



Dom Maklerski BDM S.A.

GTC

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 11,17 PLN

27 MARCA 2018, 11:09 CEST

Od momentu wydania naszej poprzedniej rekomendacji w sierpniu'17 cena walorów GTC praktycznie pozostała w miejscu. Uważamy, że perspektywy, które rysują się przed spółką są zdecydowanie pozytywne i zalecamy budowę pozycji na akcjach dewelopera. W bieżącym raporcie wskazujemy m.in. na ambitne plany rozbudowy portfolio, mocny wzrost DPS oraz NAVPS i oczekiwaną poprawę wyników. W perspektywie 2018-22 deweloper chce wykorzystać sprzyjające otoczenie rynkowe (niskie yieldy z możliwością dalszej kompresji, silny popyt na powierzchnie biurowe, wzrost stawek najmu) i zamierza dostarczyć na rynek aż 431 tys. mkw. przy obecnych 646 tys. mkw. PUU. Zarząd zapowiedział również, że planuje być dalej aktywny na polu akwizycji, co finalnie ma przełożyć się na podwojenie NAVPS w okresie 4-5 lat (w naszej ocenie jest to ambitne założenie; w modelu zakładamy wzrost w wys. ok. 40%). In plus oceniamy bieżące portfolio grupy, w którym nie dostrzegamy na chwilę obecną aktywów, które mogłyby kreować ujemną wartość. Zdecydowanie doceniamy również politykę dywidendową, która została wprowadzona w ubiegłym roku – prezes Kurzmann zapowiedział wtedy, że GTC zamierza zwiększać co roku DPS w dwucyfrowym tempie; propozycja na '18 zakłada DPS = 0,33 PLN/akcję, co oznacza wzrost o 22% r/r. Mając na względzie wymienione czynniki wydajemy zalecenie Kupuj i podnosimy cenę docelową do 11,17 PLN/walor.

Zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2018-22. W budowie znajduje się obecnie 5 inwestycji (White House, Ada Mall, Green Heart, ABC I, Matrix A) o łącznej pow. użytkowej 128 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 295 mln EUR. W perspektywie roku ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 5 projektów (ABC II, City Rose Park, Matrix B, Kompakt, The Twist), które „dołożą” dodatkowe 128 tys. mkw. PUU w perspektywie lat 2019-20. W ostatniej prezentacji wynikowej GTC wskazało także, że w okresie 2019-22 mają być zakończone kolejne projekty o powierzchni 175 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć PUU o 431 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 646 tys. mkw.. W modelu nie zakładamy budowy Galerii Wilanów (wcześniej przyjmowaliśmy, że obiekt będzie otwarty w 2020 roku; spółka cały czas boryka się z problemami środowiskowymi; ewentualna zgoda na rozpoczęcie prac budowlanych skłoniłaby nas do podniesienia założeń wynikowych i samej wyceny). Sytuacja na rynkach działalności spółki jest stabilna i oczekujemy lekkiej kompresji stóp kapitalizacji, utrzymanie wysokiego popytu na powierzchnię biurową oraz wzrost stawek najmu.

W naszej rekomendacji zwracamy także uwagę na politykę dywidendową. Prezes Kurzmann wskazywał wcześniej, że spółka zamierza zwiększać poziom DPS w dwucyfrowym tempie – propozycja zarządu dot. podziału ubiegłorocznego zysku wynosi 0,33 PLN/akcję, co oznacza wzrost r/r o 22%, co odbieramy zdecydowanie pozytywnie biorąc pod uwagę ambitny plan inwestycyjny w najbliższych latach.

W perspektywie '18 liczymy, że grupa będzie kontynuowała wzrostową ścieżkę wynikową. Estymujemy, że obroty podniosą się do 174,5 mln EUR, przy jednoczesnej kontynuacji poprawy rentowności brutto ze sprzedaży (do 72,4%; +0,8 p.p. r/r). Szacujemy, że oczyszczona o rewaluację EBITDA wyniesie 102,6 mln EUR, czyli o 39% więcej niż w '17 (raportowany wynik estymujemy na 172,9 mln EUR).

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln EUR]	117,4	120,3	128,7	174,5	196,4	246,1
EBITDA adj. [mln EUR]	66,0	70,7	74,0	102,6	119,8	150,0
EBIT adj. [mln EUR]	65,5	70,2	73,5	102,1	119,0	149,1
Wynik netto adj. [mln EUR]	23,8	32,4	32,5	54,9	64,8	87,8
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9
P/E adj.	43,3	31,8	31,7	18,8	15,9	11,7
EV/EBITDA adj.	23,8	24,7	25,2	20,8	18,9	15,4
EV/EBIT adj.	24,0	24,8	25,3	20,9	19,0	15,5
DPS [EUR/akcję]*	0,00	0,00	0,02	0,08	0,09	0,10

*nie uwzględnia wartości wyemitowanych akcji „dywidendowych”

Wycena końcowa [PLN]	11,17
Potencjał do wzrostu / spadku	+21%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,24
Kapitalizacja [mln PLN]	4 345,6
Ilość akcji [mln. szt.]	470,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	10,12
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,57
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	-5,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Lone Star	61,1%
PZU OFE	10,3%
Aviva OFE	7,3%
Pozostali	21,2%

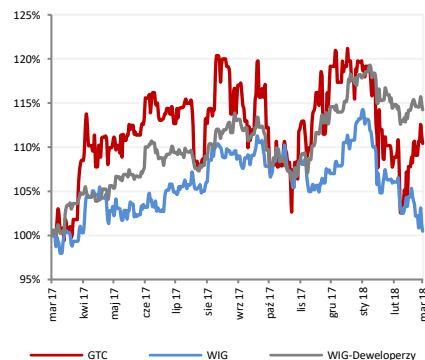
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA NAV	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
OTOCZENIE RYNKOWE	9
WYNIKI ZA 4Q'17.....	14
WYNIKI WG SEGMENTÓW DZIAŁALNOŚCI	15
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI	18
PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY	19
POLITYKA DYWIDENDOWA	21
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny GTC dokonaliśmy w oparciu o metodę sumy części (SOTP), która naszym zdaniem najlepiej oddaje wartość podmiotów z obszaru deweloperów komercyjnych (przypisaliśmy jej 70% wagi). Uwzględniamy w niej wartość rynkową istniejących obiektów biurowych i handlowych, wartość pozostałych gruntów pod zabudowę komercyjną oraz wartość zapasów mieszkaniowych (w tym posiadany bank ziemi). Pod uwagę bierzemy także analizę porównawczą (30% udział w wycenie). Tak otrzymana wycena końcowa sugeruje wartość spółki na poziomie 5,3 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 walor daje 11,17 PLN.

Podsumowanie wyceny

		młn EUR	młn PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena NAV	1 237,4	5 221,8	11,10	20,2%
B	Wycena porównawcza	1 008,6	5 332,6	11,34	22,7%
C = 70% * A + 30% * B	Wycena końcowa	1 168,7	5 255,0	11,17	20,9%

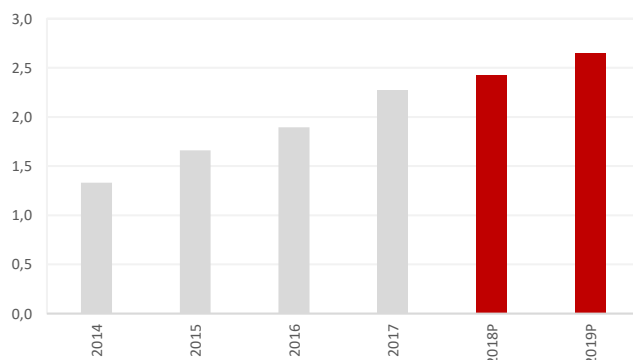
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Do tegorocznych perspektyw wynikowych dewelopera podchodzimy z optymizmem, co jest efektem oddania do użytku obiektów Galeria Północna oraz Artico w końcówce '17. Widoczny powinien być również efekt podwyżek stawek najmu na niektórych rynkach (m.in. na Węgrzech). Grupa kończy także wyprzedawać ostatnie lokale ze swojej inwestycji mieszkaniowej. Podsumowując, spodziewamy się że w ujęciu całorocznym spółka wypracuje ok. 174,5 mln EUR przychodów, ok. 172,9 mln EUR EBITDA (w tym 70,3 mln EUR zysku z rewaluacji portfolio; oczyszczona EBITDA wyniesie według naszych założeń 102,6 mln EUR, co oznacza wzrost o 39% r/r) i 111,8 mln EUR zysku netto.

Poza spodziewanym wzrostem wyników, zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2018-22. W budowie znajduje się obecnie 5 inwestycji (White House, Ada Mall, Green Heart, ABC I, Matrix A) o łącznej pow. użytkowej 128 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 295 mln EUR. W perspektywie roku ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 5 projektów (ABC II, City Rose Park, Matrix B, Kompakt, The Twist), które „dołożą” dodatkowe 128 tys. mkw. PUU w perspektywie lat 2019-20. W ostatniej prezentacji wynikowej GTC wskazało także, że w okresie 2019-22 mają być zakończone kolejne projekty (City Rose Park 3, GTC X, Galeria Wilanów, Matrix (F), Platinum Business Park 6 oraz Mikołowska) o powierzchni 175 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć powierzchnię użytkową o 431 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 646 tys. mkw.. Zwracamy również uwagę, że w związku z ambitnymi planami rozbudowy portfolio, zarząd wskazał, że jednym z celów grupy jest podwojenie EPRA NAV/akcję w perspektywie 4-5 lat.

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów GTC z poprzedniej rekomendacji. W bieżącym raporcie akcentujemy przede wszystkim planowaną silną rozbudowę portfolio grupy, która ma nastąpić w perspektywie 2018-22. Deweloper zamierza wykorzystać sprzyjające otoczenie rynkowe (oczekiwana dalsza kompresja yieldów, utrzymujący się mocny popyt na powierzchnie biurowe) i dostarczyć 431 tys. mkw. nowej powierzchni (uwzględniając Galerię Wilanów; bez tego obiektu wybudowane ma być ok. 370 tys. mkw.) przy obecnych 646 tys. mkw. W połączeniu z zapowiadаныmi przez grupę akwizycjami aktywów, ma to się przełożyć zdaniem zarządu na zdecydowany wzrost wartości księgowej na akcję (w perspektywie 4-5 lat wskaźnik ma być podwojony; w modelu przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia). Zwracamy również uwagę na mocny wzrost dywidendy – władze spółki zaproponowały wypłatę 0,33 PLN/akcję, co oznacza wzrost r/r o 22% (w dłuższej perspektywie przyjmujemy. Mając na względzie wymienione czynniki podnosimy cenę docelową do 11,17 PLN/akcję, wydając zalecenie Kupuj.

NAVPS w kolejnych latach [EUR/akcję]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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 (White House, Ada Mall, Green Heart, City Tower, GTC X, Matrix, ABC I, ABC II, Kompakt, City Rose, Matrix F, Platinum Business Park, Mikołowska). Dla pozostałych nieruchomości (projekty mieszkaniowe, posiadany grunt pod zabudowę) przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Wycena NAV sugeruje wycenę GTC na poziomie 1 237,4 mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 2,63 EUR (11,10 PLN przy kursie 4,22 EUR/PLN).

Wycena spółki metodą NAV

	Rodzaj Aktywów	Wartość [mln EUR]	Wartość [mln PLN]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]*	Komentarz
A = A1 + A2 + A3	Aktywa łącznie	2 069,2	8 732,0	18,57	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	1 706,4	7 200,8	15,31	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	304,1	1 283,3	2,73	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	58,7	247,9	0,53	Wartość bilansowa
B	Dług netto [mln EUR]	831,8	3 510,2	7,46	Wartość bilansowa na koniec 4Q'17
C = A - B	Wycena NAV	1 237,4	5 221,8	11,10	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *uwzględniamy 470,3 mln akcji

Podstawowe założenia wyceny:

- W wycenie uwzględniamy wszystkie obiekty z portfolio dewelopera. Zwracamy jednak uwagę, że możliwa jest sprzedaż niektórych projektów, zgodnie ze strategią spółki. Warto podkreślić, że w '14 deweloper dokonał znacznych odpisów, które z kolei skutkowały sprzedażą części najgorszych aktywów (głównie w miastach lokalnych w Rumunii). Obecnie nie dostrzegamy rynku, na którym mogłoby dojść do utraty wartości aktywów.
- W modelu przyjmujemy następujący harmonogram zakończenia prac budowlanych:

Projekt	Data ukończenia	//	Projekt	Data ukończenia	//	Projekt	Data ukończenia
White House	2Q'18		ABC II	2019/20		Matrix F	2021/23
Ada Mall	1Q'19		City Rose Park	2020/21		Platinum BP	2021
Green Heart	2018/19		Kompakt	2019/20		Mikołowska	2021
ABC I	1Q'19		The Twist (BCT)	2020			
Matrix A/B	2Q'19/1H'20		GTC X	2019/20			

- Projekty mieszkaniowe, grunty pod planowane inwestycje i aktywa do sprzedaży są wycenione wg wartości księgowej.
- Pozostałe założenia wyceny zostały przedstawione w tabelach poniżej.

Wrażliwość wyceny NAV na zmianę stawek czynszu i yield [mln EUR]

		yield					
		7,0%					
		ZMIANA	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
śr. ważony czynsz [EUR/mkw.]	16,3	-10%	1 791,5	1 653,8	1 535,7	1 433,4	1 343,8
		-5%	1 891,1	1 745,7	1 621,0	1 513,0	1 418,5
		0%	1 990,6	1 837,5	1 706,4	1 592,7	1 493,2
		5%	2 090,1	1 929,4	1 791,7	1 672,3	1 567,8
		10%	2 189,6	2 021,3	1 877,0	1 751,9	1 642,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A1. Założenia dla projektów ukończonych

Projekty ukończone	Położenie	Typ	GLA [tys. m ²]	Czynsz netto [EUR/m ²]	NOI [mln EUR]	Yield				MV [mln EUR]				Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
							-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,50%	+0,75%	
Galileo	Polska	Biura	10,9	14,5	1,8	7,4%	26,5	25,6	24,7	23,8	23,1	22,3	21,6	0,21
Globis Poznań	Polska	Biura	13,5	15,0	2,3	7,4%	34,0	32,8	31,6	30,5	29,5	28,6	27,7	0,27
Newton	Polska	Biura	10,6	14,0	1,7	7,4%	24,9	24,0	23,2	22,4	21,6	21,0	20,3	0,20
Edison	Polska	Biura	10,8	15,5	1,9	7,4%	28,1	27,1	26,1	25,2	24,4	23,6	22,9	0,23
Nothus	Polska	Biura	9,6	14,3	1,5	7,4%	23,0	22,2	21,4	20,7	20,0	19,4	18,8	0,19
Zephirus	Polska	Biura	9,6	14,5	1,6	7,4%	23,4	22,5	21,7	21,0	20,3	19,7	19,1	0,19
Globis Wrocław	Polska	Biura	16,1	14,8	2,7	7,4%	40,0	38,5	37,2	35,9	34,8	33,7	32,6	0,32
University Business Park, e. 1	Polska	Biura	20,2	12,5	2,8	7,4%	42,4	40,8	39,4	38,1	36,8	35,7	34,6	0,34
Francuska Office Centre	Polska	Biura	23,0	10,7	2,7	7,4%	41,3	39,8	38,4	37,1	35,9	34,8	33,7	0,33
Pascal	Polska	Biura	5,9	14,0	0,9	7,4%	13,9	13,4	12,9	12,5	12,0	11,7	11,3	0,11
Corius	Polska	Biura	9,6	10,8	1,2	7,4%	17,4	16,8	16,2	15,6	15,1	14,6	14,2	0,14
Pixel	Polska	Biura	14,3	16,5	2,7	7,4%	40,4	39,0	37,6	36,3	35,2	34,0	33,0	0,33
University Business Park, e. 2	Polska	Biura	20,2	12,5	2,8	7,4%	42,4	40,8	39,4	38,1	36,8	35,7	34,6	0,34
Sterlinga	Polska	Biura	13,4	12,0	1,8	7,4%	27,0	26,0	25,1	24,3	23,5	22,7	22,0	0,22
Neptun	Polska	Biura	16,1	13,0	2,3	7,4%	35,1	33,9	32,7	31,6	30,5	29,6	28,7	0,28
Artico	Polska	Biura	7,7	15,0	1,4	7,4%	20,4	19,7	19,0	18,4	17,8	17,2	16,7	0,16
Jurajska	Polska	Galeria	48,7	20,0	11,3	6,3%	206,1	197,2	189,0	181,4	174,4	168,0	162,0	1,63
Północna	Polska	Galeria	64,8	25,0	18,5	5,5%	388,8	369,4	351,8	335,8	321,2	307,8	295,5	3,01
Center Point I & II	Węgry	Biura	41,0	13,1	6,1	7,2%	93,9	90,4	87,2	84,1	81,3	78,7	76,2	0,76
Spiral I & II	Węgry	Biura	31,0	11,8	4,1	7,2%	64,0	61,6	59,4	57,3	55,4	53,6	51,9	0,51
Metro	Węgry	Biura	16,0	11,6	2,1	7,2%	32,5	31,2	30,1	29,1	28,1	27,2	26,3	0,26
Duna Tower	Węgry	Biura	31,0	13,0	4,5	7,2%	70,5	67,8	65,4	63,1	61,0	59,0	57,2	0,57
GTC House	Serbia	Biura	13,3	16,3	2,5	8,5%	31,9	30,9	30,0	29,1	28,2	27,5	26,7	0,26
Avenue 19	Serbia	Biura	17,1	16,3	3,2	8,5%	41,0	39,7	38,5	37,4	36,3	35,3	34,4	0,34
GTC Square	Serbia	Biura	22,1	16,0	4,0	8,5%	52,0	50,4	48,9	47,4	46,1	44,8	43,6	0,43
Forty-One, e. 1	Serbia	Biura	7,2	17,0	1,4	8,5%	18,0	17,4	16,9	16,4	15,9	15,5	15,1	0,15
Forty-One, e. 2	Serbia	Biura	10,7	17,0	2,1	8,5%	26,8	25,9	25,1	24,4	23,7	23,0	22,4	0,22
Forty-One, e. 3	Serbia	Biura	17,7	17,0	3,4	8,5%	44,3	42,9	41,6	40,4	39,2	38,1	37,1	0,36
Belgrade Business Center	Serbia	Biura	13,3	17,0	2,6	8,5%	33,3	32,2	31,2	30,3	29,5	28,6	27,9	0,27
Avenue Mall	Chorwacja	Biura	7,0	18,0	1,4	8,0%	19,2	18,5	17,9	17,4	16,9	16,4	15,9	0,16
Avenue Mall Zagrzeb	Chorwacja	Galeria	27,3	21,0	6,3	7,3%	97,4	93,8	90,4	87,3	84,4	81,7	79,1	0,78
City Gate	Rumunia	Biura	47,6	19,5	10,6	7,3%	162,8	156,8	151,2	146,0	141,1	136,5	132,3	1,31
Premium Point	Rumunia	Biura	6,4	16,0	1,2	7,3%	18,0	17,3	16,7	16,1	15,6	15,1	14,6	0,14
Premium Plaza	Rumunia	Biura	8,5	16,0	1,6	7,3%	23,9	23,0	22,1	21,4	20,7	20,0	19,4	0,19
Cascade Office	Rumunia	Biura	4,2	16,0	0,8	7,3%	11,7	11,3	10,9	10,5	10,1	9,8	9,5	0,09
Suma/średnia ważona			646,4	16,3	119,5	7,0%	1 916,0	1 840,5	1 770,8	1 706,4	1 646,5	1 590,8	1 538,8	15,31
Odchylenie MV w analizie wrażliwości							12,3%	7,9%	3,8%	0,0%	-3,5%	-6,8%	-9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Położenie	Typ	GLA [tys. m ²]	Czynsz netto [EUR/m ²]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]	Szacowany CAPEX [mln EUR]*	MV – CAPEX [mln EUR]	Zdyktowana wartość MV - CAPEX [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
White House	Węgry	biura	21,5	16,0	3,9	7,2%	54,5	19,3	35,2	34,7	0,31
Ada Mall	Serbia	galeria	34,4	27,0	10,6	8,0%	132,4	57,6	74,8	70,4	0,63
Green Heart	Serbia	biura	46,0	17,0	8,7	8,3%	105,8	38,4	67,4	63,0	0,56
City Tower	Węgry	biura	36,0	17,2	7,1	7,2%	98,0	82,5	15,5	13,5	0,12
GTC X	Serbia	biura	17,0	16,5	3,1	8,3%	37,9	25,4	12,5	11,0	0,10
Matrix	Chorwacja	biura	20,8	14,5	3,4	8,0%	42,1	35,7	6,4	5,6	0,05
ABC I	Bulgaria	biura	15,6	15,0	2,6	8,0%	32,6	19,3	13,3	12,4	0,11
ABC II	Bulgaria	biura	17,5	15,0	2,9	8,0%	36,6	24,8	11,8	10,3	0,09
Kompakt	Węgry	biura	29,0	17,2	5,6	7,2%	77,3	51,0	26,3	23,5	0,21
City Rose	Rumunia	biura	50,0	17,0	9,5	7,3%	130,8	86,6	44,2	39,0	0,35
Matrix F	Chorwacja	biura	54,7	14,5	8,9	8,0%	110,6	91,9	18,7	13,1	0,12
Platinum BP	Polska	biura	12,9	15,0	2,2	7,4%	29,2	25,0	4,2	3,2	0,03
Mikolowska	Polska	biura	15,0	15,0	2,5	7,4%	33,9	28,3	5,6	4,3	0,04
Suma/średnia			370,4	16,7	70,9	7,7%	921,8	585,8	336,0	304,1	2,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; * CAPEX pozostały do poniesienia

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	BV [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Grunty pod zabudowę	0,0	0,00
Non-core	58,7	0,53
Projekty w fazie planowania*	0,0	0,00
Razem	58,7	0,53

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *wszystkie projekty w fazie planowania są pokazane w tabeli A2

WYCENA PORÓWNAWCZA

Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2018-19 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej (osobno zaprezentowaliśmy podmioty krajowe i zagraniczne). Porównania dokonaliśmy na podstawie wskaźnika P/BV na lata 2018-19, który w naszym odczuciu najlepiej odzwierciedla wartość deweloperów komercyjnych. Wartość 1 akcji wynosi 11,34 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		EUR	PLN
A	Podmioty krajowe	3,41	14,37
B	Podmioty zagraniczne	1,97	8,31
C = 50% * A + 50% * B Wycena porównawcza		2,69	11,34

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza krajowych deweloperów komercyjnych

	P/BV	
	2018	2019
Echo	1,5	1,5
GTC	1,0	0,9
Premia/dyskonto	-31,6%	-39,3%
Wycena	3,20	3,61
Waga roku	50%	50%
Wycena końcowa [EUR]	3,41	

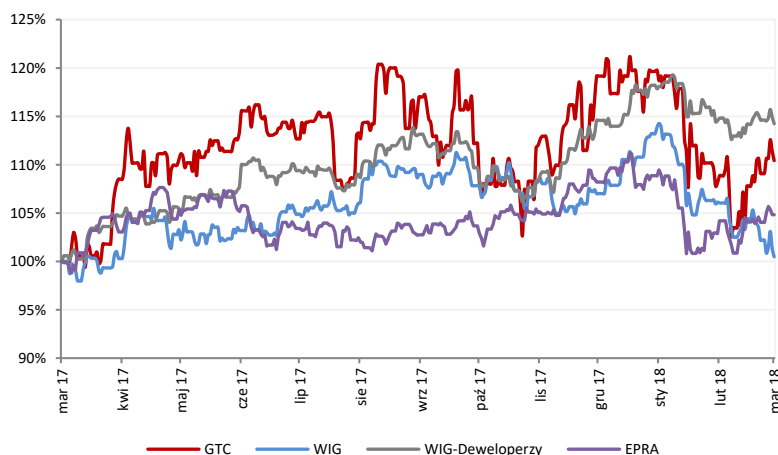
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza zagranicznych deweloperów komercyjnych

	P/BV	
	2018	2019
Unibail-Rodamco	1,1	1,0
CA Immobilien Anlagen	1,1	1,1
Deutsche Euroshop	0,9	0,8
Castellum	1,1	1,1
Hammerson	0,7	0,7
Atrium European RE	0,7	0,8
Kleppiere	0,9	0,9
Mediana	0,9	0,9
GTC	1,0	0,9
Premia/dyskonto	15,7%	7,9%
Wycena	1,90	2,04
Waga roku	50%	50%
Wycena końcowa [EUR]	1,97	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

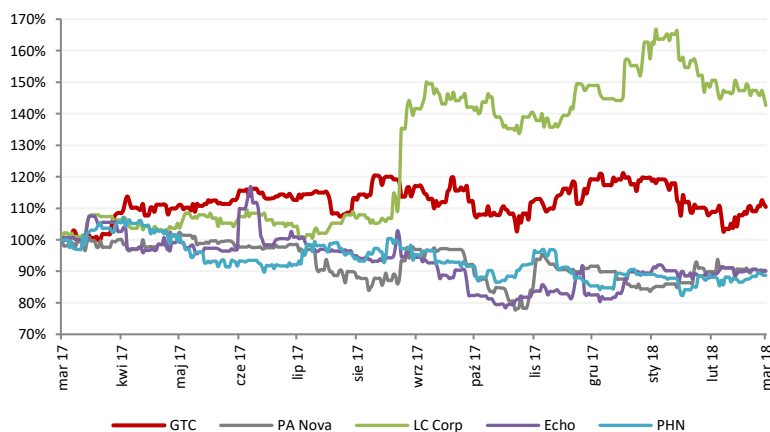
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Walory GTC od marca '17 zyskały ponad 10%, co w naszej ocenie wynikało z pozytywnych rewaluacji oraz rozbudowy portfolio. Liczymy, że wraz z dalszym rozwojem portfela nieruchomości, przełoży się to na utrzymanie pozytywnego sentymentu do akcji spółki.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

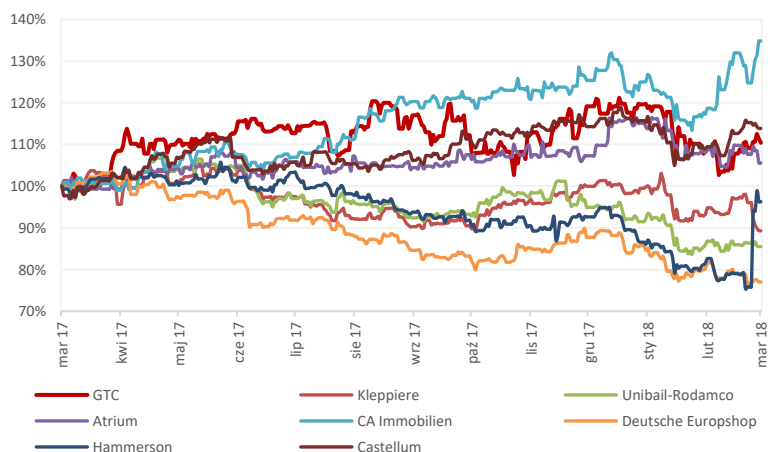
Zachowanie kursu na tle krajowych deweloperów



W perspektywie roku, najlepiej z rodzimych deweloperów komercyjnych zachowywały się akcje LC Corp, co było związane m.in. ze sprzedażą pakietu przez Leszka Czarneckiego.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu GTC na tle deweloperów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Odpisy na projektach

W minionych latach GTC dokonywało bardzo dużych odpisów na posiadanym portfolio (w latach 2011-14 wyniosły one łącznie 795 mln EUR, z czego w '13 było to 190 mln EUR, a w '14 ok. 194,4 mln EUR). W '15 grupa istotnie zrestrukturyzowała portfel nieruchomości, sprzedając m.in. projekty w Rumunii (głównie obiekty handlowe zlokalizowane w miastach lokalnych), Bułgarii i Chorwacji oraz część aktywów mieszkaniowych. Obecnie nie dostrzegamy ryzyka do wystąpienia kolejnych odpisów. Uważamy, że rynki, na których funkcjonuje GTC, ustabilizowały się, co przekłada się na stabilizację stóp kapitalizacji i spadek pustostanów.

▪ Koncentracja na jednym segmencie

Na początku '15 władze GTC w porozumieniu z głównym akcjonariuszem ogłosiły nową strategię, zgodnie z którą deweloper miał skupić się wyłącznie na działalności handlowo-biurowej. Obecnie zarząd spółki nie wyklucza jednak inwestycji mieszkaniowych, o ile będą istniały ku temu uzasadnione przesłanki.

▪ Ryzyko opóźnień otrzymania pozwoleń na budowę obiektów handlowych

Brak pozwolenia na budowę galerii lub jego opóźnienie może skutkować znacznym spadkiem przychodów, a tym samym wyniki finansowego Dewelopera komercyjnego. Po dużych opóźnieniach GTC rozpoczęło realizację Galerii Północnej, zlokalizowanej na warszawskiej Białoleśnej. Cały czas przesuwają się jednak uzyskanie pozwolenia na rozpoczęcia prac związanych z Galerią Wilanów (w modelu nie zakładamy rozpoczęcia prac).

▪ Ryzyko kredytowe

Deweloperzy komercyjni są zmuszeni do finansowania budowanych projektów ze środków zewnętrznych. Obecnie GTC posiada 893 mln EUR długu. Prowadzony model biznesowy polega na utrzymaniu w długim terminie LtV brutto na poziomie 55-60% i zakłada refinansowanie posiadanych projektów. Drugim aspektem ryzyka kredytowego jest złamanie kowenantów zapisanych w umowach z wierzycielami (taka sytuacja miała miejsce pod koniec '14, kiedy deweloper dokonał znaczących odpisów na portfolio i był zmuszony do sprzedaży części inwestycji).

▪ Wahanie 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, które zapadają w '18).

▪ 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. Z drugiej strony w Warszawie rośnie wskaźnik pustostanów związany z dużą podażą nowej powierzchni biurowej.

▪ Uwarunkowania prawne

W ostatnim czasie w życie weszły regulacje prawne, które mogą mieć wpływ na deweloperów. Pierwszą z nich jest ustawa wprowadzająca minimalny podatek dochodowy dla właścicieli nieruchomości komercyjnych, których wartość przekracza 10 mln PLN. Stawka podatku wynosi 0,035% miesięcznie i jest liczona od nadwyżki wartości nieruchomości ponad 10 mln PLN. Podatek ten podlega rozliczeniu z podatkiem dochodowym od osób prawnych. Drugą ustawą, która może się negatywnie odbić na wynikach i wycenie portfolio deweloperów, jest zakaz handlu w niedziele. Zakaz został wprowadzony od 1 marca i może skutkować presją ze strony najemców na obniżenie stawek najmu. W przypadku GTC ekspozycja na sektor handlowy w Polsce dotyczy Galerii Północnej oraz Galerii Jurajskiej.

OTOCZENIE RYNKOWE

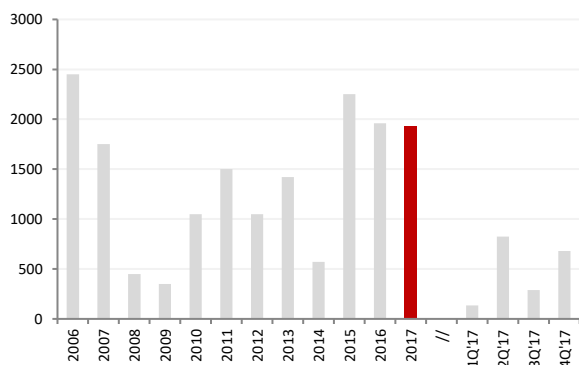
POLSKA

Dobrą sytuację makroekonomiczną potwierdzają dane GUS (niskie bezrobocie, silny wzrost PKB, przyspieszenie produkcji przemysłowej), co z kolei przekłada się na rynek nieruchomości. W segmencie handlowym podaż powierzchni w 4Q'17 była największa w całym roku i wyniosła 236 tys. mkw. (51% wartości całorocznej), z czego otwarto 5 nowych centrów handlowych (181 tys. mkw.; m.in. Wrocławia, Serenada i Skende Shopping), a kolejne 4 zostały rozbudowane. W perspektywie '18 specjaliści z JLL oczekują, że podaż zwiększy się do 361 tys. mkw., z czego 327 tys. mkw. jest już w budowie. Standardowo zdecydowana większość będzie związana z centrami handlowymi, które mają odpowiadać za ok. 3/4 nowych obiektów. Największe inwestycje w fazie budowy to m.in. Galeria Młociny (76 tys. mkw.), Forum Gdańsk (62 tys. mkw.) i Libero w Katowicach (45 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 4Q'17 wyniosła 13,8 mln mkw., z czego aż 9,8 mln mkw. stanowiły centra handlowe (408 obiektów; 71% rynku), parki handlowe odpowiadały za 3,8 mln mkw., a outlety za nieco ponad 0,2 tys. mkw. Poziom nasycenia powierzchnią handlową w Polsce wynosi obecnie 255 mkw./1000 mieszkańców (najbardziej dojrzałe są Wrocław i Poznań, gdzie nasycenie wynosi odpowiednio 729 i 727 mkw./1000 mieszkańców), co jest rezultatem powyżej średniej europejskiej (206 mkw./1000 mieszkańców), ale poniżej danych dla Europy Zachodniej (266 mkw./1000 osób; dane nie uwzględniają ulic handlowych).

W najlepszych lokalizacjach w Warszawie czynsze prime wynoszą ok. 130 EUR/mkw./m-c, z kolei w mniejszych miejscowościach jest to przedział 45-60 EUR/mkw./m-c i w kolejnych okresach poziomy ten mają się dalej utrzymywać. Średni poziom pustostanów w głównych aglomeracjach JLL szacuje na 3,3% na koniec '16. Analitycy zwracają jednocześnie uwagę, że w Warszawie niewynajęta powierzchnia odpowiada za 1,9% (dla porównania w Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu jest to odpowiednio: 6,2%, 4,5% oraz 4,1%). Stopy kapitalizacji dla najlepszych galerii handlowych obniżyły się symbolicznie do 4,9% (z 5,0%), natomiast w przypadku retail parków jest to 7,0%.

W zakończonym roku doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 1,93 mld EUR (wobec 1,96 mld EUR przed rokiem; w 4Q'17 było to 680 mln EUR). JLL wskazuje, że część transakcji przesunęła się z '17 na '18 (wcześniej liczone, że wartość przewyższy rezultaty z '16). Wśród najważniejszych transakcji w 4Q'17 należy wymienić: sprzedaż Magnolia Park przez Blakstone na rzecz Union Investment za ok. 380 mln EUR, zbycie galerii Alfa (37 tys. mkw. PUU) w Białymstoku za 92,3 mln EUR oraz zakup Factory Ursus przez TH Real Estate/Neinver od funduszu Urus za 79,7 mln EUR.

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]

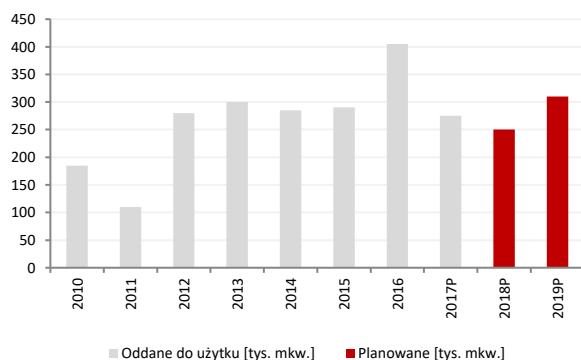


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Okres '17 dla warszawskiego rynku biurowego można uznać za udany. Popyt osiągnął niemal 820 tys. mkw. (+9% r/r), a wskaźnik pustostanów uległ obniżeniu do 11,7%, co oznacza spadek r/r o 2,5 p.p. i równocześnie najniższy poziom od '13. Analitycy JLL szacują, że w centrum Warszawy pustostany są bliskie 9,1% (-6,2 p.p. r/r), a poza centrum niewynajęta powierzchnia stanowi 13,2%. Oczekuje się, że w perspektywie '18 można liczyć na kontynuację pozytywnego trendu. Nowe umowy najmu odpowiadały za 381,6 tys. mkw. wynajętej powierzchni, z kolei 136,9 tys. mkw. to umowy w formie pre-let. Firmy zdecydowały się odnowić umowy na 210,1 tys. mkw., a ekspansje wyniosły 91,5 tys. mkw. Wśród największych umów należy wymienić przednajem City Service Poland na 18,6 tys. mkw. w Generation Park X czy odnowienie umowy przez Millennium Bank na 18,3 tys. mkw. w Harmony Office Centre. W '17 oddano do użytku 275,4 tys. mkw. biur, z czego aż 77% było zlokalizowane poza centrum Warszawy. W '18 spodziewany jest spadek podaży, z kolei

w latach 2018-19 należy liczyć się ze wzrostem nowo dostarczanej powierzchni. W budowie znajduje się obecnie 750 tys. mkw., z czego aż 78% jest zlokalizowane w centrum stolicy. Czysze pozostają w miarę stabilne – w najlepszych lokalizacjach jest to 20,5-23,0 EUR/mkw./m-c w centrum oraz 11-16 EUR/mkw./m-c poza nim. JLL wskazuje, że presja na stawki najmu powinna się zmniejszać w kolejnych kwartałach.

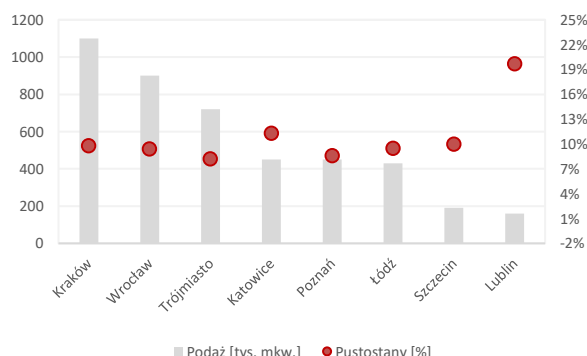
Podaż powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

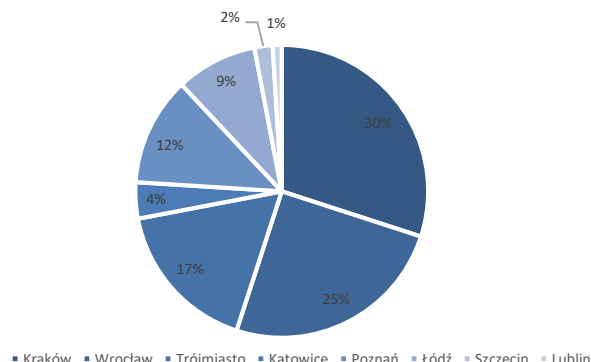
W przypadku miast regionalnych '17 należy uznać za bardzo udany – zarówno pod kątem popytu, jak i stabilnych stawek najmu. Popyt brutto wyniósł 674,6 tys. mkw., czyli o 15% więcej niż przed rokiem. Najlepiej wypadł Kraków, gdzie wynajęto 201 tys. mkw. (+7% r/r), bardzo dobrze poradziły sobie również Wrocław i Trójmiasto, gdzie podpisano umowy najmu na 169,5 tys. mkw. oraz 113,2 tys. mkw. Znaczący wzrost, bo aż o 22% r/r, wykazał rynek poznański. Analitycy JLL szacują, że ok. 184,6 tys. mkw. całego popytu stanowiły umowy przednajmu, na nowe umowy przypadło 212,4 tys. mkw., na odnowienia 182,2 tys. mkw., a na ekspansje 95,4 tys. mkw. Wśród największych umów należy wymienić pre-let w poznańskim kompleksie Nowy Rynek B na 25,5 tys. mkw., 18,9 tys. mkw. na potrzeby Comarch w Krakowie czy przednajem Credit Agricole na 15,5 tys. mkw. we wrocławskim Business Garden. Co ciekawe w '17 podpisano 13 umów przekraczających 10 tys. mkw. (czyli o 6 więcej niż przed rokiem), co potwierdza dobrą kondycję rynków regionalnych. W '17 na rynek trafiło 461 tys. mkw. (-6% r/r), z czego tylko 135 tys. mkw. było dostępne dla nowych nabywców w momencie dostarczenia na rynek. Obecnie w realizacji znajduje się 1,1 mln mkw., z czego ok. 566 tys. mkw. będzie oddane do użytku w '18 (31% jest zabezpieczone umowami pre-let). Z całej planowanej powierzchni biurowej aż 71% przypada na Kraków, Wrocław i Trójmiasto. W przypadku pustostanów zanotowano lekki trend spadkowy do 9,9%. Największe spadki odnotowano w Katowicach (-2,8 p.p. r/r), Trójmieście (-2,9 p.p. r/r) i Wrocławiu (-4,7 p.p. r/r). Wśród miast regionalnych najniższym pustostanem charakteryzuje się Trójmiasto (8,2%), a najwyższym Lublin (19,7%). W odniesieniu do stawek najmu nie odnotowano dużych zmian, jednak najemcy-w związku z dużą podażą- mogą liczyć na spore fit-outy, zwłaszcza w przypadku umów najmu w starszych obiektach.

Podaż i pustostany w 4Q'17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Udział w popycie powierzchni biurowej w miastach regionalnych w '17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Rynek biurowy w Polsce w 4Q'17

	Warszawa	Lublin	Kraków	Katowice	Łódź	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto
Podaż [tys. mkw.]	5 283,5	170,9	1 099,6	460,6	437,8	905,8	455,3	157,1	697,8
Pustostany [%]	11,7%	19,7%	9,8%	11,3%	9,5%	9,4%	8,6%	10,0%	8,2%
Popyt [tys. mkw.]	820,1	8,8	200,8	30,9	58,5	169,5	78,2	14,7	113,2
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	20,5-23,0/11,0-16	10,5-11,5	13,5-14,6	12-14	11,5-13,2	13,9-14,5	13,6-14,1	11,5-13,0	12,75-14,0
Pow. w budowie [tys. mkw.]	275,4	30,5	190,4	17,5	74,0	53,6	26,3	2,9	65,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Porównanie stawek najmu i stóp kapitalizacji w poszczególnych miastach

	Czynsz netto [EUR/mkw/m-c]	zmiana r/r	4Q'17	3Q'17	Yield [%] 4Q'16	Max 10Y	Min 10Y
Warszawa	23,75	0,0%	5,25%	5,25%	5,25%	7,00%	5,25%
Kraków	14,50	0,0%	6,00%	6,00%	6,50%	8,50%	6,00%
Wrocław	14,00	0,0%	6,25%	6,25%	6,50%	8,50%	6,25%
Gdańsk	14,50	3,6%	7,00%	7,00%	7,00%	8,50%	6,75%
Katowice	13,50	0,0%	7,50%	7,50%	7,50%	8,80%	6,50%
Poznań	14,00	0,0%	7,00%	7,00%	7,25%	8,50%	6,25%
Łódź	13,50	3,8%	7,25%	7,25%	7,75%	8,50%	6,50%
Szczecin	13,50	3,8%	8,50%	8,50%	9,00%	9,25%	6,75%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

SERBIA

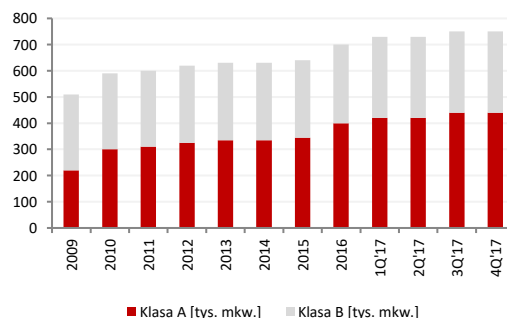
Z rynków, na których działa GTC, Belgrad przez długi okres czasu wydawał się być jednym z najtrudniejszych i bardziej specyficznych. Od '15 serbska gospodarka zaczęła się odbudowywać, a według serbskiego urzędu statystycznego PKB Serbii w 3Q'17 urosło o 2,1%. Po 3Q'17 stopa bezrobocia wynosiła 12,9% (vs 13,8% na koniec '16 i ok. 18,5% w '15). Poprawiały się również odczyty dot. sprzedaży detalicznej (w listopadzie wzrost o prawie 7% r/r) czy produkcji przemysłowej. Poprawiające się wyniki ze sfery makroekonomicznej zaczęły przekładać się na rynek deweloperski. Według raportów JLL stopy kapitalizacji dla najlepszych obiektów w obszarze komercyjnym wynoszą obecnie 8,0%, a w segmencie biurowym jest to 8,5% (bez zmian w ostatnich kwartałach). W 4Q'17 pustostany utrzymał się w okolicy 5,4% (w klasie A było to 4,9%, a w klasie B 5,9%). Na koniec '17 całkowita podaż powierzchni biurowej wynosiła ok. 750 tys. mkw. (+6% r/r), a w 4Q'17 nie ukończono żadnego nowego obiektu. Zgodnie z raportami JLL w planach jest wybudowanie ok. 156 tys. mkw. (większość w Nowym Belgradzie, w tym Green Heart). Na rynku handlowym oczekuje się powstania blisko 200 tys. mkw. powierzchni w perspektywie 2018-20 (w '18 ma zostać ukończona galeria Ada Mall przez GTC). Segment ten cechuje się cały czas jednym z najniższych wskaźników zagęszczenia powierzchni na 1000 mieszkańców w Europie (ok. 105 mkw./1000 osób).

Planowane obiekty handlowe w Serbii

Obiekt	Powierzchnia [tys. mkw.]	Data ukończenia
Ada Mall	34	2018
Big Fashion Vidikovac	70	2019
BW Galerija	93	2020

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Powierzchnia powierzchni biurowej w Belgradzie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

WĘGRY

Całkowita powierzchnia biurowa w Budapeszcie przekroczyła na koniec '17 ok. 3,4 mln mkw. PUU, z czego 2,6 mln mkw. to zasoby spekulacyjna. Obserwowana jest tendencja konsolidacji i optymalizacji wynajmowanych powierzchni przez dużych, międzynarodowych najemców co sprzyja biurowcom o wyższym standardzie. Poziom powierzchni niewynajętej na koniec '17 spadł do 7,5% (w '16 było to 9,5%; w '12 pustostany wynosiły 21%!). Dostrzegalny jest również wzrost czynszów w nowych budynkach i wynosi obecnie 14-15 EUR/mkw./m-c. Całkowita wielkość powierzchni w projektach planowanych do oddania do '19 wynosi ok. 408 tys. mkw. (ok. 1/3 stanowią projekty zlokalizowane w Korytarz Vaci, Centralnym Peszcie i Południowej Budzie), z czego 65% ma być przekazane w '18. Wśród najemców najmocniejszy popyt jest zauważalny w podmiotach z branż SSC/BPO. Aktywni są także najemcy z obszaru IT, finansowej i związani ze Skarbem Państwa.

RUMUNIA

Rumuńska gospodarka konsekwentnie kontynuuje wzrost gospodarczy, a PKB w okresie 1-3Q'17 wyniosło 6,9% (jeden z najwyższych w UE). Pozytywne trendy widać również w przypadku sprzedaży detalicznej, której dynamika w '17 była bliska 10,7%. Stopa bezrobocia jest szacowana na 4,6%. Narodowy bank Rumunii po długim okresie niskich stóp procentowych zdecydował się na ich podwyżkę (dwukrotnie w '18). W minionym roku doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości ok. 960 mln EUR, czyli o 8% powyżej wyniku z '16 (43% w segmencie handlowym). Równocześnie nieco niższa była liczba transakcji, a w Bukareszcie zrealizowano 36% z nich. Stopy kapitalizacji dla topowych inwestycji wynoszą obecnie: 7,25% w handlu, 7,5% w obszarze biurowych i 8,5% w przypadku magazynów. W '17 analitycy JLL spodziewają się dalszej kompresji stóp (wpływ niskiego bezrobocia), z czego mocniejsze ruchy powinny dotyczyć segmentu logistycznego. Czynsze w przeliczeniu na mkw. są stabilne i średnio wynoszą 18,5 EUR/mkw./m-c. W '17 popyt netto na powierzchnie biurowe wyniósł 171 tys. mkw., co implikuje przyrost o 10% r/r. Najaktywniejsze były ponownie sektory IT oraz BPO. Poziom pustostanów na koniec roku wyniósł 9,2% i w '18 oczekiwana jest jego stabilizacja. W br. ukończone mają być m.in. biurowce Orhideea Towers (37 tys. mkw.), Globalworth Campus (e. 2, 30 tys. mkw. PUU) i The Mark (25,5 tys. mkw. PUU).

BUŁGARIA

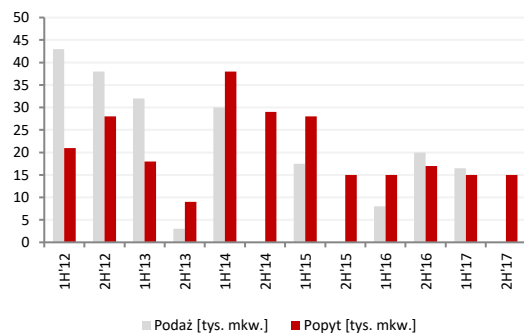
Według danych Oxford Economics PKB Bułgarii w 3Q'17 wyniosło 3,9%, a w '17 dynamika ma wynieść ponad 3%. W krótkim okresie spodziewane jest osłabienie popytu zewnętrznego i utrzymanie niskich stóp procentowych. Całkowita wartość transakcji na rynku inwestycyjnym wyniosła w '17 ok. 700 mln EUR. W 2H'17 doświadczyliśmy utrzymania stóp kapitalizacji, zarówno na rynku handlowym, jak i biurowym (w relacji do '18 spadek z 8% do odpowiednio 7,25% i 7,75%). Według analiz JLL pustostany w 1H'17 spadły do 10% (z 20% na koniec '15 i 12% w '16). W strukturze popytu zauważalny jest wzrost zainteresowania sektorów IT oraz BPO/SSC (odpowiadały za 60% zawartych w '16 umów najmu), a także zwiększona liczba zawieranych przedwstępnych umów najmu. JLL raportuje, że w obszarze handlowym lekki rozwój dotyczy jedynie obiektów zlokalizowanych poza Sofią (nie odnotowano otwarć dużych galerii). Nasycenie powierzchnią komercyjną na 1000 mieszkańców wynosi obecnie 320 mkw. (łącznie podaż wynosi 424 tys. mkw., z czego 12 tys. mkw. dostarczono w '16). Na rynku handlowym doszło dodatkowo do sprzedaży 4 obiektów, a szacunkowa wartość transakcji wyniosła 420-430 mln EUR. Czynsze wynosiły 21 EUR/mkw/m-c.

CHORWACJA

Po długim okresie recesie gospodarka Chorwacji zaczęła się odbudowywać. W 3Q'17 dynamika PKB wyniosła 3,2%, przyspieszyła również sprzedaż detaliczna, a stopa bezrobocia ukształtowała się na poziomie 12,2%. Na rynku nieruchomości bieżące stopy kapitalizacji wynoszą odpowiednio: 7,25% dla obszaru handlowego, 8,25% dla segmentu biur oraz 9,25% w przypadku logistyki (utrzymanie w ostatnich okresach). Poziom pustostanów na rynku biurowym spadł w 4Q'17 do ok. 8% (z 10% w '16; JLL oczekuje dalszego spadku pustostanów). Jednocześnie na rynek w ciągu ostatnich 12 miesięcy trafiły tylko 2 projekty o łącznej powierzchni 16,5 tys. mkw. (popyt występował głównie dzięki realokacjom). Stawki najmu dla najlepszych lokalizacji pozostają stabilne i kształtują się na poziomie 14-15 EUR/mkw./m-c. W przypadku segmentu handlowego na terenie Zagrzebia w ubiegłym roku nie otworzyło się żadne nowe centrum handlowe, a aktywność deweloperów pojawiała się raczej w mniejszych miastach (jak np. w Puli, gdzie uruchomiono retail park o powierzchni 13 tys. mkw.). Nasycenie powierzchnią na jednego mieszkańca wynosi obecnie 500

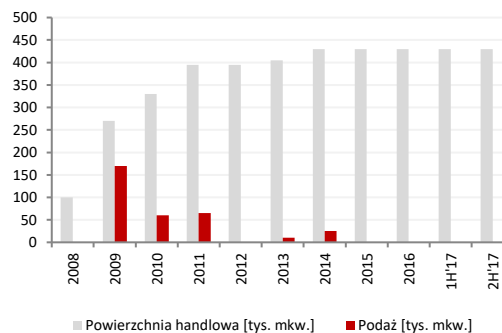
mkw./1000 osób. Całkowita powierzchnia użytkowa pozostaje stabilna od kilku lat i wynosi 447 tys. mkw. Stawki najmu w galeriach są bliskie 20-22 EUR/mkw./m-c.

Podaż i popyt na chorwackim rynku biurowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Powierzchnia handlowa i podaż w Zagrzebiu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

WYNIKI ZA 4Q'17

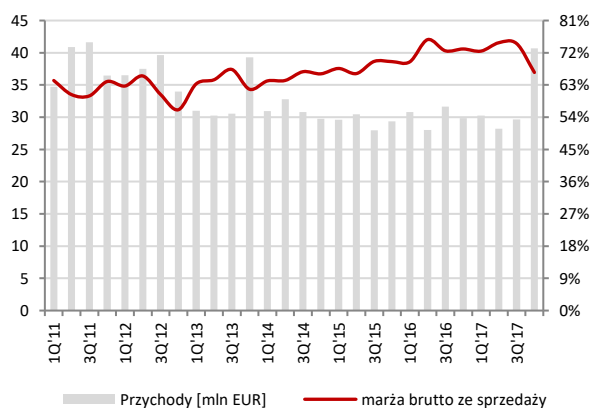
Rezultaty GTC w 4Q'17 okazały się lepsze od konsensusu. Deweloper wypracował w 4Q'17 40,7 mln EUR przychodów, ok. 65,1 mln EUR EBITDA i 11 mln EUR zysku netto. Spółka istotnie zwiększyła przychody, co jest efektem uruchomienia pod koniec 3Q'17 Galerii Północnej oraz pozytywnych wyników w obszarze mieszkaniowym. Grupa zaraportowała ok. 65,1 mln EUR EBITDA, głównie dzięki rewaluacji portfolio w wys. 43,2 mln EUR (m.in. Galeria Jurajska, Center Point, Duna Tower). Po oczyszczeniu o wycenę nieruchomości EBITDA wyniosłaby 21,8 mln EUR (wzrost o 27% r/r). Według naszych obliczeń LtV netto na koniec 4Q'17 ukształtowało się na poziomie 42,9% (-1,7 p.p. r/r).

Wyniki skonsolidowane GTC [mln EUR]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8	28,0	31,6	29,8	30,2	28,2	29,6	40,7
Wynik brutto ze sprzedaży	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4	21,2	22,9	21,8	21,9	21,1	22,1	27,0
EBITDA	17,2	15,4	15,5	44,0	25,2	34,4	33,3	62,3	43,3	41,9	72,3	65,1
EBITDA adj.*	17,6	16,9	15,9	15,5	17,8	17,8	18,0	17,1	18,9	15,2	18,1	21,8
EBIT	17,1	15,3	15,4	43,8	25,1	34,3	33,2	62,2	43,1	41,9	72,2	64,8
EBIT adj.*	17,5	16,8	15,8	15,4	17,7	17,7	17,8	17,0	18,7	15,2	18,0	21,6
Wynik brutto	3,8	7,4	10,8	33,5	18,6	27,4	24,5	54,0	33,1	35,0	65,9	54,7
Wynik netto	7,9	-1,8	10,8	26,8	16,3	18,9	71,4	53,0	32,1	27,5	52,1	44,9
Wynik netto adj.**	7,5	7,3	8,0	6,4	9,2	9,1	8,2	7,5	9,9	7,1	8,4	11,0
marża brutto ze sprzedaży	67,6%	66,2%	69,6%	69,5%	69,5%	75,7%	72,5%	73,1%	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%
marża EBITDA adj.	59,5%	55,5%	57,0%	52,9%	57,8%	63,6%	56,7%	57,5%	62,4%	54,0%	61,0%	53,6%
marża EBIT adj.	59,1%	55,1%	56,6%	52,4%	57,4%	63,2%	56,4%	57,0%	61,9%	53,9%	60,7%	53,1%
marża netto adj.	25,3%	24,1%	28,7%	21,9%	30,0%	32,6%	25,9%	25,2%	32,7%	25,1%	28,2%	27,0%
Odpisy	-0,4	-1,4	-0,4	28,5	7,4	16,6	15,3	45,2	24,4	26,7	54,2	43,2
Różnice kursowe	-3,5	1,8	1,4	1,6	0,3	2,8	-0,5	-0,2	-3,8	-0,4	1,3	-2,1

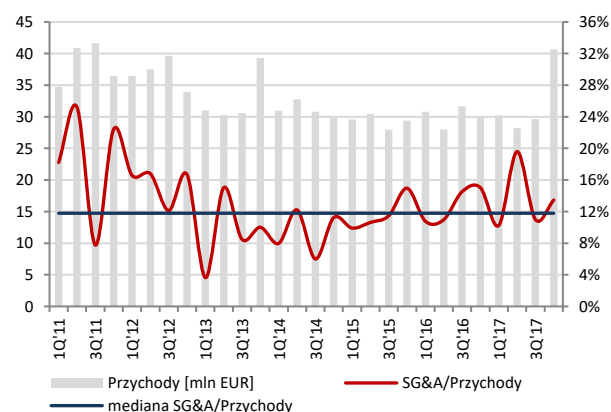
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki skorygowane o wartość odpisów; ** korekta o rewaluację portfolio i różnice kursowe

Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



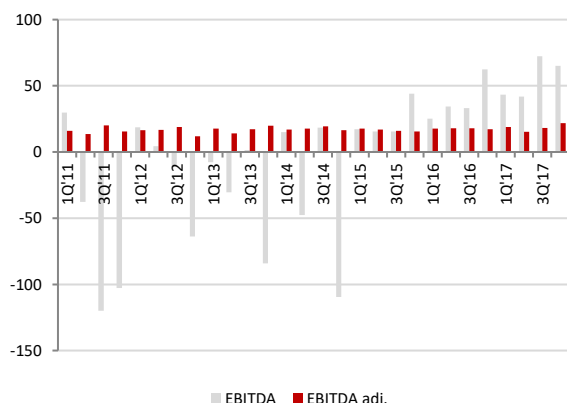
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]

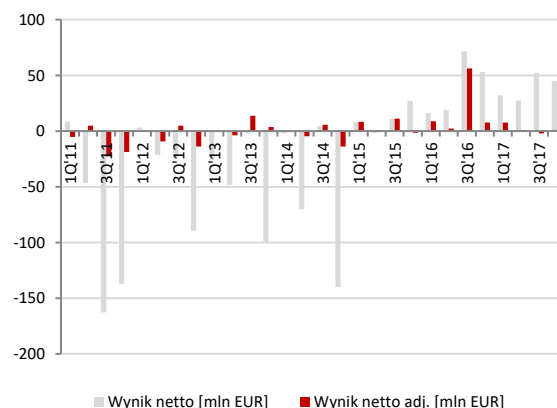


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA adj. o odpisy [mln EUR]



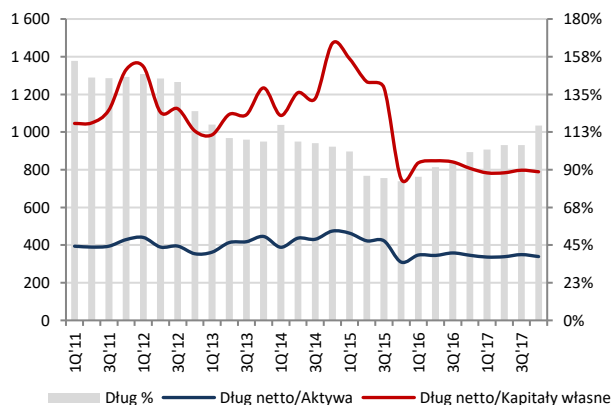
Wynik netto i wynik netto adj. [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

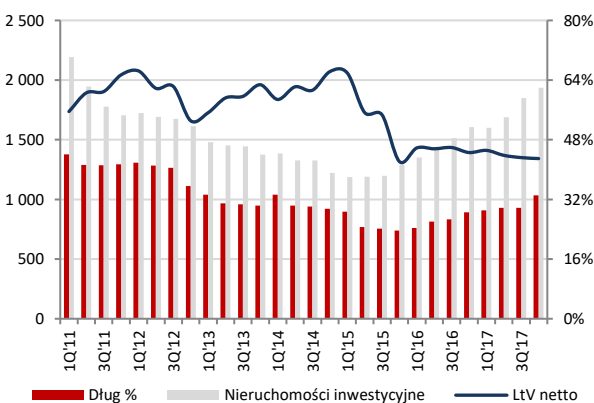
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Dług w relacji do aktywów i BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

LtV netto



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki wg segmentów działalności

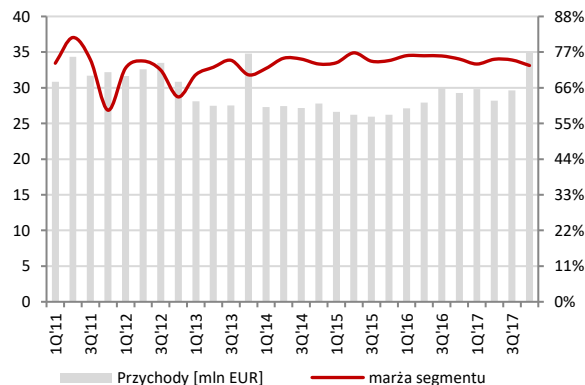
W segmencie komercyjnym GTC wypracowało 35 mln EUR przychodów, z czego z wpływów z tyt. czynszu pochodzi 25,5 mln EUR (+16% r/r). Pozytywny wpływ na rezultaty segmentu miała Galeria Północna, która została otwarta we wrześniu'17. Warto też zauważyć, że spółka podniosła czynsze w części funkcjonujących obiektów. Rentowność brutto dywizji była bliska 73%. W przypadku działalności mieszkaniowej spółka wygenerowała 5,7 mln EUR przychodów i 27,3% marży. W ujęciu geograficznym głównymi rynkami są Polska oraz Węgry.

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17
Przychody	30,8	28,0	31,5	29,9	30,2	28,2	29,6	40,7
obiekty komercyjne	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2	29,6	35,0
mieszkania	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0	0,0	5,7
Wynik brutto segmentu	21,4	21,2	22,9	21,0	21,9	21,1	22,1	27,0
obiekty komercyjne	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1	22,1	25,5
mieszkania	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	1,6
marża brutto ze sprzedaży	69,5%	75,7%	72,5%	70,1%	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%
obiekty komercyjne	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%
mieszkania	22,2%	1,3%	6,5%	-	14,3%	-	-	27,3%

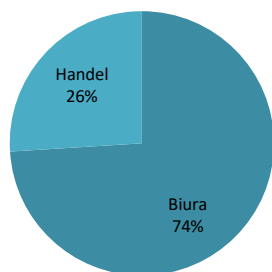
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu najmu



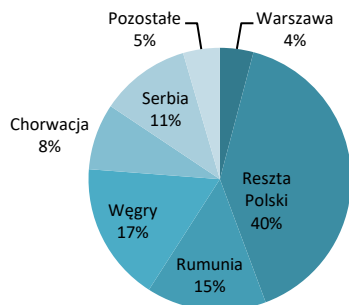
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portfolio spółki wg segmentów na koniec 4Q'16...



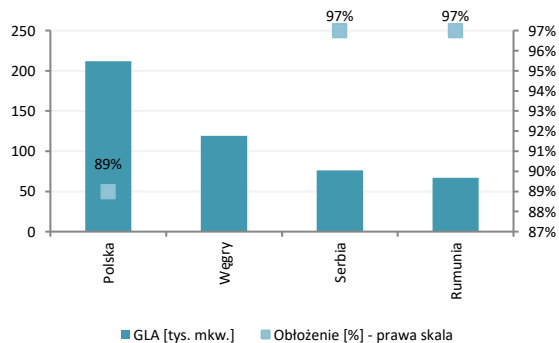
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aktywa generujące przychód wg BV na koniec 4Q'16...



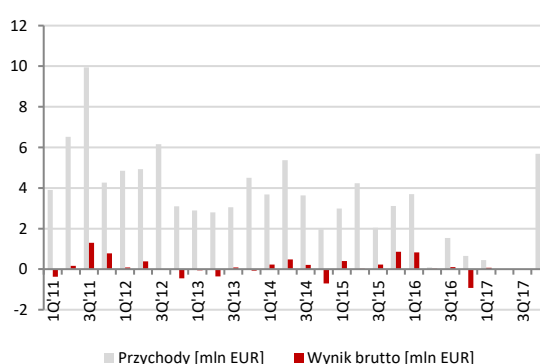
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia i obłożenie aktywów biurowych (wg kraju)



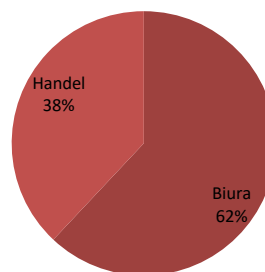
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



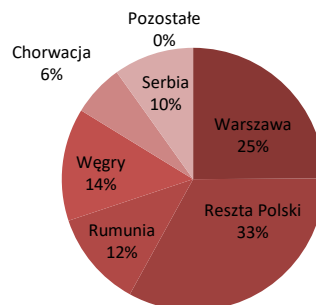
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 4Q'17



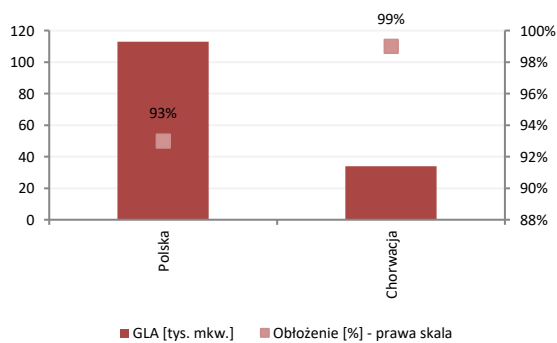
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 4Q'17



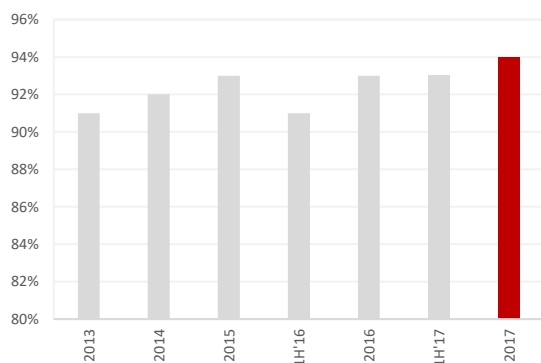
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia i obłożenie aktywów handlowych (wg kraju)



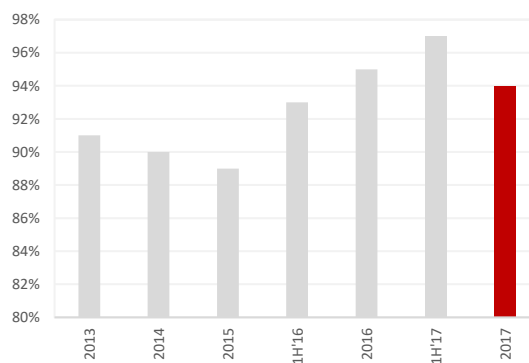
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obłożenie w segmencie biurowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obłożenie w segmencie handlowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Najważniejsze aktywa w portfolio

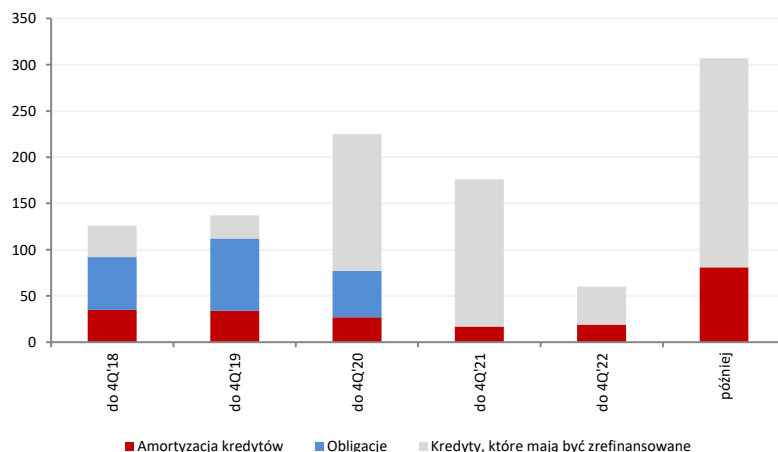
Obiekt	Typ aktywa	Kraj	Miasto	BV [mln EUR]	GLA [tys. mkw.]	Czynsz [EUR/mkw./m-c]	Obłożenie [%]
Galeria Północna	Handel	Polska	Warszawa	337	65	21,3	89%
Galeria Jurajska	Handel	Polska	Częstochowa	190	49	19,8	97%
City Gate	Biura	Rumunia	Bukareszt	147	48	18,6	96%
Avenue Mall Zagrzeb	Handel	Chorwacja	Zagrzeb	105	34	20,8	99%
Center Point	Biura	Węgry	Budapeszt	85	41	13,1	97%
Korona Office Complex	Biura	Polska	Kraków	82	38	15	89%
UBP	Biura	Polska	Łódź	72	40	12,7	91%
Duna Tower	Biura	Węgry	Budapeszt	66	31	12,7	95%
FortyOne	Biura	Serbia	Belgrad	62	28	16,1	97%
Aeropark Business Centre	Biura	Poland	Warszawa	53	29	14,2	77%
Suma/średnia				1 199	403	18,1	93%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

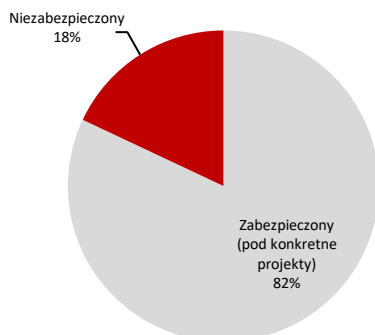
Na koniec 4Q'17 zadłużenie brutto spółki wynosiło 1,03 mld EUR. Składają się na to kredyty o wartości 846 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 185 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 82%). Warto zaznaczyć, że blisko 90% długu zostało zaciągnięte ze stałym oprocentowaniem. Dodatkowo aż 89% 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 (w PLN są wyrażone jedynie obligacje). Na koniec 4Q'17 LtV netto wynosiło 42,9% (w ujęciu brutto było to 50,3%).

Harmonogram spłat w kolejnych latach

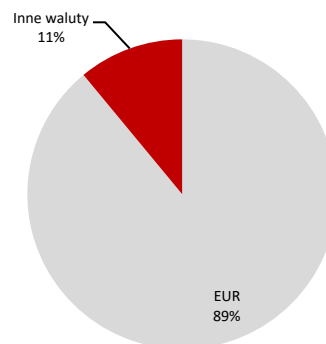


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

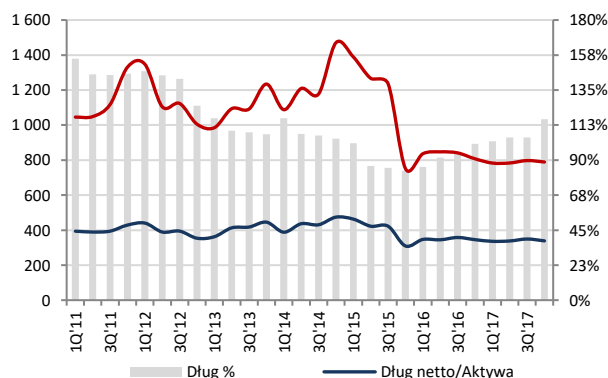
Zabezpieczenie zadłużenia GTC



Waluta zadłużenia GTC

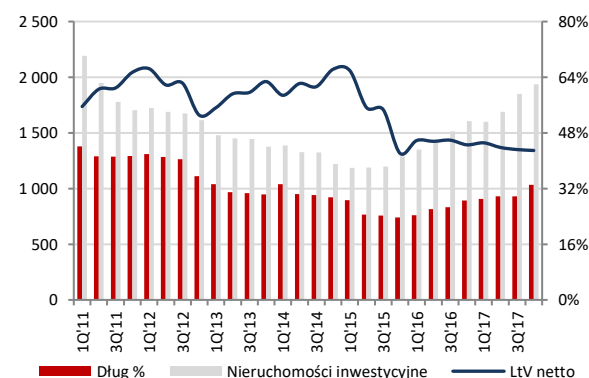


Dług w relacji do aktywów i BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto



PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY

Do tegorocznych perspektyw wynikowych dewelopera podchodzimy z optymizmem, co jest efektem oddania do użytku obiektów Galeria Północna oraz Artico w końcówce '17. Widoczny powinien być również efekt podwyżek stawek najmu na niektórych rynkach (m.in. na Węgrzech). Grupa kończy także wyprzedawać ostatnie lokale ze swojej inwestycji mieszkaniowej. Podsumowując, spodziewamy się że w ujęciu całorocznym spółka wypracuje ok. 174,5 mln EUR przychodów, ok. 172,9 mln EUR EBITDA (w tym 70,3 mln EUR zysku z rewaluacji portfolio; oczyszczona EBITDA wyniesie według naszych założeń 102,6 mln EUR, co oznacza wzrost o 39% r/r) i 111,8 mln EUR zysku netto.

W segmencie komercyjnym GTC utrzymuje wysoką, ok. 74%, rentowność brutto na posiadanych obiektach. W przeciwieństwie do wcześniejszych lat nie zakładamy utraty wartości istniejących projektów. W naszej ocenie większość rynków, na których obecnie działa spółka, ustabilizowała się (szczególnie w rejonie SEE) i dostrzegamy szansę do małych przeszacowań. In plus oceniamy również małą ekspozycję w segmencie biurowym na rynek warszawski, który boryka się z ogromną nadpodażą nowej powierzchni.

Poza spodziewanym wzrostem wyników, zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2018-22. W budowie znajduje się obecnie 5 inwestycji (White House, Ada Mall, Green Heart, ABC I, Matrix A) o łącznej pow. użytkowej 128 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 295 mln EUR. W perspektywie roku ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 5 projektów (ABC II, City Rose Park, Matrix B, Kompakt, The Twist), które „dołożą” dodatkowe 128 tys. mkw. PUU w perspektywie lat 2019-20. W ostatniej prezentacji wynikowej GTC wskazało także, że w okresie 2019-22 mają być zakończone kolejne projekty (City Rose Park 3, GTC X, Galeria Wilanów, Matrix (F), Platinum Business Park 6 oraz Mikołowska) o powierzchni 175 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć powierzchnię użytkową o 431 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 646 tys. mkw.. Zwracamy również uwagę, że w związku z ambitnymi planami rozbudowy portfolio, zarząd wskazał, że jednym z celów grupy jest podwojenie wskaźnika EPRA NAV/akcję w perspektywie 4-5 lat.

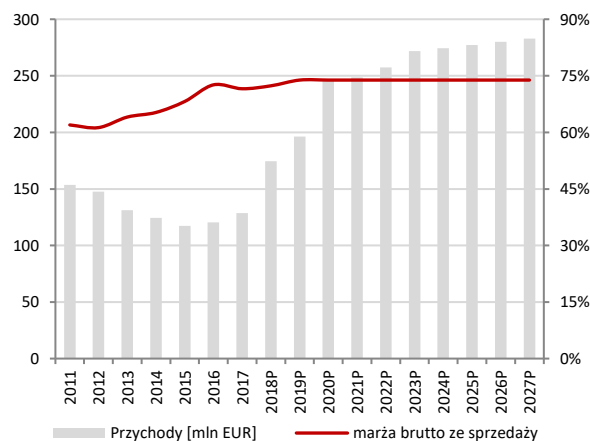
Po udanej emisji akcji w 4Q'15, deweloper pozyskał środki, które przeznaczył na nabycie kilku obiektów (Duna Tower w Budapeszcie, Belgrade Business Center w Serbii, Pixel w Poznaniu oraz inwestycje w Rumunii, czyli Premium Plaza, Premium Point i Cascade Office; akwizycje uznajemy za udane). Wysoka pozycja gotówkowa, którą grupa utrzymuje w naszej ocenie sprawia, że możliwe są dalsze akwizycje (i to pomimo ambitnego planu rozwoju). W perspektywie kolejnych okresów spodziewamy się, że deweloper będzie istotnie poprawiał wyniki w segmencie najmu (efekt oddania do użytkowania kolejnych dużych inwestycji). W modelu nie zakładamy budowy Galerii Wilanów (wcześniej przyjmowaliśmy, że obiekt będzie otwarty w 2020 roku; spółka cały czas boryka się z problemami środowiskowymi; ewentualna zgoda na rozpoczęcie prac budowlanych skłoniłoby nas do podniesienia założeń wynikowych i samej wyceny).

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

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	30,8	28,0	31,6	29,8	30,2	28,2	29,6	40,7	47,0	40,4	42,4	44,7	117,4	120,3	128,7	174,5	196,4
Wynik brutto ze sprzedaży	21,4	21,2	22,9	21,8	21,9	21,1	22,1	27,0	31,9	30,2	31,6	32,6	80,0	87,3	92,1	126,2	145,1
EBITDA	25,2	34,4	33,3	62,3	43,3	41,9	72,3	65,1	26,5	23,9	26,2	96,4	92,2	155,3	222,6	172,9	220,2
EBITDA adj.	17,8	17,8	18,0	17,1	18,9	15,2	18,1	21,8	26,5	23,9	26,2	26,1	66,0	70,7	74,0	102,6	119,8
EBIT	25,1	34,3	33,2	62,2	43,1	41,9	72,2	64,8	26,4	23,8	26,0	96,2	91,7	154,8	222,0	172,4	219,4
EBIT adj.	17,7	17,7	17,8	17,0	18,7	15,2	18,0	21,6	26,4	23,8	26,0	25,9	65,5	70,2	73,5	102,1	119,0
Wynik netto	16,3	18,9	71,4	53,0	32,1	27,5	52,1	44,9	15,1	12,6	13,9	70,3	43,6	159,6	156,6	111,8	146,1
Wynik netto adj.	9,2	9,1	8,2	7,5	9,9	7,1	8,4	11,0	15,1	12,6	13,9	13,3	29,3	34,1	36,3	54,9	64,8
marża brutto ze sprzedaży	69,5%	75,7%	72,5%	73,1%	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%	67,8%	74,8%	74,6%	72,9%	68,2%	72,6%	71,6%	72,4%	73,9%
marża EBITDA (adj.)	57,8%	63,6%	56,7%	57,5%	62,4%	54,0%	61,0%	53,6%	56,3%	59,2%	61,8%	58,4%	56,2%	58,8%	57,5%	58,8%	61,0%
marża EBIT (adj.)	57,4%	63,2%	56,4%	57,0%	61,9%	53,9%	60,7%	53,1%	56,1%	59,0%	61,4%	58,0%	55,8%	58,4%	57,1%	58,5%	60,6%
marża netto (adj.)	30,0%	32,6%	25,9%	25,2%	32,7%	25,1%	28,2%	27,0%	32,0%	31,2%	32,8%	29,8%	24,9%	28,3%	28,2%	31,5%	33,0%
Segment wynajmu																	
Przychody	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2	29,6	35,0	41,4	40,4	42,4	44,7	105,0	114,3	122,6	168,8	196,4
z tyt. czynszu	20,6	21,1	22,8	22,0	22,1	21,4	22,1	25,5	30,6	30,6	31,6	32,5	79,6	86,5	91,1	125,5	146,0
usługi dodatkowe	6,5	6,8	7,2	7,3	7,7	6,8	7,5	9,5	10,7	9,7	10,7	12,1	25,4	27,8	31,5	43,3	50,4
NOI	20,6	21,1	22,8	22,0	22,1	21,4	22,1	25,5	30,6	30,6	31,6	32,5	79,6	86,5	91,1	125,5	146,0
Wynik brutto	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1	22,1	25,5	30,3	30,2	31,6	32,6	78,5	86,5	90,5	124,7	145,1
marża brutto segmentu	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	74,8%	75,6%	73,8%	73,9%	73,9%
Zobowiązania % [mln PLN]	761,6	814,1	833,2	892,9	906,9	929,8	930,0	1 034,1	1 069,6	1 150,2	1 231,0	1 314,6	739,1	892,9	1 034,1	1 314,6	1 347,1
Nier. Inw. [mln PLN]	1 351,1	1 415,5	1 513,4	1 604,7	1 599,2	1 689,9	1 850,6	1 936,8	1 987,6	2 067,1	2 146,7	2 300,8	1 288,5	1 604,7	1 936,8	2 300,8	2 539,6
LtV brutto	56,4%	57,5%	55,1%	55,6%	56,7%	55,0%	50,3%	53,4%	53,8%	55,6%	57,3%	57,1%	57,4%	55,6%	53,4%	57,1%	53,0%
Segment mieszkaniowy																	
Przychody	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0	0,0	5,7	5,7	0,0	0,0	0,0	12,4	6,0	6,1	5,7	0,0
Wynik brutto ze sprzedaży	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	1,6	1,6	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,6	1,6	0,0
marża brutto	22,2%	1,3%	6,5%	-141,9%	14,3%	-	-	-	-	-	-	-	12,1%	-0,1%	26,3%	27,3%	-

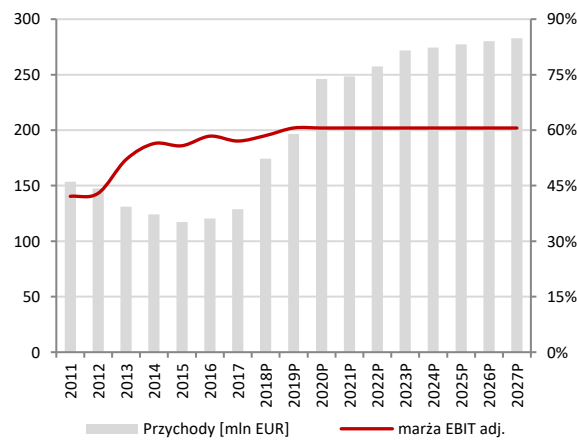
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży



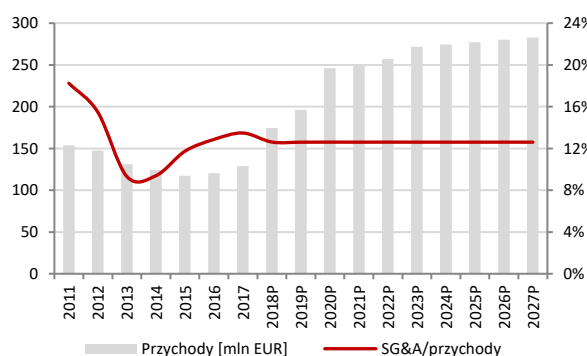
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln EUR] i marża EBIT adj.



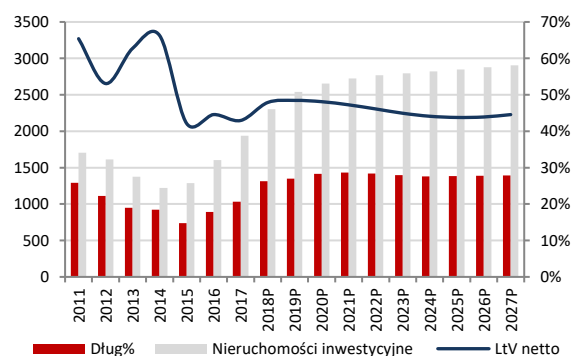
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A



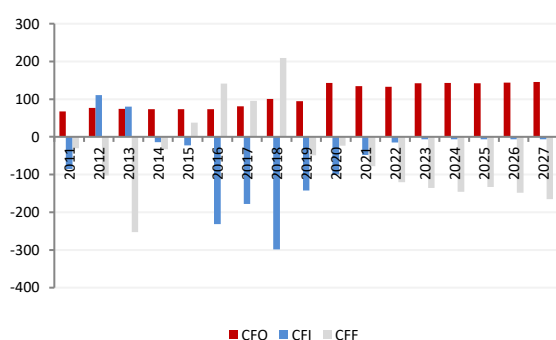
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto nieruchomości inwestycyjnych



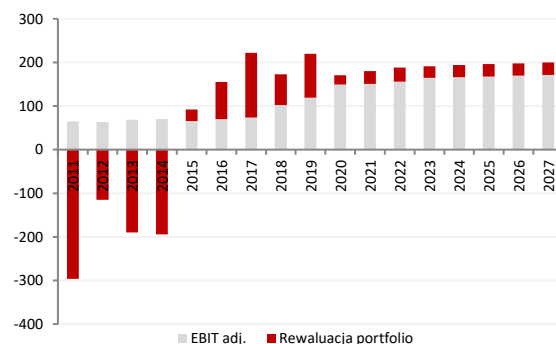
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dekompozycja EBIT raportowanego

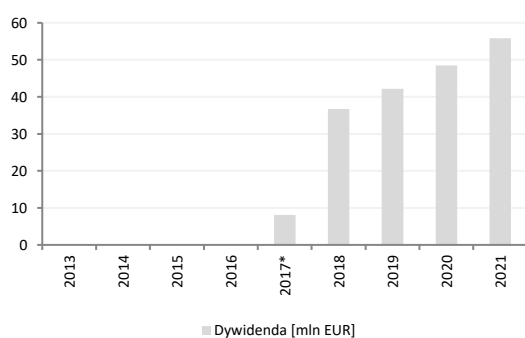


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

POLITYKA DYWIDENDOWA

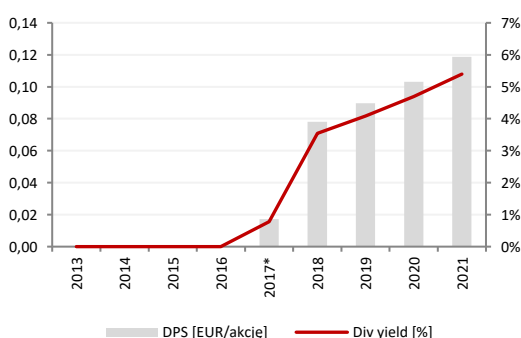
Wraz z publikacją wyników za 4Q'16 deweloper ogłosił wprowadzenia polityki dywidendowej, co jest przełomowym wydarzeniem w historii grupy. Wcześniej zarząd grupy ostrożnie wypowiadał się na ten temat, sugerując, że do podziału zysku może dojść najwcześniej w '19, co byłoby tożsame ze spłatą obligacji. Obecnie władze spółki stoją na stanowisku, że pomimo bardzo ambitnego planu rozbudowy portfolio, GTC będzie w stanie regularnie dzielić się zyskiem (pod uwagę będzie brany oczyszczony wynik netto; bez uwzględnienia rewaluacji wartości nieruchomości, różnic kursowych i kwestii podatkowych). Z zysku za '16 wypłacone miało być 0,27 PLN/akcję (w momencie ogłoszenia strategii dawało to stopę dywidendy na poziomie 3,3%). Równocześnie zarząd zaproponował podwyższenie kapitału zakładowego w ramach emisji akcji (max. do 15,5 mln walorów), które były oferowane wyłącznie „klientom profesjonalnym”, którzy byli akcjonariuszami GTC w dniu dywidendy. Podmioty te będą mogły wybrać otrzymanie przysługującej im dywidendy w formie pieniężnej lub objęcie akcji dywidendowych (opłaconych w drodze potrącenia; w liczbie stanowiącej iloraz kwoty dywidendy netto i ceny emisyjnej akcji serii L). Prezes Kurzmann zapowiedział, że w kolejnych latach liczy na dwucyfrowe wzrosty DPS. W dn. 21 marca zarząd zaproponował wypłatę dywidendy w wys. 0,33 PLN/akcję z ubiegłorocznego zysku, co oznacza wzrost DPS o 22% r/r.

Oczekiwana ścieżka dywidendy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *bez uwzględnienia wartości wyemitowanych akcji dywidendowych

Stopa dywidendy i DPS



DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln EUR]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe, w tym:	1 346,4	1 629,7	1 962,1	2 330,7	2 572,8	2 693,2	2 769,4	2 814,7	2 845,5	2 877,6	2 909,7	2 941,9	2 974,2
Nieruchomości inwestycyjne	1 288,5	1 604,7	1 936,8	2 300,8	2 539,6	2 654,7	2 726,5	2 767,1	2 793,4	2 821,1	2 849,1	2 877,3	2 905,8
Grunty przeznaczone pod zabudowę	26,8	13,8	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7	12,7
Inwestycje w jednostkach stowarz.	23,1	3,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe aktywa trwałe	8,1	7,4	11,3	16,0	19,2	24,5	28,9	33,6	38,1	42,5	46,6	50,6	54,4
Aktywa obrotowe, w tym:	213,1	209,8	220,5	228,3	132,6	153,6	163,1	161,4	162,6	153,8	156,0	145,1	118,7
Zapasy	3,2	5,4	3,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Należności	5,5	5,4	4,4	6,3	7,1	8,9	9,7	10,0	10,5	10,8	10,9	11,0	11,1
Środki pieniężne i ekwiwalenty	169,5	149,8	148,7	159,4	62,9	82,2	90,8	88,9	89,6	80,5	82,6	71,6	45,0
Pozostałe aktywa obrotowe	35,0	49,3	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6	63,6
Aktywa razem	1 559,6	1 839,5	2 182,6	2 559,1	2 705,4	2 846,9	2 932,5	2 976,1	3 008,1	3 031,4	3 065,7	3 087,0	3 092,9
Kapitał własny	621,2	790,3	941,3	1 016,4	1 120,3	1 176,7	1 233,0	1 287,1	1 334,4	1 373,6	1 401,8	1 416,8	1 416,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	807,0	852,9	1 052,2	1 332,8	1 365,3	1 431,1	1 450,6	1 436,5	1 416,5	1 396,5	1 401,5	1 406,5	1 411,5
Długoterm. Część kredytów i obligacji	658,7	739,0	907,7	1 188,2	1 220,7	1 286,6	1 306,0	1 292,0	1 272,0	1 252,0	1 257,0	1 262,0	1 267,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	148,2	113,8	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5	144,5
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	131,4	196,3	189,1	209,9	219,8	239,1	248,9	252,5	257,2	261,3	262,4	263,7	264,9
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	80,4	153,9	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4	126,4
Zob. z tyt. dostaw i usług	28,8	36,7	50,5	71,3	81,2	100,5	110,3	113,8	118,5	122,7	123,8	125,1	126,3
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	22,2	5,7	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Pasywa razem	1 559,6	1 839,5	2 182,6	2 559,1	2 705,4	2 846,9	2 932,5	2 976,1	3 008,1	3 031,4	3 065,7	3 087,0	3 092,9

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	117,4	120,3	128,7	174,5	196,4	246,1	248,6	257,3	271,8	274,5	277,3	280,0	282,9
Koszty operacyjne	37,3	33,0	36,6	48,2	51,3	64,3	65,0	67,2	71,0	71,7	72,5	73,2	73,9
Wynik brutto ze sprzedaży	80,0	87,3	92,1	126,2	145,1	181,8	183,6	190,1	200,8	202,8	204,8	206,9	208,9
SG&A	13,8	15,5	17,4	22,0	24,7	31,0	31,3	32,4	34,3	34,6	34,9	35,3	35,6
Aktualizacja wartości	26,2	84,6	148,6	70,3	100,4	21,1	29,7	32,1	26,3	27,7	28,0	28,2	28,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,8	-1,6	-1,3	-2,1	-1,3	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
EBITDA	92,2	155,3	222,6	172,9	220,2	171,1	181,6	189,5	192,8	196,1	198,3	200,5	202,8
EBIT	91,7	154,8	222,0	172,4	219,4	170,2	180,3	188,0	191,0	194,0	195,9	197,9	199,9
Saldo działalności finansowej	-29,4	-28,2	-28,6	-34,4	-39,0	-40,6	-41,9	-41,9	-41,4	-40,8	-40,6	-40,8	-41,0
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-8,2	-4,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	55,6	124,6	188,7	138,0	180,4	129,5	138,4	146,0	149,5	153,1	155,3	157,1	158,9
Wynik netto	43,6	159,6	156,6	111,8	146,1	104,9	112,1	118,3	121,1	124,1	125,8	127,3	128,7

Rachunek przepływów pieniężnych [mln EUR]	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	73,1	73,3	80,7	100,1	94,6	142,9	134,6	132,9	142,4	143,1	141,8	143,6	145,1
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-22,8	-231,8	-178,3	-298,9	-142,4	-100,2	-47,8	-14,7	-6,3	-6,5	-6,5	-6,6	-6,7
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	37,4	140,8	95,2	209,4	-48,8	-23,5	-78,3	-120,3	-135,4	-145,9	-133,5	-148,3	-165,3
Przepływy pieniężne netto	88,4	-19,7	-1,1	10,6	-96,6	19,2	8,5	-2,1	0,6	-9,3	1,8	-11,3	-26,8
Środki pieniężne na początek okresu	81,1	169,5	149,8	148,7	159,4	62,7	81,9	90,4	88,3	88,9	79,5	81,4	70,1
Środki pieniężne na koniec okresu	169,5	149,8	148,7	159,4	62,7	81,9	90,4	88,3	88,9	79,5	81,4	70,1	43,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-5,6%	2,5%	7,0%	35,5%	12,6%	25,3%	1,0%	3,5%	5,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	-6,5%	7,1%	4,7%	38,7%	16,7%	25,2%	1,3%	3,6%	5,8%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%
EBIT adj. zmiana r/r	-6,6%	7,3%	4,6%	39,0%	16,5%	25,3%	1,0%	3,5%	5,6%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-	36,3%	0,3%	68,8%	18,1%	35,6%	0,3%	4,8%	8,1%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%
Marża brutto na sprzedaży	68,2%	72,6%	71,6%	72,4%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%	73,9%
Marża EBITDA adj.	56,2%	58,8%	57,5%	58,8%	61,0%	60,9%	61,1%	61,2%	61,3%	61,3%	61,4%	61,5%	61,6%
Marża EBIT adj.	55,8%	58,4%	57,1%	58,5%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%
Marża netto adj.	20,3%	26,9%	25,2%	31,5%	33,0%	35,7%	35,4%	35,9%	36,7%	37,0%	37,2%	37,3%	37,3%
ROE adj.	3,7%	4,1%	3,5%	5,4%	5,8%	7,5%	7,2%	7,2%	7,5%	7,4%	7,4%	7,4%	7,5%
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	739,1	892,9	1034,1	1314,6	1347,1	1412,9	1432,4	1418,4	1398,4	1378,4	1383,4	1388,4	1393,4
D/(D+E)	47,4%	48,5%	47,4%	51,4%	49,8%	49,6%	48,9%	47,7%	46,5%	45,5%	45,1%	45,0%	45,1%
D/E	90,1%	94,3%	90,0%	105,6%	99,2%	98,6%	95,5%	91,1%	86,9%	83,4%	82,3%	81,8%	82,1%
Odsetki / EBIT adj.	50,7%	42,0%	39,3%	34,0%	33,0%	27,3%	27,9%	27,0%	25,3%	24,7%	24,3%	24,1%	24,0%
Dług / Kapitał własny	119,0%	113,0%	109,9%	129,4%	120,3%	120,1%	116,2%	110,3%	104,9%	100,4%	98,8%	98,1%	98,5%
LtV	57,4%	55,6%	53,4%	57,1%	53,0%	53,2%	52,5%	51,3%	50,1%	48,9%	48,6%	48,3%	48,0%
Dług netto	569,6	743,1	885,3	1155,3	1284,4	1331,0	1342,0	1330,1	1309,5	1298,9	1302,0	1318,3	1350,1
Dług netto / Kapitał własny	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
Dług netto / EBITDA adj.	8,6	10,5	12,0	11,3	10,7	8,9	8,8	8,5	7,9	7,7	7,6	7,7	7,7
Dług netto / EBIT adj.	8,7	10,6	12,1	11,3	10,8	8,9	8,9	8,5	8,0	7,8	7,8	7,8	7,9
EV	1572,7	1745,0	1861,6	2131,5	2260,6	2307,2	2318,2	2306,3	2285,7	2275,1	2278,2	2294,5	2326,4
Dług / EV	47,0%	51,2%	55,5%	61,7%	59,6%	61,2%	61,8%	61,5%	61,2%	60,6%	60,7%	60,5%	59,9%
CAPEX / Przychody	28,6%	77,5%	120,6%	171,3%	72,5%	40,7%	19,2%	5,7%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	6585,3%	19927,1%	29339,1%	58547,0%	18579,7%	11219,0%	3761,6%	972,1%	348,9%	310,7%	274,9%	251,6%	231,7%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%
Zmiana KO / Przychody	-24,7%	-4,9%	-12,7%	-13,6%	-4,6%	-7,1%	-3,6%	-1,2%	-1,6%	-1,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-419,5%	201,3%	194,0%	51,8%	41,6%	35,2%	365,9%	36,5%	29,6%	138,3%	36,2%	43,0%	39,6%

Wskaźniki rynkowe*	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	8,8	8,6	8,0	5,9	5,2	4,2	4,1	4,0	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6
P/E adj.	43,3	31,8	31,7	18,8	15,9	11,7	11,7	11,2	10,3	10,1	10,0	9,9	9,7
P/BV adj.	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
P/CE adj.	4,7	4,9	4,4	3,8	5,7	4,6	4,4	4,4	4,3	4,4	4,3	4,5	5,1
EV/EBITDA adj.	23,8	24,7	25,2	20,8	18,9	15,4	15,3	14,7	13,7	13,5	13,4	13,3	13,4
EV/EBIT adj.	24,0	24,8	25,3	20,9	19,0	15,5	15,4	14,8	13,9	13,7	13,6	13,5	13,6
EV/S	13,4	14,5	14,5	12,2	11,5	9,4	9,3	9,0	8,4	8,3	8,2	8,2	8,2
BVPS	1,4	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0
EPS adj.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS adj.	0,5	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Dywidenda [mln EUR]	0,0	0,0	8,1	36,8	42,3	48,6	55,9	64,3	74,0	85,1	97,8	112,5	129,4
DPS [EUR]	0,00	0,00	0,02	0,08	0,09	0,10	0,12	0,14	0,16	0,18	0,21	0,24	0,28
Dyield	0,0%	0,0%	0,8%	3,6%	4,1%	4,7%	5,4%	6,2%	7,2%	8,3%	9,5%	10,9%	12,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,24 PLN/akcję; *dane w EUR

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, banki/finanse, media/rozrywka, węgiel/stal](#)

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[materiały budowlane, budownictwo, paliwa](#)

Krzysztof Brymora
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny](#)

Adrian Górniak
Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec
Młodszy analityk rynku akcji
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: marek.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 na temat spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	11,17	Akumuluj	10,73	27.03.2018	11:09 CEST	9,24	59 630
Akumuluj	10,73	Akumuluj	10,00	23.08.2017	15:10 CEST	9,37	62 613
Akumuluj	10,00	Akumuluj	7,33	11.05.2017	12:20 CEST	9,09	61 840
Akumuluj	7,33	Akumuluj	5,73	02.06.2016	---	6,39	44 926
Akumuluj	5,73	---	---	16.03.2015	---	4,82	52 729

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
 P/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

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Słabe i silne 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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'18*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	10	67%	0	0%
Akumuluj	2	13%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	2	13%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona 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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, 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 instrumentie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna 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 27.03.2018 roku (11:09 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 29.03.2018 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 rekomendacje 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 12 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.

Analityk (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.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek 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.

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 27.03.2018 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, które bybyły znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog 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. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.