



Dom Maklerski BDM S.A.

GTC

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 10,73 PLN

23 SIERPIEŃ 2017, 15:10 CEST

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów GTC, które w perspektywie ostatnich miesięcy były jednym z lepszych typów z sektora deweloperskiego. W obecnej rekomendacji akcentujemy zapowiedzianą przez grupę silną rozbudowę portfela nieruchomości w kolejnych latach (do końca '18 ma być dostarczone 129 tys. mkw., a do '20 kolejne 224 tys. mkw.), dzięki czemu zdecydowanej poprawie powinny ulec wyniki spółki oraz NAVPS. Władze dewelopera podtrzymują plany akwizycyjne atrakcyjnych aktywów w głównych miastach regionu, co przy obecnym bilansie grupy jest w naszej ocenie bardzo realne (w modelu nie uwzględniamy potencjalnych akwizycji). Pozytywnie zapatrujemy się również na bieżące portfolio, w którym nie dostrzegamy na chwilę obecną pola do odpisów. Doceniamy także wprowadzenie polityki dywidendowej i liczymy, że zgodnie z zapowiedziami zarządu poziom DPS w kolejnych latach będzie się istotnie zwiększał. Mając na względzie wymienione czynniki podnosimy cenę docelową dla akcji GTC do 10,73 PLN/akcję, podtrzymując jednocześnie zalecenie Akumuluj.

W okresie 2017-18 grupa zamierza dostarczyć jeszcze ok. 129 tys. mkw. nowej powierzchni, w tym m.in. Galerię Północną (pow. użytkowa 65 tys. mkw., otwarcie we wrześniu) oraz centrum handlowe Ada Mall w Serbii (ponad 34 tys. mkw.). W fazie wczesnego planowania są projekty o łącznej powierzchni kolejnych 224 tys. mkw. (inwestycje te mają być realizowane w latach 2018-20). Tym samym łącznie GTC w perspektywie 3 lat zamierza oddać do użytku ok. 350 tys. mkw., przy obecnie posiadanych ok. 600 tys. mkw. Sytuacja na rynkach działalności spółki jest stabilna i oczekujemy raczej lekkiej kompresji stóp kapitalizacji oraz wzrostu obłożenia (szczególnie w regionie Europy Środkowo-Południowej). Warto zauważyć, że GTC nie posiada ekspozycji na segment biurowy w Warszawie, co ogranicza istotnie presję na stawki czynszów w „polskim” portfolio. W modelu nie zakładamy budowy Galerii Wilanów (wcześniej przyjmowaliśmy, że obiekt będzie otwarty w 2020 roku; spółka cały czas boryka się z odmowami ze strony władz dzielnicy; ewentualna zgoda na rozpoczęcie prac budowlanych skłoniłaby nas do podniesienia założeń wynikowych i samej wyceny).

W naszej rekomendacji zwracamy także uwagę na ogłoszoną niedawno politykę dywidendową, która jest dla nas miłym zaskoczeniem (wcześniej władze spółki zapowiadały, że do podziału zysku z akcjonariuszami może najwcześniej nastąpić w '19). Prezes Kurzmann zaznaczył, że w kolejnych latach należy oczekiwać dwucyfrowego tempa wzrostu DPS.

W perspektywie całorocznej liczymy, że ukończenie inwestycji w 2H'17, przełoży się na istotne zwiększenie wyników grupy. Estymujemy, że obroty podniosą się do 129,3 mln EUR, przy jednoczesnej kontynuacji wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży (do 74,5%; +1,9 p.p. r/r; po części jest to efekt braku rezultatów w części mieszkaniowej). Szacujemy, że oczyszczona o rewaluację EBITDA wyniesie 77,5 mln EUR (raportowany wynik estymujemy na 220,4 mln EUR; zakładamy rewaluację przede wszystkim na obiekcie Galeria Północna).

Wycena końcowa [PLN]	10,73
Potencjał do wzrostu / spadku	+14%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,37
Kapitalizacja [mln PLN]	4 403,9
Ilość akcji [mln. szt.]	470,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,70
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,18
Stopa zwrotu za 3 mc	+2,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	+14,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	+18,1%
Akcyonariat (% głosów):	
Lone Star	61,1%
PZU OFE	10,3%
Aviva OFE	7,3%
Pozostali	21,2%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

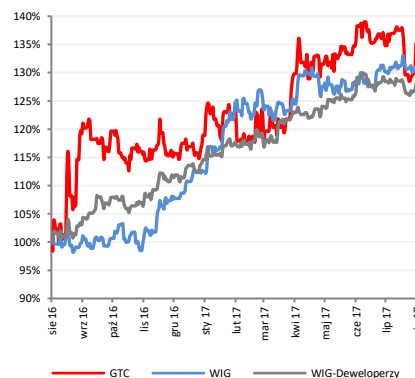
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln EUR]	117,4	120,3	129,3	158,9	195,1	232,4
EBITDA adj. [mln EUR]	66,0	70,7	77,5	96,5	118,3	141,4
EBIT adj. [mln EUR]	65,5	70,2	77,1	96,1	117,7	140,7
Wynik netto adj. [mln EUR]	23,8	32,4	36,2	50,2	64,3	82,9
P/BV	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9
P/E adj.	43,3	31,7	28,4	20,5	16,0	12,4
EV/EBITDA adj.	23,8	24,7	24,0	22,3	18,8	15,4
EV/EBIT adj.	24,0	24,8	24,2	22,4	18,9	15,5
DPS [EUR/akcję]	0,00	0,00	0,02*	0,07	0,08	0,09

*nie uwzględnia wartości wyemitowanych akcji „dywidendowych”



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA NAV	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
OTOCZENIE RYNKOWE	9
WYNIKI ZA 2Q'17.....	14
WYNIKI WG SEGMENTÓW DZIAŁALNOŚCI.....	15
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI	18
PROGNOZA NA 2017 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 5,0 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 walor daje 10,73 PLN.

Podsumowanie wyceny

		mln EUR	mln PLN	PLN
A	Wycena NAV	1 155,4	4 945,1	10,52
B	Wycena porównawcza	901,8	5 267,7	11,21
C = 70% * A + 30% * B		Wycena końcowa	5 041,9	10,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

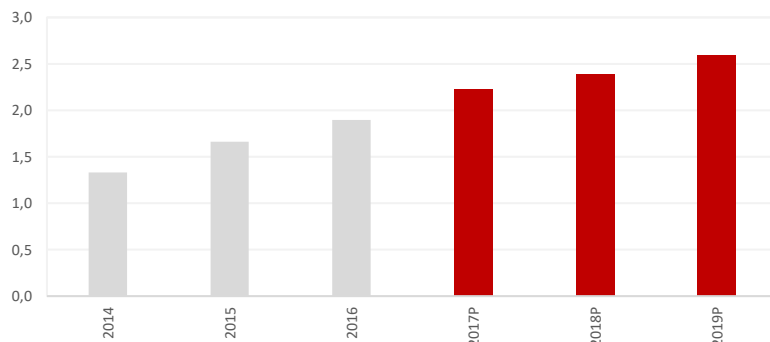
Do perspektyw dewelopera w kolejnych kwartałach podchodzimy z optymizmem i spodziewamy się, że wyniki ulegną zdecydowanej poprawie. Pod koniec bieżącego kwartału otwarta zostanie Galeria Północna i w modelu przyjmujemy, że w związku z tym GTC wykaże kolejne zyski z rewaluacji tej inwestycji (mocniejszy wpływ na przychody widoczny w 4Q'17). Do użytku ma być przekazany również mały biurowiec Artico. Podsumowując, liczymy że w 3Q'17 spółka wykaże ok. 32,5 mln EUR przychodów, ok. 74,1 mln EUR EBITDA (w 3Q'16 było 33,3 mln EUR; po oczyszczeniu o rewaluację ok. 20,4 mln EUR vs 18,0 mln EUR przed rokiem) i 10,1 mln EUR zysku netto.

W perspektywie całorocznej przyjmujemy, że ukończenie inwestycji w 2H'17, przełoży się na istotne zwiększenie wyników grupy. Estymujemy, że obroty podniosą się do 129,3 mln EUR, przy jednoczesnej kontynuacji wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży (do 74,5%; +1,9 p.p. r/r; po części jest to efekt braku rezultatów w części mieszkaniowej). Szacujemy, że oczyszczona o rewaluację EBITDA wyniesie 77,5 mln EUR (raportowany wynik estymujemy na 220,4 mln EUR; zakładamy rewaluację przede wszystkim na obiekcie Galeria Północna).

Poza spodziewanym wzrostem wyników, zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2017-20. W okresie 2H'17-18 grupa zamierza dostarczyć ok. 129 tys. mkw. nowej powierzchni, w tym m.in. Galerię Północną (pow. użytkowa 65 tys. mkw., otwarcie we wrześniu) oraz centrum handlowe Ada Mall w Serbii (ponad 34 tys. mkw.). W fazie planowania są projekty o łącznej powierzchni kolejnych 224 tys. mkw. (inwestycje te mają być realizowane w latach 2018-20). Tym samym łącznie GTC w perspektywie 3 lat zamierza oddać do użytku ok. 350 tys. mkw., przy obecnie posiadanych ok. 600 tys. mkw.

Podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów GTC z poprzedniej rekomendacji. W bieżącym raporcie wskazujemy przede wszystkim na bardzo silną rozbudowę portfolio w najbliższych latach. W perspektywie 2H'17-18 spółka zamierza dostarczyć jeszcze 129 tys. mkw., natomiast do '20 deweloper chce zrealizować inwestycje o PUU w wys. 224 tys. mkw., co łącznie daje ok. 350 tys. mkw. powierzchni użytkowej (nie uwzględniamy Galerii Wilanów). Liczymy równocześnie, że przełoży się to na wzrost wyników oraz NAVPS (z bieżącej perspektywy nie dostrzegamy dużego ryzyka do pojawienia się odpisów, a raczej zakładamy dodatnie rewaluacje; na rynkach, na których działa GTC zauważalny jest silny popyt na powierzchnię, a yieldy są stabilne z tendencją do lekkiej kompresji). Pozytywnie odbieramy wprowadzoną politykę dywidendową, która zgodnie z zapowiedziami zarządu ma być podtrzymana również w kolejnych latach (w modelu przyjmujemy wzrost DPS o 15% r/r). Mając na względzie wymienione powyżej czynniki decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Akumuluj, podnosząc jednocześnie cenę docelową do 10,73 PLN/akcję.

NAVPS w kolejnych latach



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 (Galeria Białoleka, Artico, White House, Ada Mall, Green Heart, City Tower, GTC X, Matrix, ABC I, ABC II, Kompakt i City Rose Garden). Dla pozostałych nieruchomości (projekty mieszkaniowe, posiadany grunt pod zabudowę) przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Wycena NAV sugeruje wycenę GTC na poziomie 1155,3 mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 2,46 EUR (10,52 PLN przy kursie 4,28 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	1 895,7	8 113,7	17,26	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	1273,1	5 448,8	11,59	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	564,6	2 416,6	5,14	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	58,0	248,2	0,53	Wartość bilansowa
B	Dług netto [mln EUR]	740,4	3 168,9	6,74	Wartość bilansowa na koniec 2Q'17
C = A - B	Wycena NAV	1155,3	4 944,7	10,52	

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
Galeria Białoleka	3Q'17		GTC X	2Q'19
Artico	4Q'17		Matrix	4Q'19
White House	2Q'18		ABC I	4Q'19
Ada Mall	4Q'18		ABC II	1Q'20
Green Heart	1Q'19		Kompakt	4Q'19
City Tower	2Q'19		City Rose	4Q'19

- 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					
		7,4%					
		ZMIANA	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
śr. ważony czynsz [EUR/mkw.]	15,2	-10%	1 324,6	1 228,7	1 145,8	1 073,3	1 009,5
		-5%	1 398,1	1 297,0	1 209,4	1 133,0	1 065,6
		0%	1 471,7	1 365,2	1 273,1	1 192,6	1 121,7
		5%	1 545,3	1 433,5	1 336,7	1 252,2	1 177,8
		10%	1 618,9	1 501,7	1 400,4	1 311,8	1 233,8

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	11,0	14,5	1,8	7,4%	26,8	25,8	24,9	24,1	23,3	22,5	21,8	0,22
Globis Poznań	Polska	Biura	13,0	15,0	2,2	7,4%	32,7	31,5	30,4	29,4	28,4	27,5	26,7	0,27
Newton	Polska	Biura	11,0	11,4	1,4	7,4%	21,0	20,3	19,6	18,9	18,3	17,7	17,2	0,17
Edison	Polska	Biura	11,0	15,5	1,9	7,4%	28,6	27,6	26,6	25,7	24,9	24,1	23,3	0,23
Nothus	Polska	Biura	10,0	14,3	1,6	7,4%	24,0	23,1	22,3	21,6	20,9	20,2	19,6	0,20
Zephyrus	Polska	Biura	10,0	14,5	1,6	7,4%	24,3	23,5	22,6	21,9	21,2	20,5	19,9	0,20
Globis Wrocław	Polska	Biura	16,0	14,8	2,6	7,4%	39,7	38,3	37,0	35,7	34,5	33,5	32,4	0,33
University Business Park, e. 1	Polska	Biura	20,0	12,1	2,7	7,4%	40,6	39,1	37,8	36,5	35,3	34,2	33,1	0,33
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	0,34
Pascal	Polska	Biura	6,0	13,7	0,9	7,4%	13,8	13,3	12,8	12,4	12,0	11,6	11,3	0,11
Corius	Polska	Biura	10,0	10,8	1,2	7,4%	18,1	17,5	16,9	16,3	15,8	15,3	14,8	0,15
Pixel	Polska	Biura	15,0	16,5	2,8	7,4%	42,4	40,9	39,5	38,1	36,9	35,7	34,6	0,35
University Business Park, e. 2	Polska	Biura	20,0	12,1	2,7	7,4%	40,6	39,1	37,8	36,5	35,3	34,2	33,1	0,33
Sterlinga	Polska	Biura	13,0	12,0	1,7	7,4%	26,2	25,2	24,3	23,5	22,8	22,0	21,4	0,21
Neptun	Polska	Biura	16,0	13,0	2,3	7,4%	34,9	33,6	32,5	31,4	30,3	29,4	28,5	0,29
Jurajska	Polska	Galeria	49,0	20,0	11,3	6,5%	196,3	188,2	180,6	173,7	167,3	161,3	155,7	1,58
Center Point I & II	Węgry	Biura	41,0	13,1	6,0	7,4%	90,1	86,9	83,8	81,0	78,4	75,9	73,5	0,74
Spiral I & II	Węgry	Biura	31,0	11,8	4,1	7,4%	61,4	59,2	57,1	55,2	53,4	51,7	50,1	0,50
Metro	Węgry	Biura	16,0	11,6	2,1	7,4%	31,1	30,0	29,0	28,0	27,1	26,2	25,4	0,25
Duna Tower	Węgry	Biura	31,0	13,0	4,5	7,4%	67,6	65,2	62,9	60,8	58,8	56,9	55,2	0,55
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	17,5	16,3	3,3	8,5%	42,0	40,6	39,4	38,3	37,2	36,1	35,2	0,35
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	10,0	17,0	1,9	8,5%	25,0	24,2	23,5	22,8	22,1	21,5	21,0	0,21
Forty-One, e. 2	Serbia	Biura	7,3	17,0	1,4	8,5%	18,3	17,7	17,1	16,6	16,2	15,7	15,3	0,15
Forty-One, e. 3	Serbia	Biura	11,0	17,0	2,1	8,5%	27,5	26,6	25,8	25,1	24,4	23,7	23,0	0,23
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	27,0	21,0	6,3	7,3%	96,3	92,7	89,4	86,3	83,5	80,8	78,2	0,79
City Gate	Rumunia	Biura	48,0	19,5	10,7	7,3%	164,2	158,1	152,4	147,2	142,3	137,7	133,4	1,34
Premium Point	Rumunia	Biura	6,0	16,0	1,1	7,3%	16,8	16,2	15,6	15,1	14,6	14,1	13,7	0,14
Premium Plaza	Rumunia	Biura	8,0	16,0	1,5	7,3%	22,4	21,6	20,8	20,1	19,5	18,8	18,2	0,18
Suma/średnia ważona			550,2	15,2	94,3	7,4%	1417,4	1365,8	1317,8	1273,1	1231,3	1192,2	1155,5	11,59
Odchylenie MV w analizie wrażliwości							11,3%	7,3%	3,5%	0,0%	-3,3%	-6,4%	-9,2%	

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]	Zdyskontowana wartość MV - CAPEX [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Galeria Białoleśka	Polska	galeria	64,8	25,0	18,5	5,5%	335,8	38,0	297,8	297,4	2,71
Artico	Polska	biura	7,6	15,0	1,3	7,0%	19,2	4,0	15,2	15,0	0,14
White House	Węgry	biura	22,0	16,0	4,0	7,4%	54,2	20,0	34,2	32,4	0,29
Ada Mall	Serbia	galeria	34,4	26,0	10,2	7,0%	145,7	63,0	82,7	76,0	0,69
Green Heart	Serbia	biura	46,0	16,5	8,5	8,3%	102,7	51,0	51,7	46,0	0,42
City Tower	Węgry	biura	36,0	17,2	7,1	7,4%	95,4	84,0	11,4	10,1	0,09
GTC X	Serbia	biura	17,0	16,5	3,1	8,3%	37,9	26,0	11,9	10,5	0,10
Matrix	Chorwacja	biura	21,0	14,0	3,3	8,0%	41,0	32,0	9,0	7,6	0,07
ABC I	Bulgaria	biura	14,1	15,0	2,4	8,2%	28,8	20,0	8,8	7,5	0,07
ABC II	Bulgaria	biura	15,2	15,0	2,5	8,2%	31,0	21,0	10,0	8,3	0,08
Kompakt	Węgry	biura	29,0	17,2	5,6	7,4%	75,2	52,0	23,2	19,8	0,18
City Rose	Rumunia	biura	46,0	17,0	8,7	7,4%	117,9	78,0	39,9	34,1	0,31
Suma/średnia			353,1	17,5	75,2	7,3%	1 084,8	489,0	595,8	564,6	5,14

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

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	BV [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Grunty pod zabudowę	4,0	0,04
Non-core	54,0	0,49
Projekty w fazie planowania*	0,0	0,00
Razem	58,0	0,53

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *zmiana względem poprzedniej rekomendacji – obecnie wszystkie projekty w fazie planowania są pokazane w założeniach dla projektów w toku (inwestycje: City Tower, GTC X, Matrix, ABC I, ABC II, Kompakt i City Rose Garden)

WYCENA PORÓWNAWCZA

Analiza porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-19 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej (osobno zaprezentowaliśmy podmioty krajowe i zagraniczne). Porównania dokonaliśmy na podstawie wskaźnika P/BV na lata 2017-19, który w naszym odczuciu najlepiej odzwierciedla wartość deweloperów komercyjnych. Wartość 1 akcji wynosi 11,21 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		EUR	PLN
A	Podmioty krajowe	3,32	14,22
B	Podmioty zagraniczne	1,91	8,19
C = 50% * A + 50% * B	Wycena porównawcza	2,62	11,21

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza krajowych deweloperów komercyjnych

	P/BV		
	2017	2018	2019
Echo	1,5	1,5	1,6
GTC	1,1	1,0	0,9
Premia/dyskonto	-26,2%	-33,7%	-40,8%
Wycena wg wskaźnika	2,97	3,30	3,70
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji [EUR]	3,32		

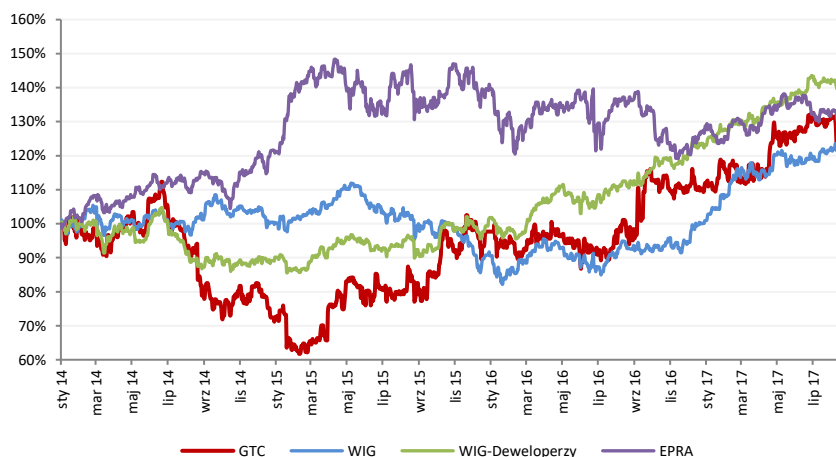
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza krajowych deweloperów komercyjnych

	P/BV		
	2017	2018	2019
Unibail-Rodamco	1,1	1,1	1,0
CA Immobilien Anlagen	0,9	0,9	0,9
Deutsche Euroshop	0,9	0,9	0,8
Castellum	1,1	1,0	1,0
Hammerson	0,7	0,7	0,7
Atrium European RE	0,8	0,7	0,8
Kleppiere	0,9	0,9	0,9
Mediana	0,9	0,9	0,9
GTC	1,1	1,0	0,9
Premia/dyskonto	20,1%	14,9%	8,6%
Wycena	1,82	1,90	2,01
Waga roku	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji [EUR]	1,91		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

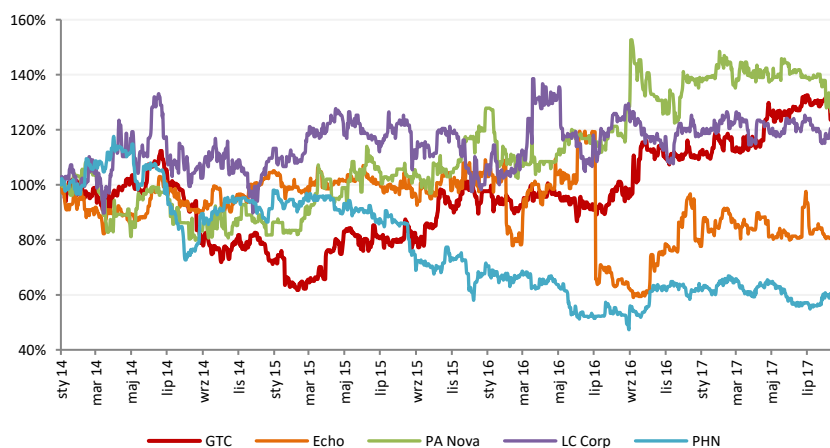
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Walory GTC od stycznia '15 zyskują, co jest efektem udanej restrukturyzacji i rozbudowy portfolio.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

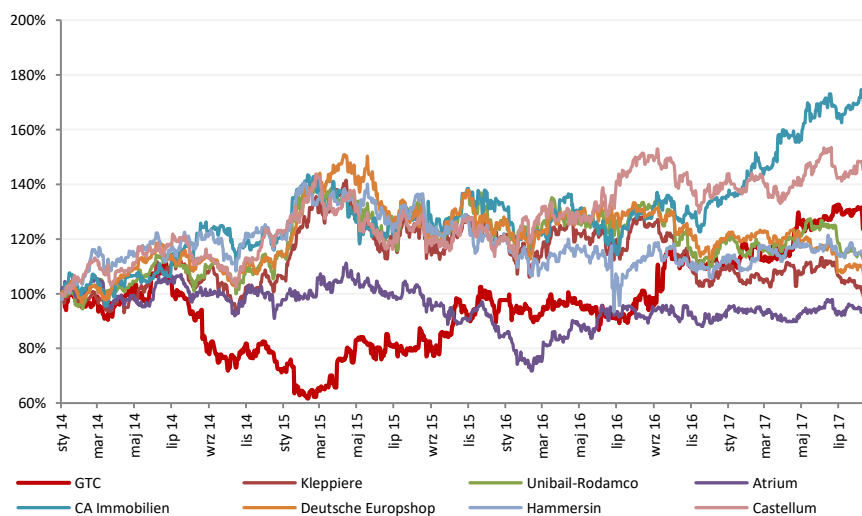
Zachowanie kursu na tle Echo



Patrząc wstecz kurs GTC był obciążony odpisami na portfolio. Od lutego '15 kurs akcji mocno zyskał na co przełożyły się restrukturyzacja posiadanych obiektów oraz udana emisja akcji (4Q'15).

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 wyniku finansowego Dewelopera komercyjnego. Po dużych opóźnieniach GTC rozpoczęło realizację Galerii Północnej, zlokalizowanej na warszawskiej Białoleśce. 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).

▪ 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, 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.

OTOCZENIE RYNKOWE

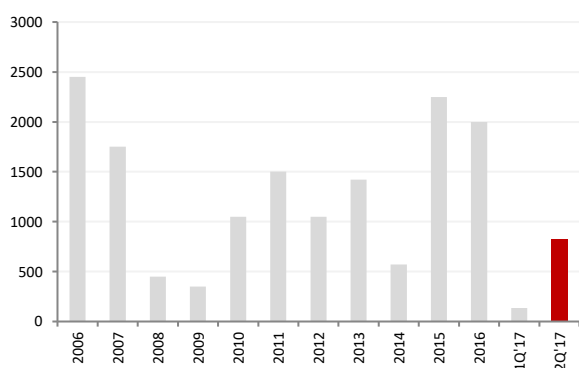
POLSKA

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 2Q'17 utrzymała się na poziomie zbliżonym do początku roku. W zakończonym kwartale powierzchnia zwiększyła się o 26,3 tys. mkw., na co złożyło się otwarcie trzech nowych obiektów oraz rozbudowa jednej inwestycji. W perspektywie całego roku specjaliści z JLL oczekują jednak bardzo silnego przyspieszenia podaży i szacują, że w 2H'17 na rynek trafi ponad 372 tys. mkw. Standardowo zdecydowana większość będzie związana z centrami handlowymi, które mają odpowiadać za ok. 3/4 nowych obiektów. Na koniec marca w budowie znajdowało się łącznie ponad 700 tys. mkw., z czego na główne aglomeracje przypadało 74% budowanych inwestycji. Największymi projektami, które mają zostać uruchomione w bieżącym roku, będą: Galeria Północna (64 tys. mkw.), Wrocławia (64 tys. mkw.) i Serenada (41,3 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 2Q'17 wynosiła 13,4 mln mkw., z czego aż 9,5 mln mkw. stanowiły centra handlowe (402 obiekty), parki handlowe odpowiadały za 3,7 mln mkw., a outlety za nieco ponad 0,2 tys. mkw. Poziom nasycenia powierzchnią handlową w Polsce wynosi obecnie 247 mkw./1000 mieszkańców, co jest rezultatem powyżej średniej europejskiej (206 mkw./1000 mieszkańców), ale poniżej danych dla Europy Zachodniej (264 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 utrzymały się na poziomie 5,0%, natomiast w przypadku retail parków jest to 7,0%.

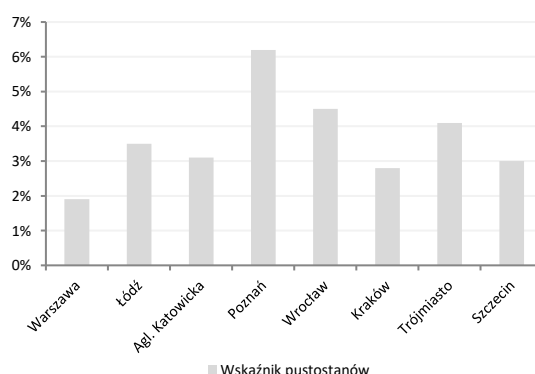
W 2Q'17 doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 825 mln EUR, co stanowi ok. 92% ubiegłorocznych rezultatów (w całym '16 zawarto transakcje na ok. 2,0 mld EUR). Zdaniem analityków JLL poziom aktywności na rynku jest wciąż bardzo wysoki, co idzie w parze z dużym zainteresowaniem funduszy. Oczekuje się, że zawierane obecnie przedwstępne umowy będą finalizowane jeszcze w '17. Z rodzimych inwestorów bardzo aktywne jest Echo Polska Properties, które nabyło portfela Quadro (kwota ok. 166 mln EUR; zakup od Blackstone), C.H. Zakopianka (kwota ok. 53 mln EUR; zakup od Capital Partners) oraz Galerii Młociny (za ok. 105 mln EUR; od Master Management Group).

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany na koniec '16

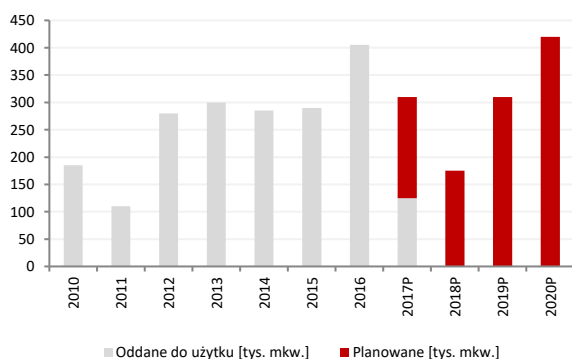


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Okres 1H'17 dla warszawskiego rynku biurowego można uznać za udany. Popyt osiągnął niemal 391 tys. mkw. (w tym 194 tys. mkw. w 1Q'17), a wskaźnik pustostanów uległ nieznacznemu obniżeniu (do 13,9%, w centrum stolicy jest to 13,2%; oczekuje się symbolicznych spadków do końca '18 do ok. 13,5%). JLL zwraca jednocześnie uwagę, że pre-let jest obecnie bardzo niski. Najbardziej aktywnymi sektorami były podmioty z obszaru produkcyjnego oraz usługowego. Wysoka absorpcja nowej powierzchni przekłada się na dużą planowaną podaż w nadchodzących okresach. W '17 na rynek warszawski ma być dostarczone blisko 280-290 tys. mkw. powierzchni, z czego w 1H'17 oddano już 131 tys. mkw. (w 16 budynkach; największe było otwarcie obiektów Business Garden e. 3-7 o pow. 55 tys. mkw.). W realizacji pozostaje obecnie 750 tys. mkw.

(wg JLL; wg analiz C&W jest to 720 tys. mkw.), ale należy zwrócić uwagę, że za ok. 40% odpowiadają 4 kompleksy biurowe, które powinny być ukończone w latach 2019-20. Analitycy C&W oczekują, że do końca '20 całkowita podaż powierzchni biurowej w stolicy będzie wynosić ok. 6,3 mln mkw. (vs 5,1 mln mkw. obecnie). Największymi inwestycjami w budowie są obecnie Warszawa Hub (Ghelamco, 75 tys. mkw.), Varso Tower (HB Reavis, 70 tys. mkw.), Varso I/II (HB Reavis, 69,5 tys. mkw.) i Mennica Legacy Tower (Golub GetHouse, 50,5 tys. mkw.). Czynsze 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.

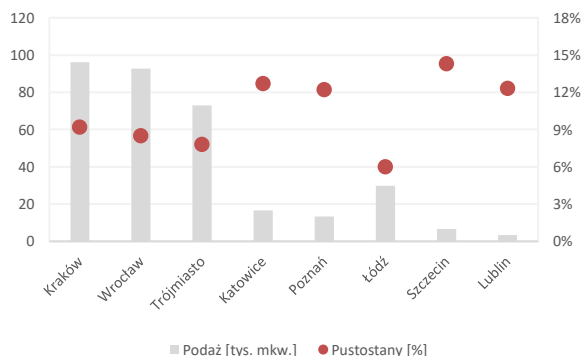
Podaż powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

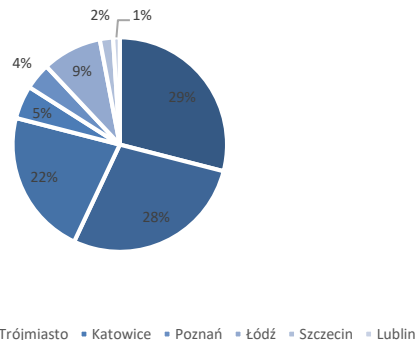
W przypadku miast regionalnych w 1H'17 należy uznać za bardzo udany – zarówno pod kątem popytu, jak i stabilnych stawek najmu. Liderami były ponownie Kraków, Wrocław oraz Trójmiasto. Analitycy JLL pozytywnie zapatrują się również na dalszą część roku. W 1H'17 popyt ukształtował się na poziomie 331,4 tys. mkw., z czego 98,3 tys. mkw. przypadło na Kraków, a kolejne 92 tys. mkw. na Wrocław. Nowe umowy pre-let objęły ok. 98 tys. mkw., natomiast na nowe budynki przypadło niemal 101 tys. mkw. Popyt był kreowany przede wszystkim przez instytucje z sektora BPO/SSC, których udział był bliski 59% całego wolumenu. Według prognoz JLL obszar nowoczesnych usług biznesowych dalej będzie szybko rósł, co powinno przekładać się na utrzymanie popytu na powierzchnie biurowe. Co ciekawe, w 1H'17 uwzględniając Warszawę na rynek dostarczono łącznie 188,4 tys. mkw., czyli nieco mniej niż przed rokiem. Największymi ukończonymi inwestycjami były Business Garden I (36,6 tys. mkw.), Tryton Business House (21,3 tys. mkw.), Axis (19,3 tys. mkw.) i UBP e. 2 (18,7 tys. mkw.). Prognozy dla miast regionalnych na 2H'17 wskazują, że łącznie do użytku może trafić 328 tys. mkw., z czego najwięcej w Krakowie (105 tys. mkw.), Trójmieście i Łodzi. W przypadku pustostanów zanotowano lekki trend spadkowy, poza Krakowem i Lublinem. Największe spadki odnotowano w Trójmieście (-2,1 p.p. r/r), Katowicach (-1,9 p.p. r/r) i Wrocławiu (-1,0 p.p. r/r). Wśród miast regionalnych najniższym pustostanem charakteryzuje się Łódź (6%), a najwyższym Szczecin (14%). W odniesieniu do stawek najmu nie odnotowano dużych zmian, jednak najemcy-w związku z dużą podażą- mogą liczyć na sporo fit-outy.

Podaż i pustostany w 1H'17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Udział w podaży powierzchni biurowej w miastach regionalnych w 1H'17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Rynek biurowy w Polsce w 2Q'17

	Warszawa	Lublin	Kraków	Katowice	Łódź	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto
Podaż [tys. mkw.]	5 151,1	150,9	992,2	458,8	397,5	873,1	443,3	156,1	645,5
Pustostany [%]	13,9%	12,3%	9,2%	12,7%	6,0%	8,5%	12,2%	14,3%	7,8%
Popyt [tys. mkw.]	341,9	5,9	98,3	17,0	29,7	91,7	12,7	2,4	73,8
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	20,5-23,5/11,0-16	10,5-11,5	13,5-14,5	11,5-13,5	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.]	750,0	45,4	277,2	35,5	134,3	267,3	71,0	40,7	150,3

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	1Q'17	4Q'16	Yield [%] 2016	Max 10Y	Min 10Y
Warszawa	23,75	-1,0%	5,25%	5,25%	5,75%	7,00%	5,25%
Kraków	14,50	0,0%	6,25%	6,50%	6,75%	8,50%	6,25%
Wrocław	13,50	-1,8%	7,50%	7,50%	7,50%	8,80%	6,50%
Gdańsk	14,00	0,0%	7,00%	7,25%	7,25%	8,50%	6,25%
Katowice	13,50	5,9%	7,25%	7,75%	7,75%	8,50%	6,50%
Poznań	14,00	-3,4%	6,50%	6,50%	6,50%	8,50%	6,00%
Łódź	13,00	-3,7%	8,50%	9,00%	9,00%	9,25%	6,75%
Szczecin	14,00	3,7%	7,00%	7,00%	7,00%	8,50%	6,75%

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

SERBIA

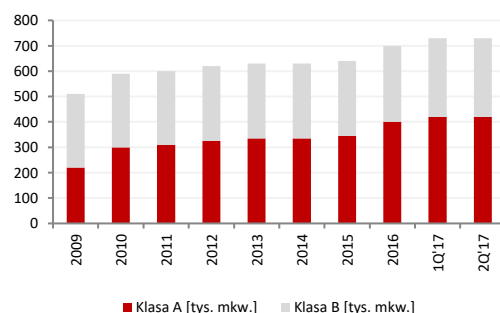
Z rynków, na których działa GTC, Belgrad przez długi okres czasu wydawał się być jednym z najtrudniejszych i bardziej specyficznych. Od '15 serbska gospodarka zaczęła się odbudowywać, a według serbskiego urzędu statystycznego PKB Serbii w 1Q'17 urosło o 1,2%. Po 1Q'17 stopa bezrobocia wynosiła 13,2% (vs 13,8% na koniec '16 i ok. 18,5% w '15). Poprawiały się również odczyty dot. sprzedaży detalicznej (w maju wzrost o ponad 11% 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%. W 2Q'17 pustostany spadły do 5,0% (w klasie A było to 5,3%, a w klasie B 4,8%). Na koniec '16 całkowita podaż powierzchni biurowej wynosiła ok. 730 tys. mkw., a w 1H'17 ok. 40 tys. mkw. (w dzielnicy Nowy Belgrad; w tym 3 faza projektu Fortyone). Zgodnie z raportami JLL w planach jest wybudowanie ok. 164 tys. mkw. (większość w Nowym Belgradzie). Na rynku handlowym oczekuje się powstania blisko 235 tys. mkw. powierzchni w perspektywie 2017-20 (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. 97 mkw./1000 osób).

Planowane obiekty handlowe w Serbii

Obiekt	Powierzchnia [tys. mkw.]	Data ukończenia
Rajiceva	15,3	2017
Ada Mall	34	2018
Big Fashion Vidikovac	70	2019
BW Galerija	93	2020
Capitol Park Rakovica	21	2017

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Powierzchnia powierzchni biurowej w Belgradzie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

WĘGRY

Według prognoz gospodarka Węgier przyspieszy w '17, co powinno przede wszystkim wynikać z silnej konsumpcji (oczekuje się wzrostu w wys. 4,6%) oraz niskiego bezrobocia. Dodatkowym czynnikiem stymulującym powinien być także wzrost przeciętnego wynagrodzenia. Zdaniem Cushman&Wakefield silny popyt w obszarze handlowym powoduje, że w nadchodzących kwartałach ma pojawić się presja na wzrost czynszów, podobnie jak poziomów wynajęcia. C&W szacuje, że w 1Q'17 zawarto transakcje o wartości 210 mln EUR. Najlepsze galerie są handlowane przy stopach kapitalizacji na poziomie 5,5%. Pozytywne trendy analitycy C&W dostrzegają również w odniesieniu do segmentu biurowego. W swoim raporcie po 1Q'17 wskazują na rosnące zainteresowanie najemców, co przekłada się na rekordowo niskie pustostany (ok. 9,2% na koniec kwartału; w dzielnicy NCB-S niewynajęta przestrzeń odpowiada za jedynie 3,6%). Sytuacja może się nieco zmienić w '18. W '17 na rynek ma trafić ok. 100 tys. mkw. nowej powierzchni, natomiast w '18 może to być aż 250 tys. mkw. W minionym kwartale zawarto umowy na niemal 67 tys. mkw., przy średnim okresie trwania 5 lat. C&W szacuje, że całkowita podaż biur wynosi 3,35 mln mkw. Według analiz JLL w minionym roku na rynek trafiło 6 obiektów biurowych, które dały łącznie ponad 90 tys. mkw.

RUMUNIA

Rumuńska gospodarka konsekwentnie kontynuuje wzrost gospodarczy, a PKB w ubiegłym roku wyniosło 4,8% (jeden z najwyższych w UE). Pozytywne trendy widać również w przypadku sprzedaży detalicznej, której dynamika w '16 była bliska 13,5%. Stopa bezrobocia jest szacowana na 5,5%. Narodowy bank Rumunii cały czas utrzymuje politykę niskich stóp procentowych (od maja'15 jest to 1,75%). Z raportów JLL wynika, że do podwyżek stóp może dojść najwcześniej w 2H'17. W minionym roku doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości ok. 860 mln EUR, czyli o 30% powyżej wyniku z '15 (45% w segmencie biurowym). Równocześnie nieco niższa była liczba transakcji, a w Bukareszcie zrealizowano 70% z nich. Stopy kapitalizacji dla topowych inwestycji wynoszą obecnie: 7,25% w handlu, 7,5% w obszarze biurowych i 9,0% 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 '16 popyt na powierzchnie biurowe wyniósł 364 tys. mkw., co implikuje przyrost o 46% r/r (netto było to 155 tys. mkw., dynamika 42%). Najaktywniejsze były ponownie sektory IT oraz BPO. Poziom pustostanów na koniec roku wyniósł 13,5%, jednak oczekiwany jest jego spadek w '17. W br. ukończona ma być powierzchnia w wys. 184 tys. mkw.

BUŁGARIA

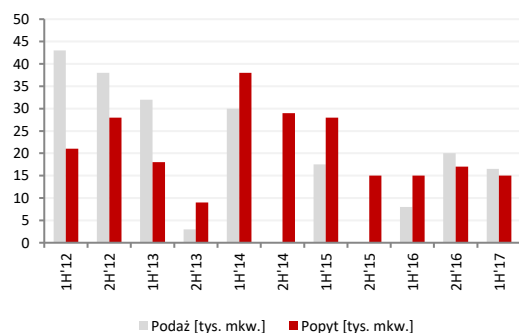
Według danych Oxford Economics PKB Bułgarii w 1Q'17 wyniosło 3,5%, a w '17 dynamika ma wynieść 2,5%. W krótkim okresie spodziewane jest osłabienie popytu zewnętrznego i utrzymanie niskich stóp procentowych. W 1H'17 doświadczyliśmy lekkiego spadku stóp kapitalizacji, zarówno na rynku handlowym, jak i biurowym (z 8% do odpowiednio 7,5% 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 zainteresowanie 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. Nasycenie powierzchnią komercyjną na 1000 mieszkańców wynosi obecnie 320 mkw. (łącznie podaż wynosi 424 tys. mkw., z czego 12 tys. mkw. dostarczono w ubiegłym roku). Na rynku handlowym doszło dodatkowo do sprzedaży 4 obiektów, a szacunkowa wartość transakcji wynosiła 420-430 mln EUR.

CHORWACJA

Po długim okresie recesie gospodarka Chorwacji zaczęła się odbudowywać. W 1Q'17 dynamika PKB wyniosła 2,5%, przyspieszyła również sprzedaż detaliczna, a stopa bezrobocia ukształtowała się na poziomie 10,8%. Na rynku nieruchomości bieżące stopy kapitalizacji wynoszą odpowiednio: 7,25% dla obszaru handlowego, 8,25% dla segmentu biur oraz 9,25% w przypadku logistyki. Poziom pustostanów na rynku biurowym spadł w 1H'17 do ok. 9% (z 10% w '16). 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

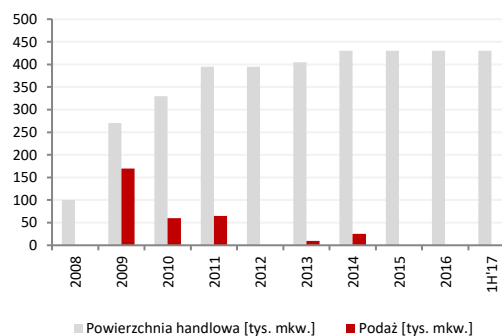
handlowe, a aktywność deweloperów pojawiała się raczej w mniejszych miastach (jak np. w Puli, gdzie uruchomiono retail park o powierzchni 13 tys. mkw.). Nasycenie powierzchnią na jednego mieszkańca wynosi obecnie 500 mkw./1000 osób. Całkowita powierzchnia użytkowa pozostaje stabilna od kilku lat i wynosi 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 2Q'17

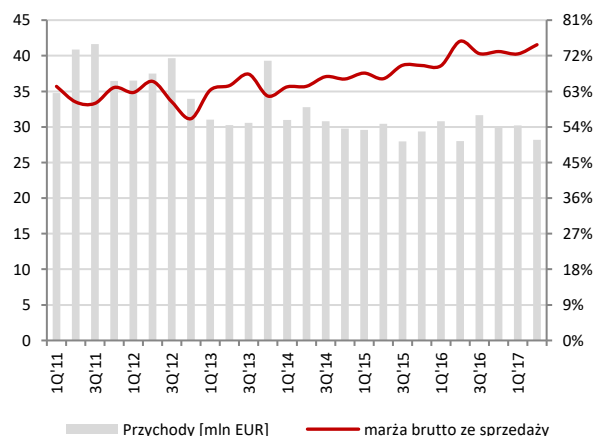
GTC wypracowało w 2Q'17 28,2 mln EUR przychodów, ok. 41,9 mln EUR EBITDA i 27,5 mln EUR zysku netto. Pomimo sprzedaży dwóch obiektów z portfolio (galerie Burgas i Stara Zagora) i braku wpływów z części mieszkaniowej, deweloper utrzymał przychody na zbliżonym poziomie. Spółka zaraportowała ok. 41,9 mln EUR EBITDA, co w dużej mierze jest pochodną wyższej rewaluacji na posiadanych inwestycjach (26,7 mln EUR vs 16,6 mln EUR przed rokiem; zyski dotyczyły przede wszystkim Galerii Północnej i oddanego do użytku 3 etapu biurowca FortyOne w Belgradzie). Po oczyszczeniu o rewaluację EBITDA wyniosłaby 15,2 mln EUR (spadek o 14% r/r; grupa rozpoznała koszty z tyt. płatności w formie akcji w wys. 2,1 mln EUR, co przełożyło się na wzrost kosztów zarządu w minionym kwartale). Według naszych obliczeń LtV netto na koniec 2Q'17 ukształtowało się na poziomie 43,8% (-1,8 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
Przychody	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8	28,0	31,6	29,8	30,2	28,2
Wynik brutto ze sprzedaży	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4	21,2	22,9	21,8	21,9	21,1
EBITDA	17,2	15,4	15,5	44,0	25,2	34,4	33,3	62,3	43,3	41,9
EBITDA adj.*	17,6	16,9	15,9	15,5	17,8	17,8	18,0	17,1	18,9	15,2
EBIT	17,1	15,3	15,4	43,8	25,1	34,3	33,2	62,2	43,1	41,9
EBIT adj.*	17,5	16,8	15,8	15,4	17,7	17,7	17,8	17,0	18,7	15,2
Wynik brutto	3,8	7,4	10,8	33,5	18,6	27,4	24,5	54,0	33,1	35,0
Wynik netto	7,9	-1,8	10,8	26,8	16,3	18,9	71,4	53,0	32,1	27,5
Wynik netto adj.**	7,5	7,3	8,0	6,4	9,2	9,1	8,2	7,5	9,9	7,1
marża brutto ze sprzedaży	67,6%	66,2%	69,6%	69,5%	69,5%	75,7%	72,5%	73,1%	72,5%	74,8%
marża EBITDA adj.	59,5%	55,5%	57,0%	52,9%	57,8%	63,6%	56,7%	57,5%	62,4%	54,0%
marża EBIT adj.	59,1%	55,1%	56,6%	52,4%	57,4%	63,2%	56,4%	57,0%	61,9%	53,9%
marża netto adj.	25,3%	24,1%	28,7%	21,9%	30,0%	32,6%	25,9%	25,2%	32,7%	25,1%
Odpisy	-0,4	-1,4	-0,4	28,5	7,4	16,6	15,3	45,2	24,4	26,7
Różnice kursowe	-3,5	1,8	1,4	1,6	0,3	2,8	-0,5	-0,2	-3,8	-0,4

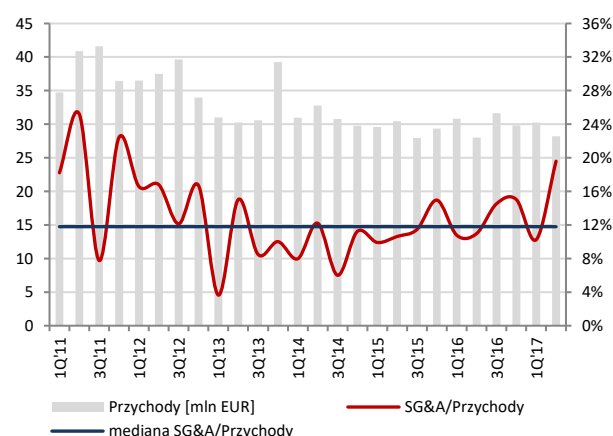
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki skorygowane o wartość odpisów; ** korekta o rewaluację portfolio i różnice kursowe

Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



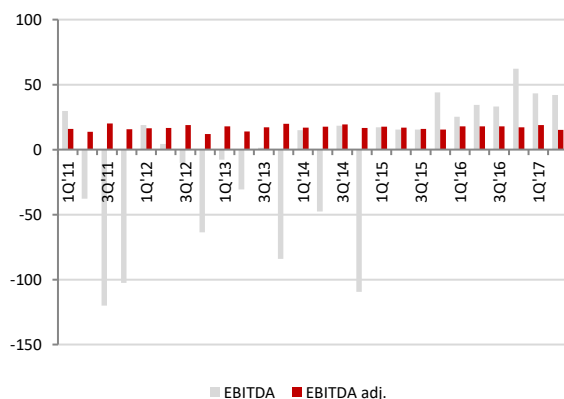
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]

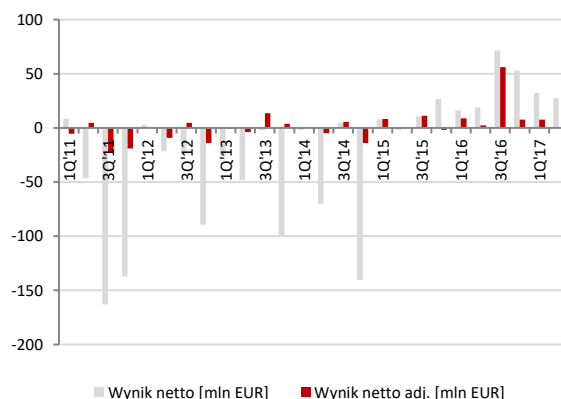


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA adj. o odpisy [mln EUR]



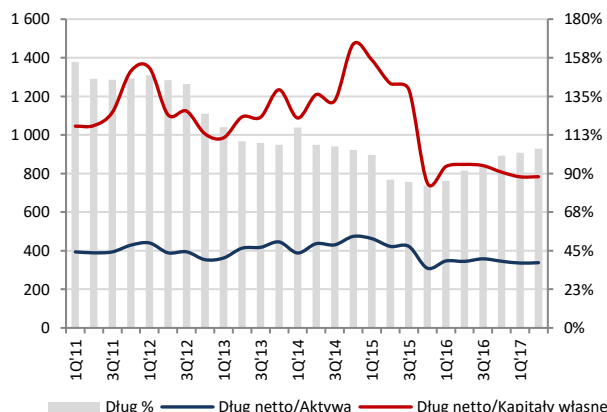
Wynik netto i wynik netto adj. [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

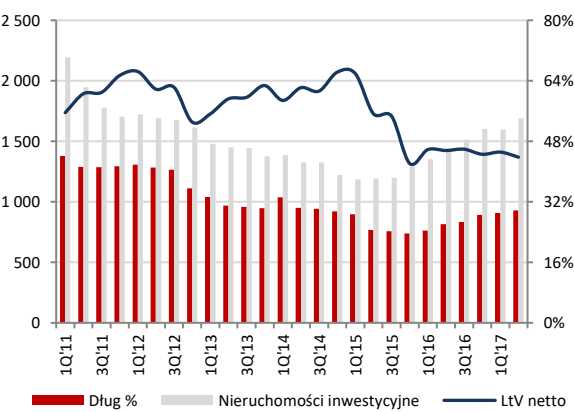
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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

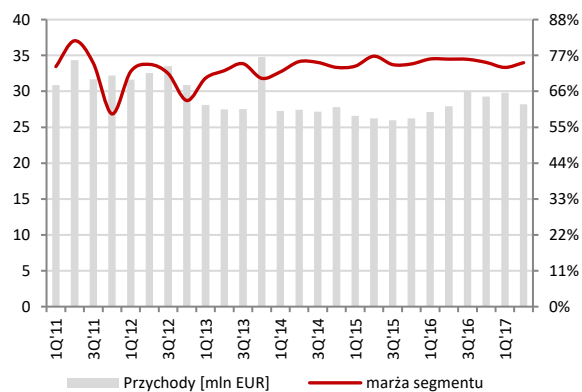
W segmencie komercyjnym GTC wypracowało 28,2 mln EUR przychodów, z czego z wpływów z tyt. czynszu pochodzi 21,4 mln EUR (+1% r/r). Warto zwrócić uwagę, że deweloper utrzymał obroty na zbliżonym poziomie mimo zbycia dwóch obiektów handlowych (galerie Burgas i Stara Zagora), co zostało osiągnięte m.in. dzięki poprawie wskaźników wynajmu i lepszych stawek czynszu. Rentowność brutto dywizji była bliska 75%. W przypadku działalności mieszkaniowej spółka nie wygenerowała przychodów, co jest efektem wygaszania tego segmentu. W ujęciu geograficznym głównymi rynkami są Polska (w 2Q'17 odpowiadała za ok. 44% wpływów i wyniku brutto) oraz Węgry (ok. 18% zysku).

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17
Przychody	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8	28,0	31,5	29,9	30,2	28,2
obiekty komercyjne	26,6	26,2	25,9	26,2	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2
mieszkania	3,0	4,2	2,0	3,1	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0
Wynik brutto segmentu	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4	21,2	22,9	21,0	21,9	21,1
obiekty komercyjne	19,6	20,1	19,2	19,5	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1
mieszkania	0,4	0,0	0,2	0,9	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0
marża brutto ze sprzedaży	67,6%	66,2%	69,6%	69,4%	69,5%	75,7%	72,5%	70,1%	72,5%	74,8%
obiekty komercyjne	73,7%	76,8%	74,2%	74,4%	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%
mieszkania	13,2%	0,5%	10,9%	27,5%	22,2%	1,3%	6,5%	-	14,3%	-

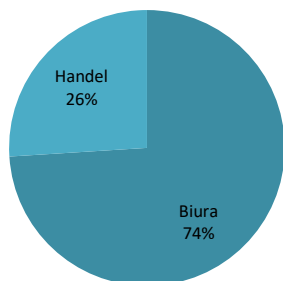
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu najmu



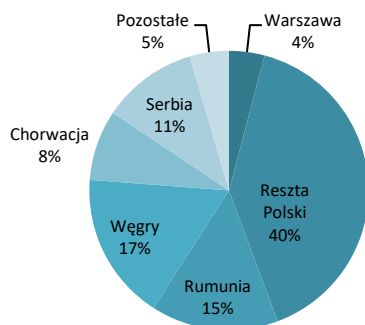
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



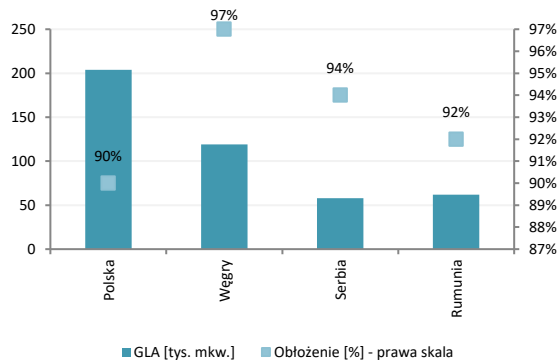
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



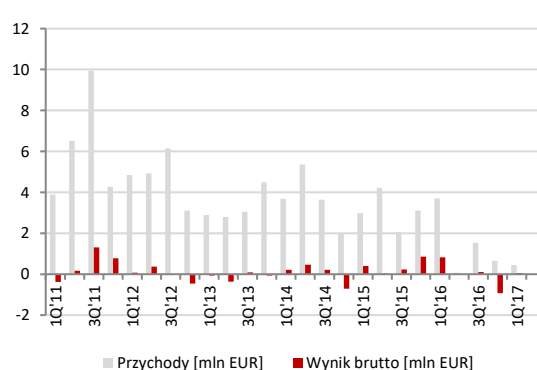
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia i obciążenie aktywów biurowych (wg kraju)



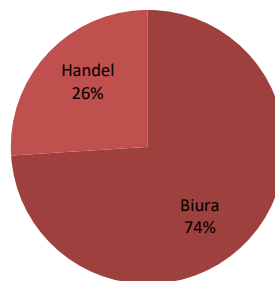
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



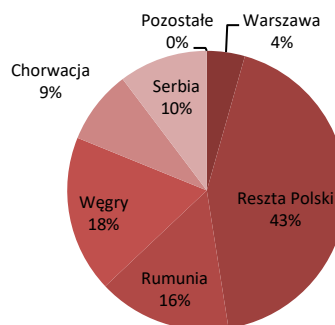
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 2Q'17



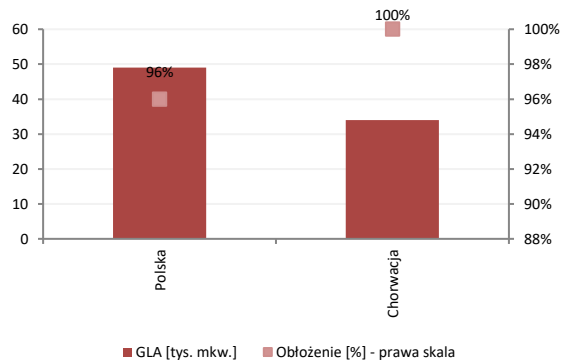
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 2Q'17



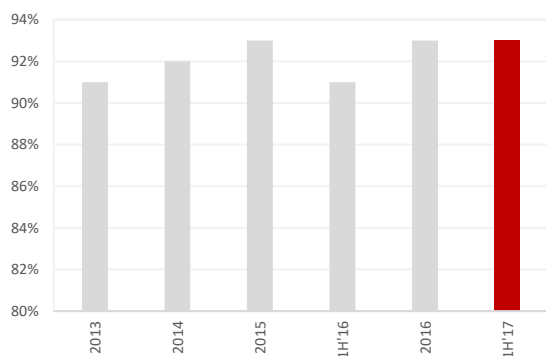
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia i obciążenie aktywów handlowych (wg kraju)



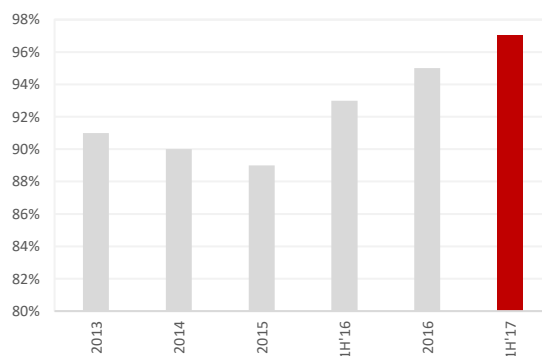
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

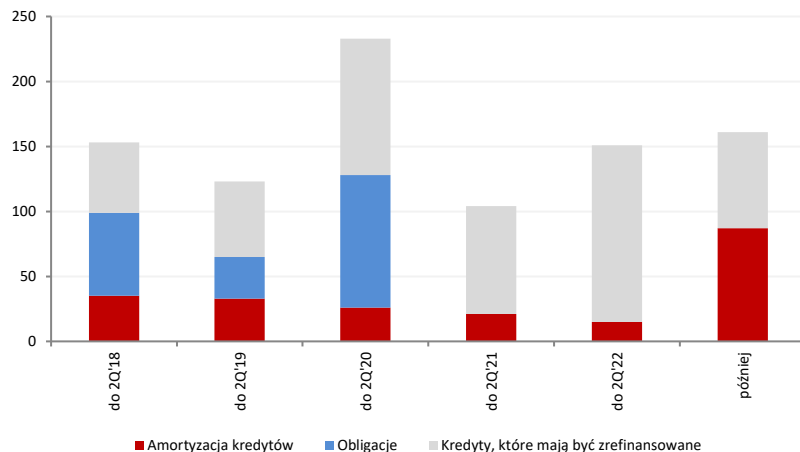
Obiekt	Typ aktywa	Kraj	Miasto	BV [mln EUR]	GLA [tys. mkw.]	Czynsz [EUR/mkw./m-c]	Obłożenie [%]
Galeria Jurajska	Handel	Polska	Częstochowa	169	49	19,8	96%
City Gate	Biura	Rumunia	Bukareszt	147	48	18,2	92%
Avenue Mall Zagrzeb	Handel	Chorwacja	Zagrzeb	103	34	21,1	100%
Korona Office Complex	Biura	Polska	Kraków	80	38	14,9	90%
Center Point	Biura	Węgry	Budapeszt	79	41	12,6	97%
UBP	Biura	Polska	Łódź	72	40	12,5	93%
Duna Tower	Biura	Węgry	Budapeszt	63	31	12,4	93%
FortyOne	Biura	Serbia	Belgrad	62	28	15,8	91%
Aeropark Business Centre	Biura	Polska	Warszawa	53	29	14,3	79%
Spiral	Biura	Węgry	Budapeszt	50	31	10,6	100%
Suma/średnia				878	369	16,3	94%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

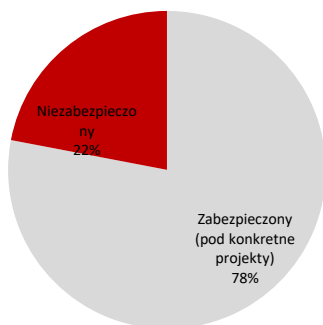
Na koniec 2Q'17 zadłużenie brutto spółki wynosiło 930 mln EUR. Składają się na to kredyty o wartości 747 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 183 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 78%). Warto zaznaczyć, że blisko 78% długu 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 (w PLN są wyrażone jedynie obligacje). Na koniec 2Q'17 LtV netto wynosiło 43,8% (w ujęciu brutto było to 55,0%).

Harmonogram spłat w kolejnych latach

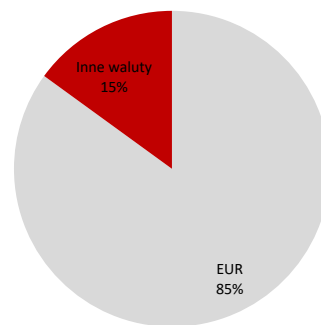


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

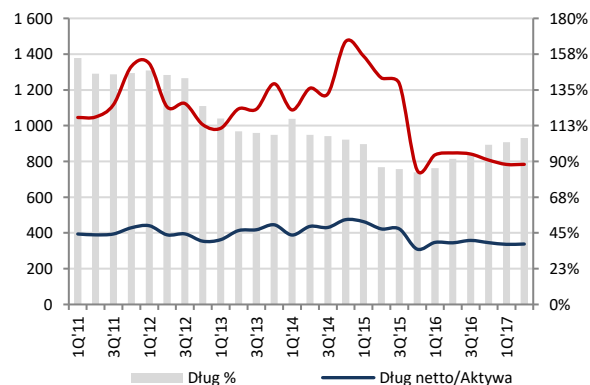
Zabezpieczenie zadłużenia GTC



Waluta zadłużenia GTC

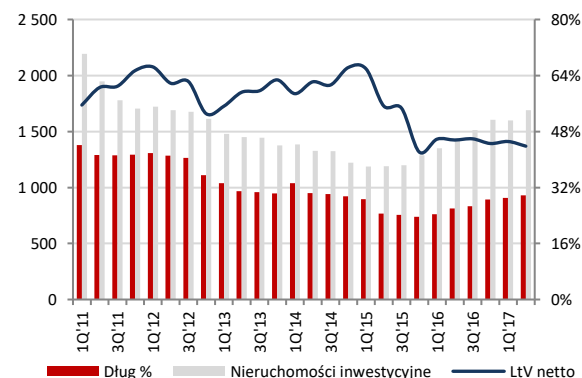


Dług w relacji do aktywów i BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto



PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Do perspektyw dewelopera w kolejnych kwartałach podchodzimy z optymizmem i spodziewamy się, że wyniki ulegną zdecydowanej poprawie. Pod koniec bieżącego kwartału otwarta zostanie Galeria Północna i w modelu przyjmujemy, że w związku z tym GTC wykaże kolejne zyski z rewaluacji tej inwestycji (mocniejszy wpływ na przychody widoczny w 4Q'17). Do użytku ma być przekazany również mały biurowiec Artico. Podsumowując, liczymy że w 3Q'17 spółka wykaże ok. 32,5 mln EUR przychodów, ok. 74,1 mln EUR EBITDA (w 3Q'16 było 33,3 mln EUR; po oczyszczeniu o rewaluację ok. 20,4 mln EUR vs 18,0 mln EUR przed rokiem) i 10,1 mln EUR zysku netto.

W perspektywie całorocznej liczymy, że ukończenie inwestycji w 2 H'17, przełoży się na istotne zwiększenie wyników grupy. Estymujemy, że obroty podniosą się do 129,3 mln EUR, przy jednoczesnej kontynuacji wzrostu rentowności brutto ze sprzedaży (do 74,5%; +1,9 p.p. r/r; po części jest to efekt braku rezultatów w części mieszkaniowej). Szacujemy, że oczyszczona o rewaluację EBITDA wyniesie 77,5 mln EUR (raportowany wynik estymujemy na 220,4 mln EUR; zakładamy rewaluację przede wszystkim na obiekcie Galeria Północna).

W segmencie komercyjnym GTC utrzymuje wysoką, ok. 75%, 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 2017-20. W okresie 2H'17-18 grupa zamierza dostarczyć ok. 129 tys. mkw. nowej powierzchni, w tym m.in. Galerię Północną (pow. użytkowa 65 tys. mkw., otwarcie we wrześniu) oraz centrum handlowe Ada Mall w Serbii (ponad 34 tys. mkw.). W fazie wczesnego planowania są projekty o łącznej powierzchni kolejnych 224 tys. mkw. (inwestycje te mają być realizowane w latach 2018-20). Tym samym łącznie GTC w perspektywie 3 lat zamierza oddać do użytku ok. 350 tys. mkw., przy obecnie posiadanych ok. 600 tys. mkw.

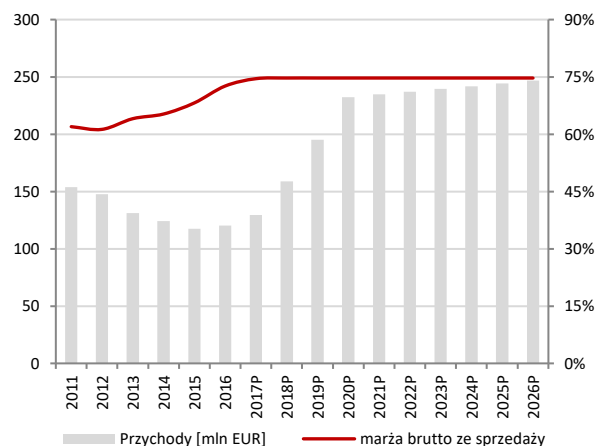
Po udanej emisji akcji w 4Q'15, deweloper pozyskał środki, które przeznaczył na nabycie kilku obiektów (Duna Tower w Budapeszcie, Pixel w Poznaniu oraz inwestycje w Rumunii, czyli Premium Plaza i Premium Point; akwizycje uznajemy za udane). Wysoka pozycja gotówkowa, którą grupa utrzymuje w naszej ocenie sprawia, że możliwe są dalsze akwizycje (i to pomimo ambitnego planu rozwoju). W perspektywie kolejnych okresów spodziewamy się, że jeszcze w 2017 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 odmowami ze strony władz dzielnicy; 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'17P	4Q'17P	1Q'18P	2Q'18P	3Q'18P	4Q'18P	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	30,8	28,0	31,6	29,8	30,2	28,2	32,5	38,4	39,4	38,5	39,8	41,3	117,4	120,3	129,3	158,9	195,1
Wynik brutto ze sprzedaży	21,4	21,2	22,9	21,8	21,9	21,1	24,6	28,8	28,9	28,8	30,2	30,9	80,0	87,3	96,4	118,7	145,7
EBITDA	25,2	34,4	33,3	62,3	43,3	41,9	74,1	61,5	24,3	22,7	24,7	100,8	92,2	155,3	220,9	172,5	204,7
EBITDA adj.	17,8	17,8	18,0	17,1	18,9	15,2	20,4	23,0	24,3	22,7	24,7	24,8	66,0	70,7	77,5	96,5	118,3
EBIT	25,1	34,3	33,2	62,2	43,1	41,9	74,0	61,4	24,3	22,6	24,5	100,7	91,7	154,8	220,4	172,1	204,1
EBIT adj.	17,7	17,7	17,8	17,0	18,7	15,2	20,2	22,9	24,3	22,6	24,5	24,7	65,5	70,2	77,1	96,1	117,7
Wynik netto	16,3	18,9	71,4	53,0	32,1	27,5	53,7	43,5	13,3	11,7	12,8	74,0	43,6	159,6	156,8	111,8	134,3
Wynik netto adj.	9,2	9,1	8,2	7,5	9,9	7,1	10,1	12,3	13,3	11,7	12,8	12,4	29,3	34,1	39,4	50,2	64,3
marża brutto ze sprzedaży	69,5%	75,7%	72,5%	73,1%	72,5%	74,8%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	75,8%	74,9%	68,2%	72,6%	74,5%	74,7%	74,7%
marża EBITDA (adj.)	57,8%	63,6%	56,7%	57,5%	62,4%	54,0%	62,6%	59,9%	61,8%	59,0%	62,0%	60,2%	56,2%	58,8%	59,9%	60,8%	60,7%
marża EBIT (adj.)	57,4%	63,2%	56,4%	57,0%	61,9%	53,9%	62,3%	59,7%	61,6%	58,8%	61,7%	59,9%	55,8%	58,4%	59,6%	60,5%	60,3%
marża netto (adj.)	30,0%	32,6%	25,9%	25,2%	32,7%	25,1%	31,2%	32,0%	33,9%	30,4%	32,1%	30,2%	24,9%	28,3%	30,5%	31,6%	33,0%
Segment wynajmu																	
Przychody	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2	32,5	38,4	39,4	38,5	39,8	41,3	105,0	114,3	128,9	158,9	195,1
z tyt. czynszu	20,6	21,1	22,8	22,0	22,1	21,4	24,7	28,9	29,2	29,2	30,2	31,0	79,6	86,5	97,0	119,6	146,8
usługi dodatkowe	6,5	6,8	7,2	7,3	7,7	6,8	7,8	9,5	10,2	9,3	9,6	10,2	25,4	27,8	31,9	39,3	48,3
NOI	20,6	21,1	22,8	22,0	22,1	21,4	24,7	28,9	29,2	29,2	30,2	31,0	79,6	86,5	97,0	119,6	146,8
Wynik brutto	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1	24,6	28,8	28,9	28,8	30,2	30,9	78,5	86,5	96,3	118,7	145,7
marża brutto segmentu	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	75,8%	74,9%	74,8%	75,6%	74,7%	74,7%	74,7%
Zobowiązania % [mln PLN]	761,6	814,1	833,2	892,9	906,9	929,8	971,0	1 001,6	1 058,9	1 138,0	1 213,9	1 289,8	739,1	892,9	1 001,6	1 289,8	1 286,4
Nier. Inw. [mln PLN]	1 351,1	1 415,5	1 513,4	1 604,7	1 599,2	1 689,9	1 793,8	1 876,2	1 957,9	2 035,2	2 108,0	2 256,7	1 288,5	1 604,7	1 876,2	2 256,7	2 430,2
LtV	56,4%	57,5%	55,1%	55,6%	56,7%	55,0%	54,1%	53,4%	54,1%	55,9%	57,6%	57,2%	57,4%	55,6%	53,4%	57,2%	52,9%
Segment mieszkaniowy																	
Przychody	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,4	6,0	0,4	0,0	0,0
Wynik brutto ze sprzedaży	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	0,1	0,0	0,0
marża brutto	22,2%	1,3%	6,5%	-141,9%	14,3%	-	-	-	-	-	-	-	12,1%	-0,1%	14,3%	-	-

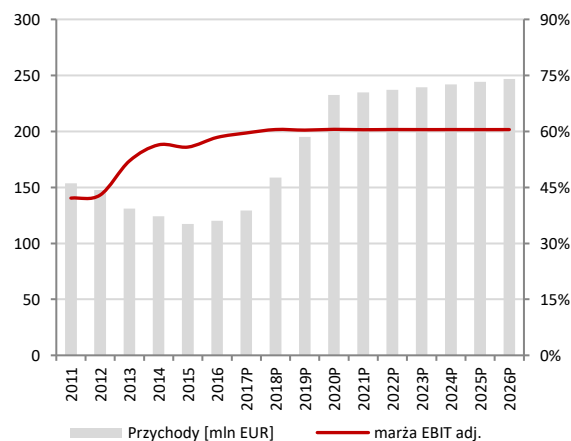
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży



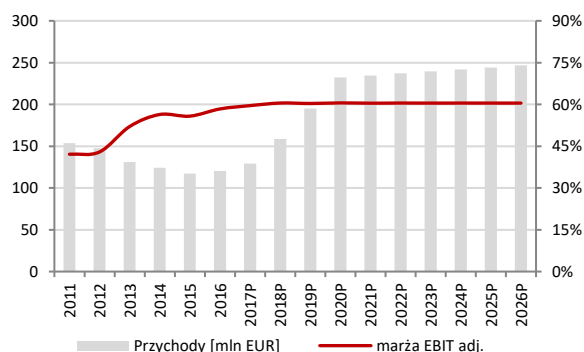
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln EUR] i marża EBIT



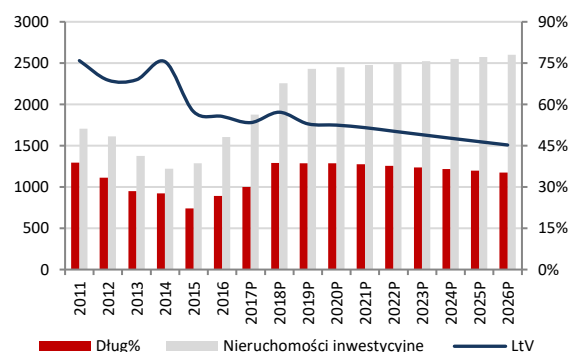
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A



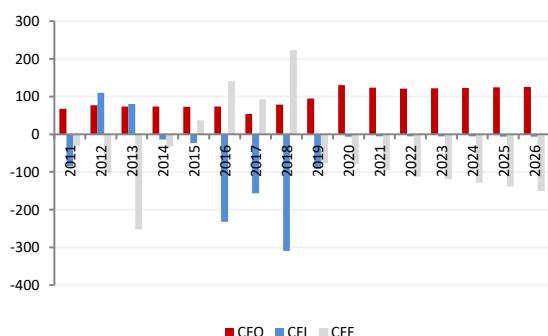
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV nieruchomości inwestycyjnych



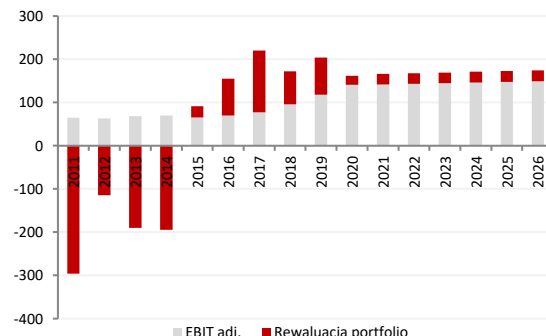
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dekompozycja EBIT raportowanego

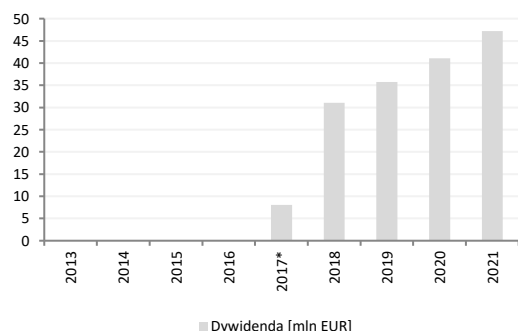


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

POLITYKA DYWIDENDOWA

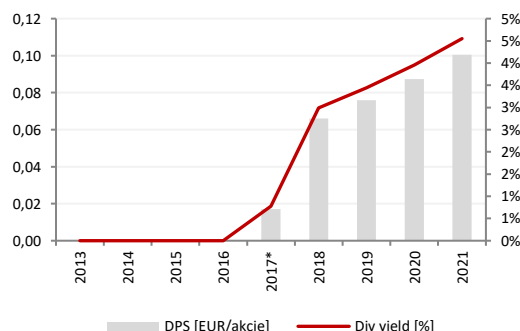
Wraz z publikacją wyników za 4Q'16 deweloper ogłosił wprowadzenia polityki dywidendowej, co jest przełomowym wydarzeniem w historii grupy. Wcześniej zarząd grupy ostrożnie wypowiadał się na ten temat, sugerując, że do podziału zysku może dojść najwcześniej w '19, co byłoby tożsame ze spłatą obligacji. 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.

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]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe, w tym:	1 369,8	1 346,4	1 629,7	1 898,9	2 283,8	2 460,7	2 487,2	2 515,7	2 544,6	2 573,5	2 602,5	2 631,5	2 660,7
Nieruchomości inwestycyjne	1 221,3	1 288,5	1 604,7	1 876,2	2 256,7	2 430,2	2 451,5	2 475,6	2 500,0	2 524,6	2 549,5	2 574,6	2 599,9
Grunty przeznaczone pod zabudowę	41,4	26,8	13,8	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2	13,2
Inwestycje w jednostkach stowarz.	96,0	23,1	3,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Pozostałe aktywa trwałe	11,0	8,1	7,4	7,4	11,7	15,2	20,4	24,8	29,3	33,6	37,7	41,6	45,4
Aktywa obrotowe, w tym:	147,2	213,1	209,8	215,5	209,3	137,0	183,4	207,3	210,6	207,2	196,3	176,3	145,8
Zapasy	23,5	3,2	5,4	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Należności	5,0	5,5	5,4	5,3	6,3	7,6	9,3	10,1	10,3	10,3	10,5	10,6	10,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	81,1	169,5	149,8	142,2	135,0	61,3	106,1	129,2	132,4	128,8	117,8	97,8	67,1
Pozostałe aktywa obrotowe	37,6	35,0	49,3	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8	60,8
Aktywa razem	1 517,1	1 559,6	1 839,5	2 114,4	2 493,1	2 597,7	2 670,6	2 723,1	2 755,3	2 780,6	2 798,8	2 807,8	2 806,5
Kapitał własny	427,2	621,2	790,3	941,1	1 021,8	1 120,4	1 179,4	1 235,7	1 286,8	1 331,5	1 368,7	1 397,0	1 414,8
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	944,7	807,0	852,9	969,9	1 258,1	1 254,6	1 254,6	1 244,6	1 224,6	1 204,6	1 184,6	1 164,6	1 144,6
Długoterm. Część kredytów i obligacji	802,6	658,7	739,0	847,4	1 135,6	1 132,2	1 132,2	1 122,2	1 102,2	1 082,2	1 062,2	1 042,2	1 022,2
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	142,0	148,2	113,8	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4	122,4
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	145,2	131,4	196,3	203,5	213,2	222,7	236,5	242,7	243,9	244,5	245,4	246,2	247,1
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	119,6	80,4	153,9	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2	154,2
Zob. z tyt. dostaw i usług	19,7	28,8	36,7	41,2	50,9	60,5	74,3	80,5	81,6	82,3	83,2	84,0	84,8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	6,0	22,2	5,7	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Pasywa razem	1 517,1	1 559,6	1 839,5	2 114,4	2 493,1	2 597,7	2 670,6	2 723,1	2 755,3	2 780,6	2 798,8	2 807,8	2 806,5

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	124,3	117,4	120,3	129,3	158,9	195,1	232,4	234,7	237,1	239,4	241,8	244,2	246,7
Koszty operacyjne	43,2	37,3	33,0	32,9	40,2	49,3	58,8	59,4	60,0	60,6	61,2	61,8	62,4
Wynik brutto ze sprzedaży	81,1	80,0	87,3	96,4	118,7	145,7	173,6	175,3	177,1	178,9	180,7	182,5	184,3
SG&A	11,7	13,8	15,5	18,2	21,0	26,6	31,3	31,8	32,0	32,4	32,7	33,0	33,3
Aktualizacja wartości	-194,4	26,2	84,6	143,4	76,0	86,4	21,3	24,1	24,4	24,6	24,9	25,1	25,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,6	-0,8	-1,6	-1,1	-1,5	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8
EBITDA	-123,8	92,2	155,3	220,9	172,5	204,7	162,7	167,0	169,0	170,9	172,8	174,7	176,7
EBIT	-124,3	91,7	154,8	220,4	172,1	204,1	162,0	166,0	167,8	169,4	171,1	172,8	174,5
Saldo działalności finansowej	-42,5	-29,4	-28,2	-28,4	-34,1	-38,3	-38,4	-38,2	-37,7	-37,1	-36,5	-35,9	-35,4
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-27,6	-8,2	-4,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	-194,5	55,6	124,6	188,1	138,0	165,8	123,6	127,8	130,1	132,3	134,6	136,9	139,2
Wynik netto	-207,4	43,6	159,6	156,8	111,8	134,3	100,1	103,5	105,4	107,2	109,0	110,9	112,7

Rachunek przepływów pieniężnych [mln EUR]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	73,3	73,1	73,3	54,2	79,0	95,1	130,1	124,0	121,0	121,7	123,2	124,3	125,6
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-13,9	-22,8	-231,8	-156,1	-309,3	-91,2	-5,9	-5,5	-5,8	-5,7	-5,8	-5,9	-5,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-32,9	37,4	140,8	93,1	223,1	-77,5	-79,5	-95,4	-112,0	-119,5	-128,3	-138,5	-150,3
Przepływy pieniężne netto	24,6	88,4	-19,7	-7,6	-7,3	-73,6	44,7	23,1	3,2	-3,6	-11,0	-20,1	-30,7
Środki pieniężne na początek okresu	56,4	81,1	169,5	149,8	142,2	135,0	61,3	106,1	129,2	132,4	128,8	117,8	97,8
Środki pieniężne na koniec okresu	81,1	169,5	149,8	142,2	135,0	61,3	106,1	129,2	132,4	128,8	117,8	97,8	67,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	-5,2%	-5,6%	2,5%	7,5%	22,8%	22,8%	19,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	2,7%	-6,5%	7,1%	9,6%	24,6%	22,6%	19,5%	1,0%	1,2%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%
EBIT adj. zmiana r/r	2,7%	-6,6%	7,3%	9,7%	24,7%	22,5%	19,5%	0,8%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-100,7%	-	36,3%	11,7%	38,7%	28,0%	28,9%	1,4%	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%
Marża brutto na sprzedaży	65,3%	68,2%	72,6%	74,5%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%	74,7%
Marża EBITDA adj.	56,8%	56,2%	58,8%	59,9%	60,8%	60,7%	60,9%	60,9%	61,0%	61,1%	61,2%	61,3%	61,3%
Marża EBIT adj.	56,4%	55,8%	58,4%	59,6%	60,5%	60,3%	60,5%	60,4%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%	60,5%
Marża netto adj.	-0,1%	20,3%	26,9%	28,0%	31,6%	33,0%	35,7%	35,8%	36,1%	36,4%	36,8%	37,1%	37,4%
ROE adj.	0,0%	3,7%	4,1%	3,9%	5,0%	5,8%	7,1%	6,9%	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
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	922,2	739,1	892,9	1001,6	1289,8	1286,4	1286,4	1276,4	1256,4	1236,4	1216,4	1196,4	1176,4
D/(D+E)	60,8%	47,4%	48,5%	47,4%	51,7%	49,5%	48,2%	46,9%	45,6%	44,5%	43,5%	42,6%	41,9%
D/E	155,0%	90,1%	94,3%	90,0%	107,2%	98,1%	92,9%	88,2%	83,8%	80,1%	76,9%	74,2%	72,2%
Odsetki / EBIT adj.	66,3%	50,7%	42,0%	37,1%	35,7%	32,7%	27,4%	27,0%	26,4%	25,8%	25,1%	24,4%	23,8%
Dług / Kapitał własny	215,9%	119,0%	113,0%	106,4%	126,2%	114,8%	109,1%	103,3%	97,6%	92,9%	88,9%	85,6%	83,2%
LtV	75,5%	57,4%	55,6%	53,4%	57,2%	52,9%	52,5%	51,6%	50,3%	49,0%	47,7%	46,5%	45,2%
Dług netto	841,1	569,6	743,1	859,4	1154,9	1225,0	1180,3	1147,2	1124,0	1107,6	1098,5	1098,6	1109,3
Dług netto / Kapitał własny	1,97	0,92	0,94	0,91	1,13	1,09	1,00	0,93	0,87	0,83	0,80	0,79	0,78
Dług netto / EBITDA adj.	11,92	8,63	10,51	11,09	11,96	10,35	8,34	8,03	7,77	7,57	7,42	7,34	7,33
Dług netto / EBIT adj.	12,00	8,70	10,58	11,15	12,02	10,41	8,39	8,09	7,84	7,65	7,51	7,44	7,44
EV	1838,4	1571,9	1744,1	1861,2	2156,7	2226,9	2182,1	2149,0	2125,8	2109,4	2100,4	2100,4	2111,1
Dług / EV	50,2%	47,0%	51,2%	53,8%	59,8%	57,8%	59,0%	59,4%	59,1%	58,6%	57,9%	57,0%	55,7%
CAPEX / Przychody	20,8%	28,6%	77,5%	126,5%	194,7%	46,7%	2,6%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	5174,5%	6585,3%	19927,1%	39014,5%	71471,4%	14770,7%	794,5%	523,7%	463,3%	382,3%	342,9%	305,6%	280,4%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%
Zmiana KO / Przychody	-7,2%	-24,7%	-4,9%	-2,1%	-5,5%	-4,2%	-5,2%	-2,3%	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-130,5%	-419,5%	201,3%	30,2%	29,4%	22,8%	32,5%	231,9%	43,6%	23,3%	33,5%	28,4%	30,9%

Wskaźniki rynkowe*	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S	8,3	8,8	8,6	8,0	6,5	5,3	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2
P/E adj.	-	43,3	31,7	28,4	20,5	16,0	12,4	12,3	12,0	11,8	11,6	11,4	11,2
P/BV adj.	2,1	1,6	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
P/CE adj.	9,1	4,7	4,9	5,0	4,8	6,7	4,8	4,3	4,2	4,2	4,4	4,8	5,5
EV/EBITDA adj.	26,0	23,8	24,7	24,0	22,3	18,8	15,4	15,0	14,7	14,4	14,2	14,0	14,0
EV/EBIT adj.	26,2	24,0	24,8	24,2	22,4	18,9	15,5	15,1	14,8	14,6	14,4	14,2	14,2
EV/S	14,8	13,4	14,5	14,4	13,6	11,4	9,4	9,2	9,0	8,8	8,7	8,6	8,6
BVPS	1,0	1,4	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0
EPS adj.	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS adj.	0,2	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Dywidenda [mln EUR]	0,0	0,0	0,0	8,1	31,1	35,7	41,1	47,2	54,3	62,5	71,8	82,6	95,0
DPS [EUR]	0,00	0,00	0,00	0,02	0,07	0,08	0,09	0,10	0,12	0,13	0,15	0,18	0,20
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	3,0%	3,5%	4,0%	4,6%	5,3%	6,1%	7,0%	8,0%	9,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,37 PLN/akcję; *dane w EUR

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdom.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

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

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdom.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdom.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdom.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
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

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 3Q'17

Kupuj	2	20%
Akumuluj	6	60%
Trzymaj	1	10%
Redukuj	1	10%
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 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 skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (*dalej: BDM*) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. 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.

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 uwzględnić, że struktura portfelową 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii 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 23.08.2017 roku (15:10 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.08.2017 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 rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie na analizie przeprowadzonej 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.

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 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.

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 23.08.2017 roku:

- BDM nie 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.