaży	61,3%	64,1%	64,8%	66,7%	68,7%	69,5%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%	73,0%
Marża EBITDA adj.	43,3%	52,4%	55,0%	57,2%	59,2%	60,0%	63,4%	63,4%	63,4%	63,5%	63,5%	63,5%	63,5%
Marża EBIT adj.	42,9%	52,1%	54,6%	56,8%	58,7%	59,6%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%
Marża netto adj.	-11,9%	9,8%	13,8%	29,1%	20,3%	8,8%	16,4%	28,0%	28,9%	29,7%	30,6%	31,4%	31,3%
ROE adj.	-2,3%	2,1%	3,3%	6,9%	4,5%	1,8%	3,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,4%
ROA adj.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dług	1110,6	948,6	902,9	858,6	961,5	1063,7	1048,1	982,6	957,6	932,6	907,6	882,6	857,6
D/(D+E)	51,6%	55,1%	58,7%	57,7%	59,1%	57,9%	53,8%	50,5%	48,6%	46,8%	45,0%	43,2%	41,5%
D/E	106,6%	122,6%	142,2%	136,5%	144,6%	137,4%	116,6%	101,9%	94,7%	88,1%	81,9%	76,2%	70,9%
Odsetki / EBIT	113,5%	71,3%	65,8%	58,0%	59,2%	58,8%	49,5%	45,6%	43,1%	41,6%	40,1%	38,6%	37,1%
Dług / Kapitał własny	149,9%	164,7%	195,8%	188,0%	195,1%	176,8%	145,0%	125,0%	115,1%	106,1%	97,8%	90,2%	83,3%
LtV	68,8%	69,0%	73,5%	70,3%	71,1%	67,9%	62,5%	58,0%	56,0%	54,0%	52,0%	50,0%	48,1%
Dług netto	882,7	892,2	812,2	802,0	889,8	992,1	979,9	933,7	905,7	876,8	846,6	815,0	782,1
Dług netto / Kapitał własny	119,2%	154,9%	176,1%	175,6%	180,6%	164,9%	135,5%	118,8%	108,9%	99,7%	91,2%	83,3%	76,0%
Dług netto / EBITDA	1382,1%	1297,8%	1175,0%	1129,1%	1236,7%	1232,2%	982,6%	896,1%	860,4%	824,4%	787,9%	750,9%	713,4%
Dług netto / EBIT	1392,8%	1306,9%	1183,1%	1137,2%	1245,9%	1240,7%	988,4%	901,7%	866,1%	830,1%	793,6%	756,4%	718,7%
EV	1292,7	1302,2	1222,2	1212,0	1299,8	1402,1	1389,9	1343,7	1315,7	1286,8	1256,6	1225,0	1192,1
Dług / EV	85,9%	72,8%	73,9%	70,8%	74,0%	75,9%	75,4%	73,1%	72,8%	72,5%	72,2%	72,0%	71,9%
CAPEX / Przychody	32,0%	22,9%	16,6%	27,5%	97,8%	89,4%	9,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	9632,2%	6212,6%	4390,0%	6736,9%	22616,3%	21752,9%	2591,3%	128,7%	120,7%	115,2%	111,7%	109,2%	107,6%
Amortyzacja / Przychody	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	-4,0%	-27,2%	-8,5%	-7,4%	-6,1%	-5,0%	-1,5%	-1,1%	-0,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-97,9%	-216,7%	-198,3%	-590,6%	-289,7%	53,6%	10,5%	26,4%	36,0%	11,3%	13,3%	12,3%	12,8%

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
MC/S	2,8	3,1	3,2	3,1	3,3	3,0	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	0,0
P/E adj.	-23,4	31,8	23,6	11,4	16,6	34,7	15,9	8,9	8,5	8,2	7,9	7,6	7,6
P/BV adj.	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/CE adj.	1,9	5,9	3,8	4,4	4,3	4,9	4,4	4,3	4,1	3,9	3,6	3,4	3,2
EV/EBITDA adj.	20,2	18,9	17,7	17,1	18,1	17,4	13,9	12,9	12,5	12,1	11,7	11,3	10,9
EV/EBIT adj.	20,4	19,1	17,8	17,2	18,2	17,5	14,0	13,0	12,6	12,2	11,8	11,4	11,0
EV/S	8,8	9,9	9,7	9,8	10,7	10,4	8,8	8,2	7,9	7,7	7,4	7,2	6,9
BVPS	2,2	7,3	6,9	7,2	7,6	8,0	10,8	11,2	11,5	11,9	12,4	12,8	0,0
EPS adj.	-2,1	-1,8	-1,1	0,3	0,4	0,4	2,8	1,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,0
CEPS adj.	0,5	-0,3	0,3	0,8	0,7	0,9	2,6	0,2	-0,5	-0,2	-0,1	0,3	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,9	19,5	20,1	20,7	21,3
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,06	0,06	0,06	0,06
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	4,8%	4,9%	5,1%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 4,82PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

Specjalista ds. analiz
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

tel. (032) 20-81-438
e-mail: brymora@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec

tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz

tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński

tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	5,77	---	---	16.03.2015	4,82	52 729

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'15:

Kupuj	4	57%
Akumuluj	1	14%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	29%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 EV/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 16.03.2015 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 19.03.2015 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 16.03.2015 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.