



Dom Maklerski BDM S.A.

**GTC**

**RAPORT ANALITYCZNY**

**KUPUJ**

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 10,48 PLN**

4 PAŹDZIERNIKA 2018, 10:30 CEST

W bieżącym raporcie podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów GTC i wydajemy zalecenie Kupuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 10,48 PLN/walor. W aktualnej rekomendacji wskazujemy m.in. na nadal korzystne otoczenie makro. Rynki, na których działa grupa, wykazują dużą aktywność ze strony najemców oraz inwestorów, co powinno przekładać się na dalszą lekką kompresję stóp kapitalizacji. Jednocześnie podobają nam się ambitne plany rozbudowy portfolio w kolejnych latach (ok. 390 tys. mkw. nowej powierzchni użytkowej; obecnie ok. 700 tys. mkw. GLA) oraz polityka dywidendowa, którą wprowadził zarząd. Podmiot jest handlowany poniżej wartości księgowej, przy P/BV na poziomie 0,9-0,8x na lata 2018-19, co traktujemy jako atrakcyjne wartości. Zwracamy także uwagę na toczący się proces przeglądu opcji strategicznych przez głównego udziałowca, co w naszej ocenie może być impulsem dla zachowania kursu akcji spółki w najbliższym czasie.

Zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2018-22. W budowie znajdują się obecnie 4 inwestycji (Ada Mall i Green Heart w Belgradzie, ABC I w Sofii, Matrix A w Zagrzebiu) o łącznej pow. użytkowej 85 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 203 mln EUR. W perspektywie '18 ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 3 projektów (ABC II w Sofii, City Rose Park w Bukareszcie, The Twist w Budapeszcie), które „dołożą” dodatkowe 90 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 (Matrix B, The Pillar, City Rose Park 3, GTC X, Galeria Wilanów, Matrix (F), Platinum Business Park 6 oraz Mikołowska) o powierzchni 215 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć powierzchnię użytkową o 389 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 697 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.

Spodziewamy się, że deweloper będzie kontynuował poprawę rezultatów i w ujęciu całorocznym osiągnie 168 mln EUR przychodów, ok. 188 mln EUR EBITDA (bez uwzględnienia rewaluacji ok. 101 mln EUR, +37% r/r) oraz 56 mln EUR zysku netto. Oczekujemy również, że realizacja ambitnego harmonogramu rozbudowy portfolio pozwoli na dalszy wzrost wyników grupy także w następnych latach.

Z wydarzeń korporacyjnych zwracamy uwagę na rozpoczęcie w kwietniu przez Lone Star (podmiot ma ponad 61% akcji spółki) przeglądu opcji strategicznych. W komunikacie wskazano, że Lone Star bierze pod uwagę sprzedaż wszystkich swoich akcji inwestorowi strategicznemu lub finansowemu i nie zamierza przeprowadzić procesu ABB.

	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody [mln EUR]	117,4	120,3	128,7	167,9	208,2	258,7
EBITDA adj. [mln EUR]	66,0	70,7	74,0	101,3	129,8	164,6
EBIT adj. [mln EUR]	65,5	70,2	73,5	100,7	129,0	163,7
Wynik netto adj. [mln EUR]	23,8	32,4	32,5	55,7	71,3	97,9
P/BV	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8
P/E adj.	40,2	29,5	29,4	17,2	13,4	9,8
EV/EBITDA adj.	22,7	23,6	24,2	20,2	17,2	13,9
EV/EBIT adj.	22,9	23,8	24,3	20,3	17,3	14,0
DPS [EUR/akcję]*	0,00	0,00	0,02	0,02	0,09	0,10

\*nie uwzględnia wartości wyemitowanych akcji „dywidendowych”

Wycena końcowa [PLN]	10,48
Potencjał do wzrostu / spadku	23%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	8,50
Kapitalizacja [mln PLN]	4 110,1
Ilość akcji [mln. szt.]	483,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,57
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,24
Stopa zwrotu za 3 mc	-10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-11,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-16,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Lone Star	61,8%
PZU OFE	9,9%
Aviva OFE	7,8%
Pozostali	20,6%

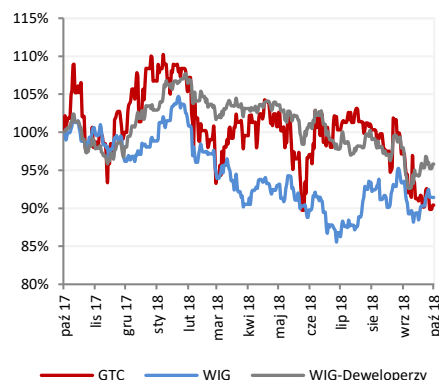
**Adrian Górniak**

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 PORÓWNAWCZA.....	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
OTOCZENIE RYNKOWE .....	9
WYNIKI ZA 2Q'18.....	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 5,0 mld PLN, co w przeliczeniu na 1 walor daje 10,48 PLN.

### Podsumowanie wyceny

		młn EUR	młn PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena NAV	1 228,2	5 281,2	10,92	28%
B	Wycena porównawcza	909,6	4 568,4	9,45	11%
<b>C = 70% * A + 30% * B</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>1 132,6</b>	<b>5 067,3</b>	<b>10,48</b>	<b>23%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

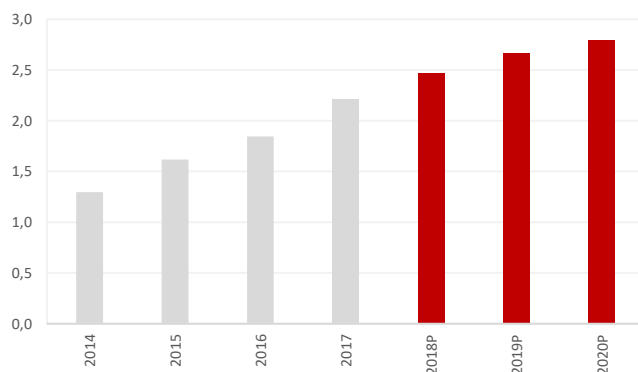
Oczyszczone wyniki 1H'18 wykazały zdecydowaną poprawę i liczymy, że ten trend będzie podtrzymany w kolejnych okresach. W dużej mierze na rezultaty spółki pozytywnie wpływa oddanie do użytku pod koniec '17 Galerii Północnej, której wartość księgowa wynosi niemal 330 mln EUR. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym deweloper osiągnie 168 mln EUR przychodów, ok. 188 mln EUR EBITDA (bez uwzględnienia rewaluacji ok. 101 mln EUR, +37% r/r) oraz 56 mln EUR zysku netto. Oczekujemy również, że realizacja ambitnego harmonogramu rozbudowy portfolio pozwoli na dalszy wzrost wyników grupy także w następnych latach.

Poza spodziewanym wzrostem wyników, zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2018-22. W budowie znajdują się obecnie 4 inwestycji (Ada Mall, Green Heart, ABC I, Matrix A) o łącznej pow. użytkowej 85 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 203 mln EUR. W perspektywie '18 ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 3 projektów (ABC II, City Rose Park, The Twist), które „dołożą” dodatkowe 90 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 (Matrix B, The Pillar, City Rose Park 3, GTC X, Galeria Wilanów, Matrix (F), Platinum Business Park 6 oraz Mikołowska) o powierzchni 215 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć powierzchnię użytkową o 389 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 697 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.

Z wydarzeń korporacyjnych zwracamy uwagę na rozpoczęcie przez Lone Star (podmiot ma ponad 61% akcji spółki) przeglądu opcji strategicznych (<http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/30040576,globe-trade-centre-sa-5-2018-informacja-poufna>). W komunikacie wskazano, że Lone Star bierze pod uwagę sprzedaż wszystkich swoich akcji inwestorowi strategicznemu lub finansowemu i nie zamierza przeprowadzić procesu ABB.

Od początku roku walory GTC straciły ponad 15% i przy bieżących pułapach akcje spółki są naszym zdaniem dosyć atrakcyjnym typem. W bieżącym raporcie wskazujemy m.in. na utrzymujące się pozytywne otoczenie w segmencie nieruchomości biurowych na głównych rynkach działalności. W obecnym portfolio grupy nie dostrzegamy żadnych toksycznych aktywów i biorąc pod uwagę spodziewaną dalszą lekką kompresję stóp kapitalizacji uważamy, że może dojść do wzrostu wartości części inwestycji. Doceniamy także ambitny pipeline nowych projektów w kolejnych latach, który powinien przełożyć się na poprawę wyników grupy oraz NAVPS (wcześniej zarząd wskazywał, że w perspektywie 4-5 lat wskaźnika ma zostać podwojony), a także politykę dywidendową. Impulsem dla kursu może być także toczący się proces przeglądu opcji strategicznych ogłoszony przez głównego udziałowca. Mając na względzie wymienione czynniki wyznaczamy cenę docelową na poziomie 10,48 PLN/walor, utrzymując 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 1 228,2 mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 2,54 EUR (10,92 PLN przy kursie 4,30 EUR/PLN).

### Wycena spółki metodą NAV

	Rodzaj Aktywów	Wartość [mln EUR]	Wartość [mln PLN]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]*	Komentarz
<b>A = A1 + A2 + A3</b>	<b>Aktywa łącznie</b>	<b>2 184,2</b>	<b>9 392,2</b>	<b>19,42</b>	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	1 860,2	7 998,8	16,54	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	281,7	1 211,3	2,50	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	42,3	182,1	0,38	Wartość bilansowa
B	Dług netto [mln EUR]	956,0	4 111,0	8,50	Wartość bilansowa na koniec 2Q'18
<b>C = A - B</b>	<b>Wycena NAV</b>	<b>1 228,2</b>	<b>5 281,2</b>	<b>10,92</b>	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*uwzględniamy 483,5 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
Ada Mall	1Q'19		ABC II	2019/20		GTC X	2019/20
Green Heart	2018/19		City Rose Park	1H'20/2021		Matrix F	2021/23
ABC I	1Q'19		Kompakt	2019/20		Platinum BP	2021
Matrix A/B	2Q'19/1H'20		The Twist (BCT)	2020		Mikołowska	2021

- 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.]	16,5	-10%	1 951,8	1 802,4	1 674,2	1 563,0	1 465,7
		-5%	2 060,3	1 902,5	1 767,2	1 649,8	1 547,1
		0%	2 168,7	2 002,6	1 860,2	1 736,7	1 628,5
		5%	2 277,1	2 102,8	1 953,2	1 823,5	1 710,0
		10%	2 385,6	2 202,9	2 046,2	1 910,3	1 791,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### A1. Założenia dla projektów ukończonych

Projekty ukończone	Położenie	Typ	GLA [tys. m <sup>2</sup> ]	Czynsz netto [EUR/m <sup>2</sup> ]	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	0,22
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	0,18
Zephius	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	0,32
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	1,61
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	2,99
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	0,75
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	0,56
White House	Węgry	Biura	21,5	16,0	3,9	7,0%	62,7	60,3	58,1	56,0	54,1	52,3	50,6	0,50
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	0,33
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	0,42
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	0,15
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	1,30
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
Mall of Sofia	Bulgaria	Biura/handel	33,0	19,5	7,3	7,5%	108,7	104,8	101,2	97,8	94,7	91,7	88,9	0,87
Suma/średnia ważona			700,9	16,5	130,8	7,0%	2 087,4	2 005,6	1 930,1	1 860,2	1 795,3	1 734,8	1 678,3	16,54
Odchylenie MV w analizie wrażliwości							12,2%	7,8%	3,8%	0,0%	-3,5%	-6,7%	-9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Położenie	Typ	GLA [tys. m <sup>2</sup> ]	Czynsz netto [EUR/m <sup>2</sup> ]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]	Szacowany CAPEX [mln EUR]*	MV – CAPEX [mln EUR]	Zdykontowana wartość MV - CAPEX [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Ada Mall	Serbia	galeria	34,4	27,0	10,6	8,0%	132,4	50,4	82,0	80,4	0,72
Green Heart	Serbia	biura	46,0	17,0	8,7	8,5%	102,7	35,8	66,9	62,9	0,56
City Tower	Węgry	biura	37,0	17,2	7,3	7,5%	96,7	81,9	14,8	13,3	0,12
GTC X	Serbia	biura	17,0	16,5	3,1	8,5%	36,8	25,4	11,4	10,4	0,09
Matrix	Chorwacja	biura	20,8	14,5	3,4	8,3%	40,8	32,5	8,3	7,6	0,07
ABC I	Bulgaria	biura	15,6	15,0	2,6	8,0%	32,6	16,9	15,7	15,2	0,14
ABC II	Bulgaria	biura	17,5	15,0	2,9	8,0%	36,6	24,8	11,8	10,7	0,10
Pillar (d. Kompakt)	Węgry	biura	29,0	17,2	5,6	7,8%	71,8	50,2	21,6	19,9	0,18
City Rose	Rumunia	biura	50,0	17,0	9,5	7,3%	130,8	85,5	45,3	40,8	0,36
Matrix F	Chorwacja	biura	54,7	14,5	8,9	8,3%	107,3	91,7	15,6	11,2	0,10
Platinum Business Park	Polska	biura	12,9	15,0	2,2	7,0%	30,8	25,0	5,8	4,7	0,04
Mikołowska	Polska	biura	15,0	15,0	2,5	7,4%	33,9	28,4	5,5	4,4	0,04
Suma/średnia			349,9	16,7	67,2	7,9%	853,4	548,5	304,9	281,7	2,50

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	42,3	0,38
Projekty w fazie planowania*	0,0	0,00
<b>Razem</b>	<b>42,3</b>	<b>0,38</b>

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 9,45 PLN.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		EUR	PLN
A	Podmioty krajowe	2,60	11,19
B	Podmioty zagraniczne	1,79	7,70
<b>C = 50% * A + 50% * B Wycena porównawcza</b>		<b>2,20</b>	<b>9,45</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wycena porównawcza krajowych deweloperów komercyjnych

	P/BV	
	2018	2019
Echo	1,2	1,1
GTC	0,9	0,8
Premia/dyskonto	-23,1%	-25,1%
<b>Wycena</b>	<b>2,57</b>	<b>2,64</b>
Waga roku	50%	50%
<b>Wycena końcowa [EUR]</b>	<b>2,60</b>	

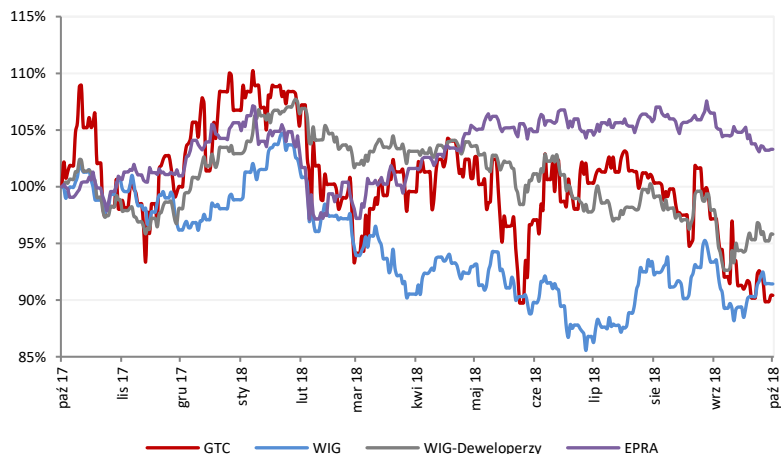
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza zagranicznych deweloperów komercyjnych

	P/BV	
	2018	2019
CA Immobilien Anlagen	1,1	1,0
Deutsche Euroshop	0,7	0,7
Castellum	1,2	1,2
Hammerson	0,6	0,6
Atrium European RE	0,8	0,8
Kleppiere	0,8	0,8
Immofinanz	0,8	0,8
<b>Mediana</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
GTC	0,9	0,8
Premia/dyskonto	15,5%	5,7%
<b>Wycena</b>	<b>1,71</b>	<b>1,87</b>
Waga roku	50%	50%
<b>Wycena końcowa [EUR]</b>	<b>1,79</b>	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

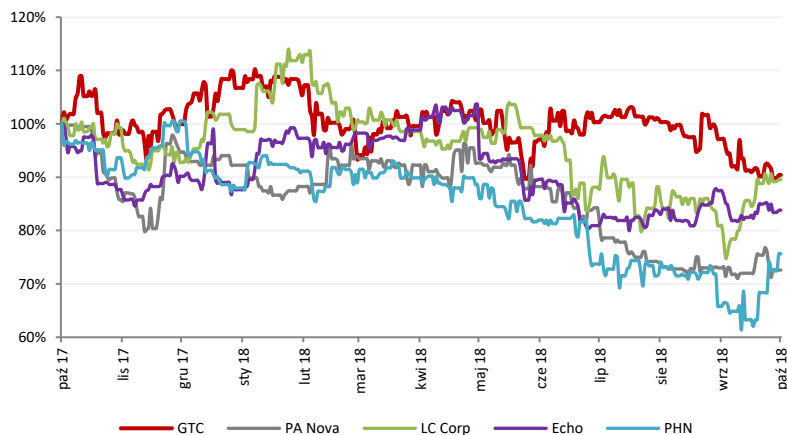
## Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



Walory GTC od października '17 straciły ponad 10%. Liczymy, że wraz z dalszym rozwojem portfela nieruchomości, przełoży się to na powrót pozytywnego sentymentu do akcji spółki.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

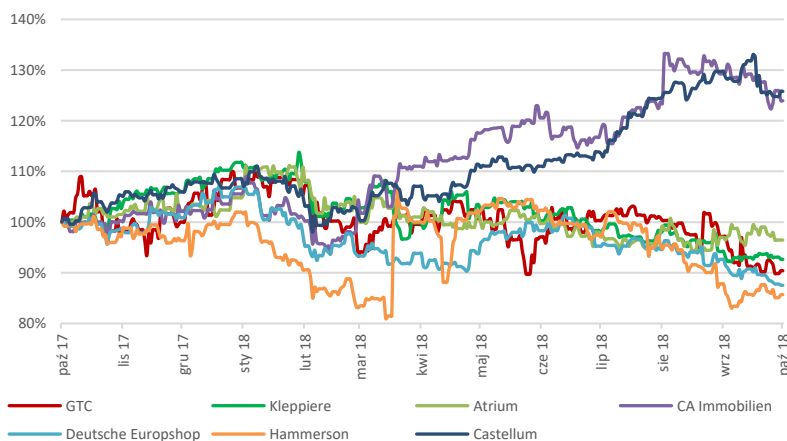
## Zachowanie kursu na tle krajowych deweloperów



W perspektywie roku akcje krajowych deweloperów komercyjnych były pod presją. Najbardziej radziły sobie walory PHN (-24%) oraz PA Nova (-27%).

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 1,14 mld 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 powierzchni 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

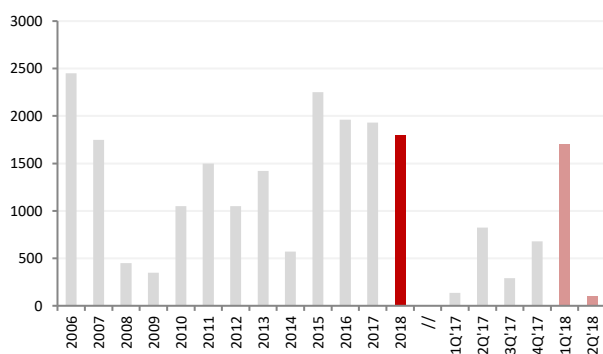
### POLSKA

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 2Q'18 wyniosła 168 tys. mkw., z czego otwarto 4 nowych centrów handlowych (130 tys. mkw.; m.in. Forum Gdańsk, Gemini Park w Tychach oraz Rondo Wiatraczna), a kolejne 3 zostały rozbudowane. W perspektywie '18 specjaliści z JLL oczekują, że podaż zwiększy się do 361 tys. mkw. 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. Libero w Katowicach (45 tys. mkw.), Color Park w Nowym Targu (27 tys. mkw.) oraz Nowa Stacja w Pruszkowie (27 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 2Q'18 wyniosła 14 mln mkw., z czego aż 9,9 mln mkw. stanowiły centra handlowe (408 obiektów; 71% rynku), parki handlowe odpowiadały za 3,8 mln mkw., a outletry za nieco ponad 0,25 tys. mkw. Poziom nasycenia powierzchnią handlową w Polsce wynosi obecnie 258 mkw./1000 mieszkańców (najbardziej dojrzałe są Wrocław i Poznań, gdzie nasycenie wynosi odpowiednio 724 i 722 mkw./1000 mieszkańców), co jest rezultatem powyżej średniej europejskiej (206 mkw./1000 mieszkańców), ale poniżej danych dla Europy Zachodniej (275 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 42-60 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 3,0% (dla porównania w Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu jest to odpowiednio: 6,2%, 5,1% oraz 2,6%). 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). W 1Q'18 doszło do transakcji o wartości 1,7 mld EUR, z kolei w 2Q'18 było to tylko 100 mln EUR (m.in. sprzedaż Aury w Olsztynie za 65 mln EUR). JLL szacuje, że w całym roku może dojść do transakcji o wartości 3 mld EUR.

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]

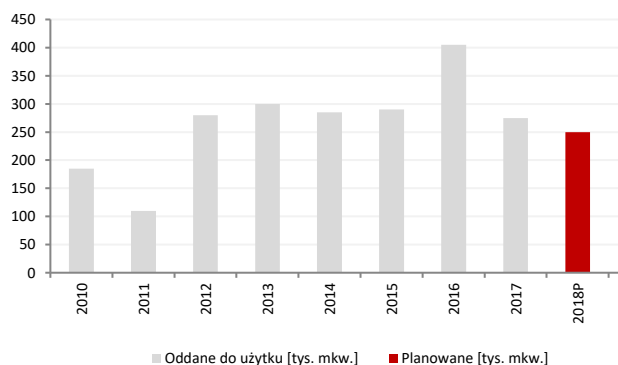


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

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. W 1H'18 popyt wyniósł 424,7 tys. mkw., czyli o 7% więcej r/r. Analitycy JLL szacują, że w centrum Warszawy pustostany są bliskie 7,9% (najniższe poziomy od '12), a poza centrum niewynajęta powierzchnia stanowi 11,1%. Oczekuje się, że w dalszej części '18 można liczyć na kontynuację pozytywnego trendu. Nowe umowy najmu odpowiadały za 220 tys. mkw. wynajętej powierzchni, z kolei 61,2 tys. mkw. to umowy w formie pre-let. Firmy zdecydowały się odnowić umowy na 101,6 tys. mkw., a ekspansje wyniosły 42,4 tys. mkw. Wśród największych umów należy wymienić przednajem KNF na 15 tys. mkw., przednajem CIC na 13,5 tys. mkw. w Varso II oraz odnowienie umowy przez PLL LOT w swojej siedzibie na 11,8 tys. mkw.. W '17 oddano do użytku 275,4 tys. mkw. biur, z czego aż 77% było zlokalizowane poza centrum Warszawy. W 1H'18 oddano do użytku 173,7 tys. mkw. nowoczesnej powierzchni biurowej i dalsze 57 tys. mkw. powinno być ukończone do końca '18. W latach 2019-20 planuje się zakończyć budowy takich obiektów jak: Mennica

Legacy Tower (60 tys. mkw.), Varso (>100 tys. mkw.) czy The Warsaw Hub (80 tys. mkw.). Łącznie w budowie z datą ukończenia do '20 jest obecnie 700 tys. mkw. GLA Czynsze pozostają w miarę stabilne – w najlepszych lokalizacjach jest to 17,0-23,0 EUR/mkw./m-c w centrum oraz 11-15 EUR/mkw./m-c poza nim. JLL wskazuje, że presja na stawki najmu powinna się zmniejszać w kolejnych kwartałach (w związku z rosnącymi kosztami budowy najemcy powinni jednak liczyć się z ryzykiem podnoszenia czynszów).

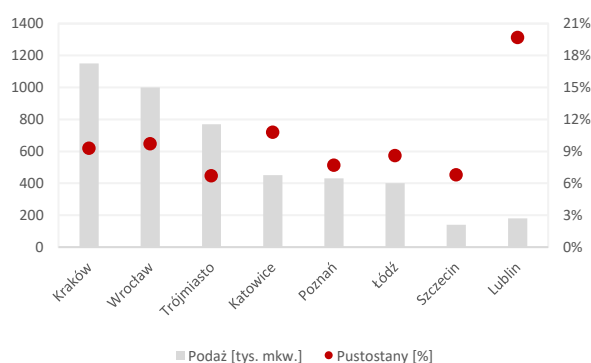
#### Podaż powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

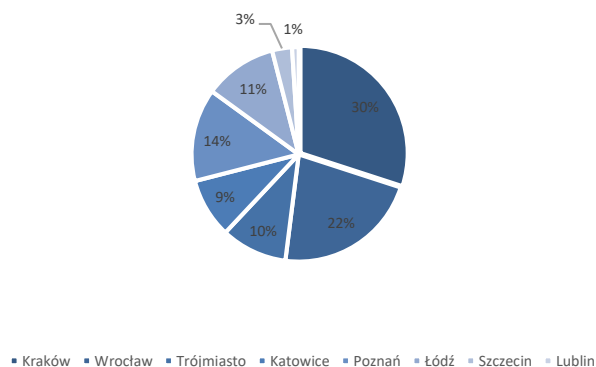
W przypadku miast regionalnych '17 należy uznać za bardzo udany – zarówno pod kątem popytu, jak i stabilnych stawek najmu. W 1H'18 popyt na głównych rynkach poza Warszawą wyniósł 262 tys. mkw., z czego 55 tys. mkw. było związane z przednajmem, a 117,7 tys. mkw. to nowe umowy w istniejących budynkach. Odnowienia objęły 48 tys. mkw., a umowy ekspansji kolejne 41,2 tys. mkw. Wśród największych transakcji należały: 17 tys. mkw. na potrzeby własne BZ WBK, odnowienie BZ WBK na blisko 15 tys. mkw. w Business Garden Poznań czy umowa Santander Consumer Bank na 10 tys. mkw. w Business Garden Wrocław. W 1H'18 na rynek trafiło 256,1 tys. mkw. (+36% 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. Z całej planowanej powierzchni biurowej aż 70% przypada na Kraków, Wrocław i Trójmiasto. W przypadku pustostanów zanotowano lekki trend spadkowy do 9,3%. Największe spadki odnotowano w Katowicach (-1,2 p.p. r/r) i Szczecinie (-1,4 p.p. r/r). Wśród miast regionalnych najniższym pustostanem charakteryzuje się Trójmiasto (6,7%), 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 2Q'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

#### Udział w popycie powierzchni biurowej w miastach regionalnych w 2Q'18



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.]	5 411,1	189,4	1 158,9	477,4	439,3	1 011,4	456,5	157,1	747,0
Pustostany [%]	11,1%	19,7%	9,3%	10,8%	8,6%	9,7%	7,7%	6,8%	6,7%
Popyt [tys. mkw.]	424,7	9,0	77,2	23,9	27,8	58,4	35,7	3,9	25,9
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	20,5-23/11-15	105-11,5	13,5-14,6	12,5-14,5	11,5-13,2	13,7-14,5	13,6-14,5	11,5-14,0	12,75-14,0
Pow. w budowie [tys. mkw.]	173,7	18,5	59,3	18,2	5,5	103,8	1,6	0,0	49,2

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	Yield [%]						Max 10Y	Min 10Y
			4Q'16	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18			
Warszawa	23,75	0,0%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,00%		7,00%	5,00%
Kraków	14,50	0,0%	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	5,75%		8,50%	5,75%
Wrocław	14,00	3,6%	6,50%	6,25%	6,25%	6,25%	6,00%		8,50%	6,00%
Gdańsk	14,50	0,0%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%		8,50%	6,75%
Katowice	13,50	1,9%	7,50%	7,50%	7,50%	7,25%	7,00%		8,80%	6,50%
Poznań	14,00	3,6%	7,25%	7,00%	7,00%	6,75%	6,75%		8,50%	6,25%
Łódź	13,50	0,0%	7,75%	7,25%	7,25%	7,00%	7,00%		8,50%	6,50%
Szczecin	13,50	3,8%	9,00%	8,50%	8,50%	8,25%	8,25%		9,25%	6,75%

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

#### SERBIA

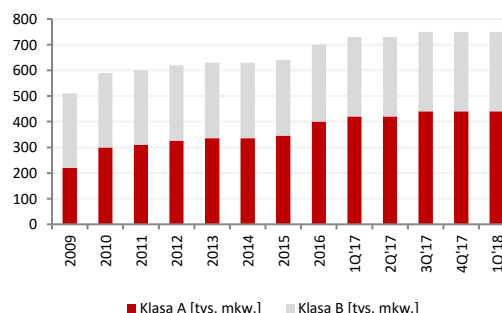
Z rynków, na których działa GTC, Belgrad przez długi okres czasu wydawał się być jednym z najtrudniejszych i bardziej specyficznych. Od '15 serbska gospodarka zaczęła się odbudowywać, a według serbskiego urzędu statystycznego PKB Serbii w 1Q'18 urosło o 4,5%. Po 3Q'17 stopa bezrobocia wynosiła 14,3% (vs 13,8% na koniec '16 i ok. 18,5% w '15). Poprawiały się również odczyty dot. sprzedaży detalicznej (w marcu wzrost o prawie 2% 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 1Q'18 pustostany utrzymał się w okolicy 4,0-4,5% (w klasie A było to 4,9%, a w klasie B 5,9%). Na koniec 1Q'18 całkowita podaż powierzchni biurowej wynosiła ok. 750 tys. mkw. (+6% r/r), a w 1Q'18 nie ukończono żadnego nowego obiektu. 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. Wartość transakcji na rynku inwestycyjnym w 1H'18 wyniosła 490 mln EUR (w '17 było to 1,1 mld EUR). Stopy kapitalizacji utrzymały się na poziomie 6% zarówno dla biur, jak i galerii handlowych.

**RUMUNIA**

Rumuńska gospodarka konsekwentnie kontynuuje wzrost gospodarczy, a PKB w okresie 1Q'18 wyniosło 4,2% (jeden z najwyższych w UE). Pozytywne trendy widać również w przypadku sprzedaży detalicznej, której dynamika w 1H'18 była bliska 7,5%. Stopa bezrobocia jest szacowana na 4,5%. Narodowy bank Rumunii po długim okresie niskich stóp procentowych zdecydował się na ich podwyżkę (trzykrotnie w '18). W minionym półroczu doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości ok. 205 mln EUR (przed rokiem 481 mln EUR). Równocześnie nieco niższa była liczba transakcji, a w Bukareszcie zrealizowano 78% z nich. Stopy kapitalizacji dla topowych inwestycji wynoszą obecnie: 7,0% w handlu, 7,5% w obszarze biurowych i 8,5% w przypadku magazynów. W '18 analitycy JLL spodziewają się utrzymania bieżącego poziomu stóp z racji braku spodziewanych transakcji. Czynsze w przeliczeniu na mkw. są stabilne i średnio wynoszą 18,5 EUR/mkw./m-c. W 2Q'18 popyt brutto wyniósł 65,6 tys. mkw., z kolei popyt netto był bliski 30 tys. mkw. Najaktywniejsze były ponownie sektory IT oraz BPO. Poziom pustostanów na koniec roku wyniósł 7,8% i w '18 oczekiwana jest jego stabilizacja. W br. ukończone mają być m.in. biurowce Orhideea Towers (37 tys. mkw.), Globalworth Campus (e. 3, 20 tys. mkw. PUU) i The Mark (25,5 tys. mkw. PUU). Wartość transakcji inwestycyjnych w 1H'18 była bliska 205 mln EUR (vs 481 mln EUR przed rokiem).

**BUŁGARIA**

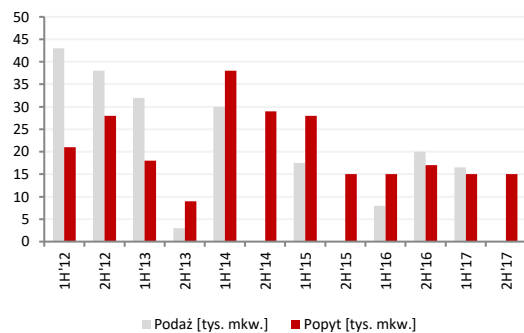
Według danych Oxford Economics PKB Bułgarii w 3Q'17 wyniosło 3,9%, a w '17 dynamika ma wynieść ponad 3%. W krótkim okresie spodziewane jest osłabienie popytu zewnętrznego i utrzymanie niskich stóp procentowych. Całkowita wartość transakcji na rynku inwestycyjnym wyniosła w '17 ok. 700 mln EUR. W 2H'17 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. (łączna 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

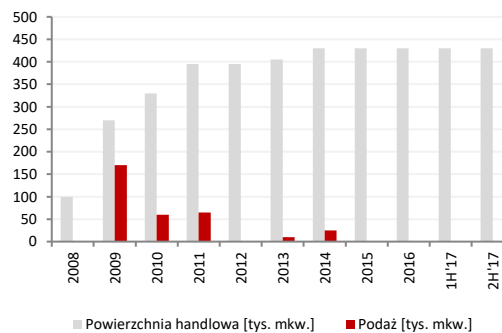
park o powierzchni 13 tys. mkw.). Nasycenie powierzchnią na jednego mieszkańca wynosi obecnie 500 mkw./1000 osób. Całkowita powierzchnia użytkowa pozostaje stabilna od kilku lat i wynosi 447 tys. mkw. Stawki najmu w galeriach są bliskie 20-22 EUR/mkw./m-c.

**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 2Q'18

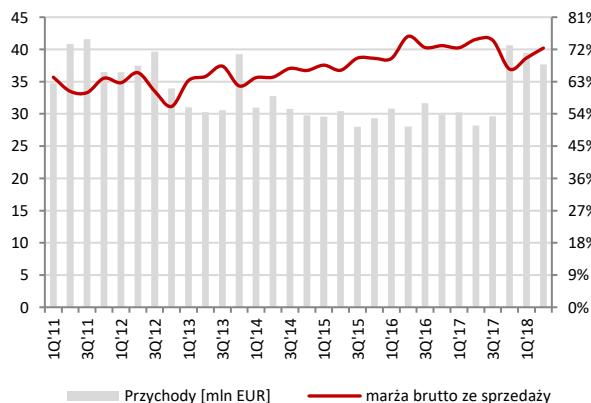
Rezultaty GTC w 2Q'18 były zgodne z konsensusem. Deweloper wypracował w 2Q'18 37,7 mln EUR przychodów, ok. 337 mln EUR EBITDA i 12,7 mln EUR zysku netto. Spółka istotnie zwiększyła przychody, co jest efektem uruchomienia pod koniec 3Q'17 Galerii Północnej oraz pozytywnych wyników w obszarze mieszkaniowym. Grupa zaraportowała ok. 33,7 mln EUR EBITDA, z czego rewaluacja portfolio wyniosła 10,8 mln EUR. Po oczyszczeniu o wycenę nieruchomości EBITDA wyniosłaby 22,8 mln EUR (wzrost o 50% r/r). Według naszych obliczeń LtV netto na koniec 2Q'18 kształtowało się na poziomie 45,6% (+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	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18
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	39,5	37,7
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	27,5	27,3
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	37,0	33,7
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	24,5	22,8
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	36,9	33,5
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	24,4	22,7
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	29,9	26,7
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	24,3	21,8
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	14,0	12,7
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%	69,6%	72,4%
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%	62,1%	60,6%
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%	61,8%	60,3%
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%	35,5%	33,6%
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	12,5	10,8
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	0,1	0,2

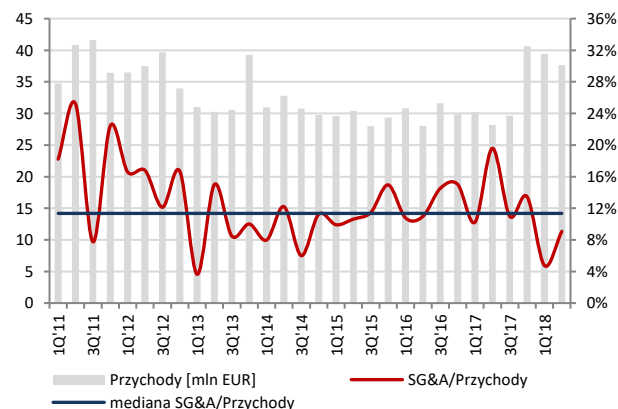
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; \* wyniki skorygowane o wartość odpisów; \*\* korekta o rewaluację portfolio i różnice kursowe

## Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



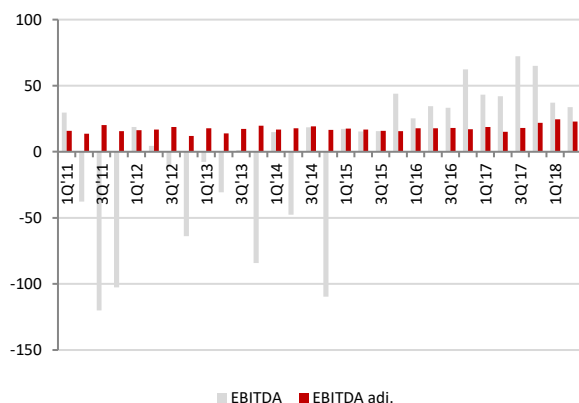
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

## SG&amp;A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]

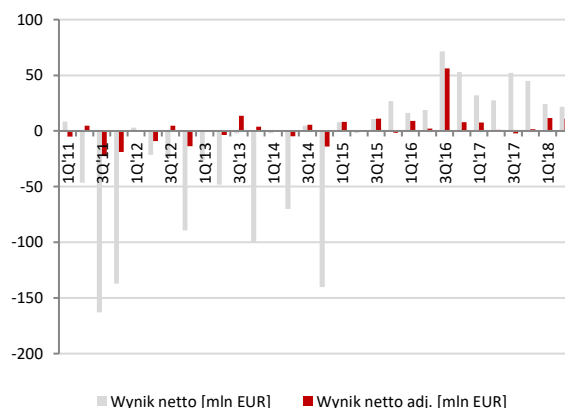


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA adj. o odpisy [mln EUR]



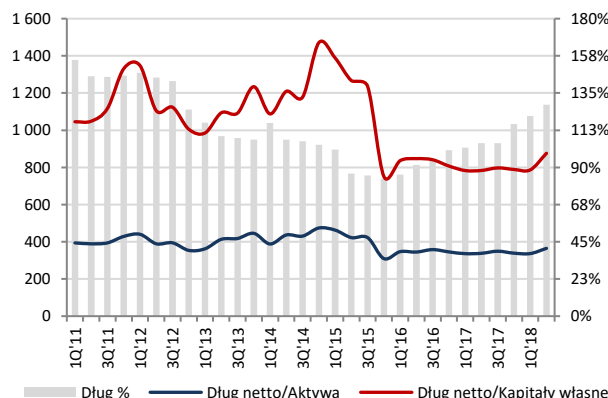
Wynik netto i wynik netto adj. [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

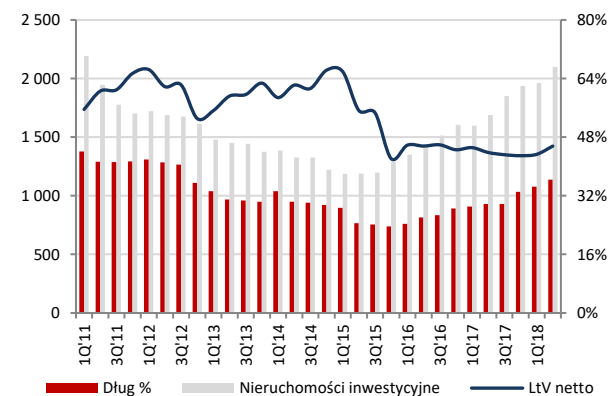
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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

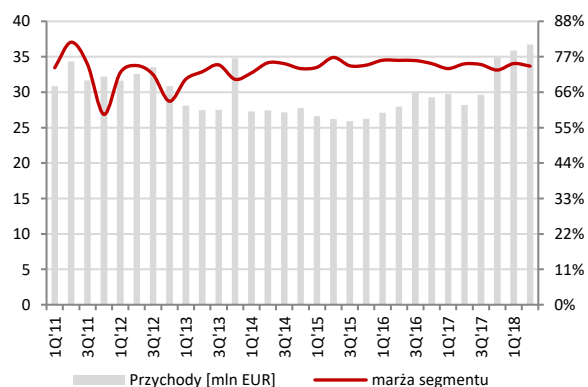
W segmencie komercyjnym GTC wypracowało 36,7 mln EUR przychodów, z czego z wpływów z tyt. czynszu pochodzi 27,4 mln EUR (+28% r/r). Pozytywny wpływ na rezultaty segmentu miała Galeria Północna, która została otwarta we wrześniu '17. Warto też zauważyć, że spółka podniosła czynsze w części funkcjonujących obiektów. Rentowność brutto dywizji była bliska 74%. W przypadku działalności mieszkaniowej spółka wygenerowała 1,0 mln EUR przychodów i 8% marży. W ujęciu geograficznym głównymi rynkami są Polska oraz Węgry.

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	3Q'17	3Q'18	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18
<b>Przychody</b>	<b>30,8</b>	<b>28,0</b>	<b>31,5</b>	<b>29,9</b>	<b>30,2</b>	<b>28,2</b>	<b>29,6</b>	<b>40,7</b>	<b>39,5</b>	<b>37,7</b>
obiekty komercyjne	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2	29,6	35,0	35,9	36,7
mieszkania	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0	0,0	5,7	3,6	1,0
<b>Wynik brutto segmentu</b>	<b>21,4</b>	<b>21,2</b>	<b>22,9</b>	<b>21,0</b>	<b>21,9</b>	<b>21,1</b>	<b>22,1</b>	<b>27,0</b>	<b>27,5</b>	<b>27,3</b>
obiekty komercyjne	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1	22,1	25,5	26,8	27,2
mieszkania	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	1,6	0,6	0,1
<b>marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>69,5%</b>	<b>75,7%</b>	<b>72,5%</b>	<b>70,1%</b>	<b>72,5%</b>	<b>74,8%</b>	<b>74,6%</b>	<b>66,5%</b>	<b>69,6%</b>	<b>72,4%</b>
obiekty komercyjne	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%
mieszkania	22,2%	1,3%	6,5%	-	14,3%	-	-	-	-	7,7%

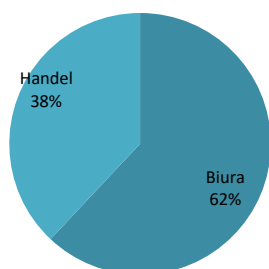
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Wyniki segmentu najmu



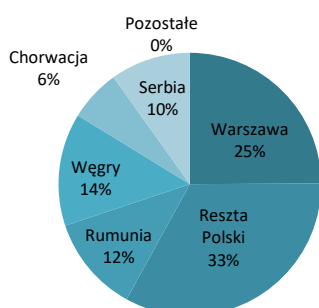
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Portfolio spółki wg segmentów na koniec 4Q'17...



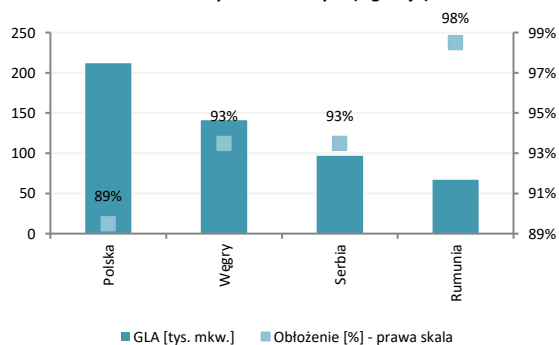
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Aktywa generujące przychód wg BV na koniec 4Q'17...



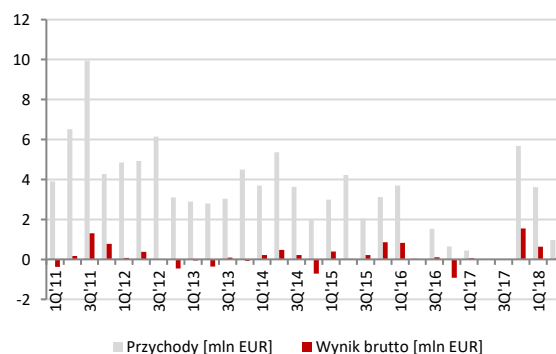
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Powierzchnia i obłożenie aktywów biurowych (wg kraju)



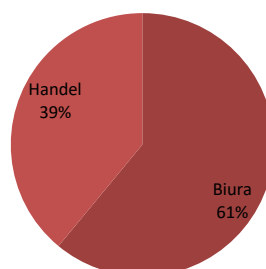
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



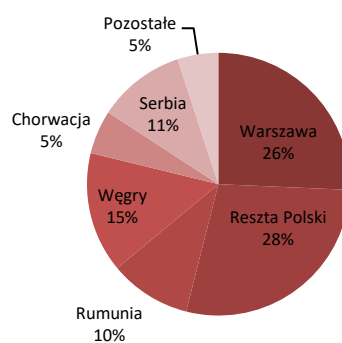
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### ...i na koniec 2Q'18



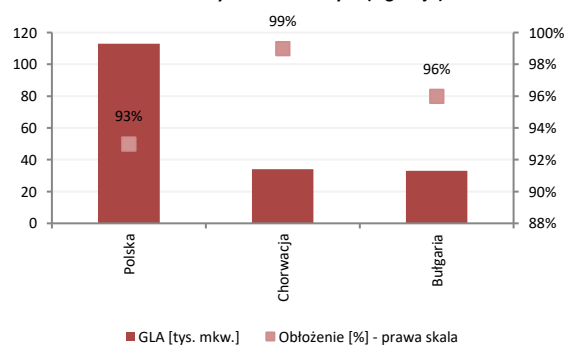
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### ...i na koniec 2Q'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

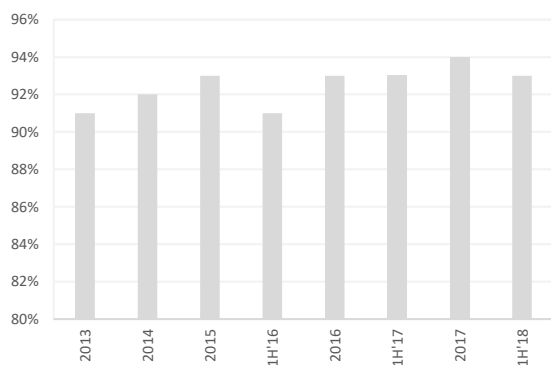
#### Powierzchnia i obłożenie aktywów handlowych (wg kraju)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

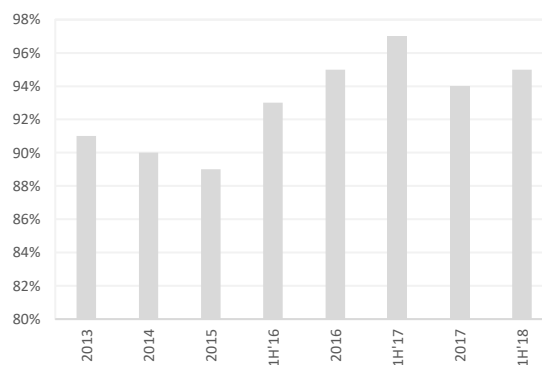


Obłożenie w segmencie biurowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Obłożenie w segmencie handlowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Najważniejsze aktywa w portfolio**

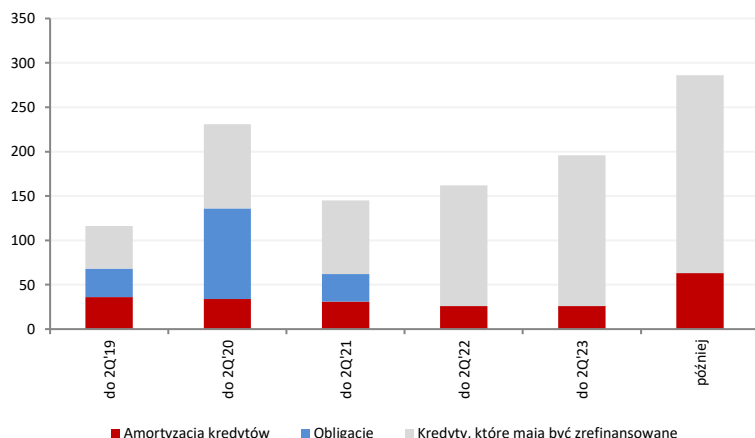
Obiekt	Typ aktywa	Kraj	Miasto	BV [mln EUR]	GLA [tys. mkw.]	Czynsz [EUR/mkw./m-c]	Obłożenie [%]
Galeria Północna	Handel	Polska	Warszawa	329	65	21,5	88%
Galeria Jurajska	Handel	Polska	Częstochowa	194	49	20,4	99%
City Gate	Biura	Rumunia	Bukareszt	147	48	18,9	98%
Avenue Mall Zagrzeb	Handel	Chorwacja	Zagrzeb	105	34	20,9	99%
Mall of Sofia	Handel/biura	Bułgaria	Sofia	98	33	19,9	96%
Center Point	Biura	Węgry	Budapeszt	86	41	13,1	97%
Korona Office Complex	Biura	Polska	Kraków	83	38	14,2	93%
UBP	Biura	Polska	Łódź	72	40	12,9	87%
Duna Tower	Biura	Węgry	Budapeszt	68	31	12,6	98%
FortyOne	Biura	Serbia	Belgrad	63	28	16	97%
<b>Suma/średnia</b>				<b>1 245</b>	<b>407</b>	<b>18,5</b>	<b>94%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

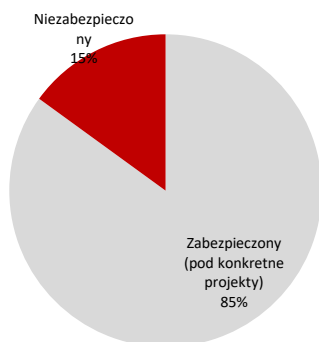
Na koniec 2Q'18 zadłużenie brutto spółki wynosiło 1,14 mld EUR. Składają się na to kredyty o wartości 971 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 165 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 85%). Warto zaznaczyć, że blisko 81% długu zostało zaciągnięte ze stałym oprocentowaniem. Dodatkowo aż 94% 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'18 LtV netto wynosiło 45,6 % (w ujęciu brutto było to 54,2%).

Harmonogram spłat w kolejnych latach

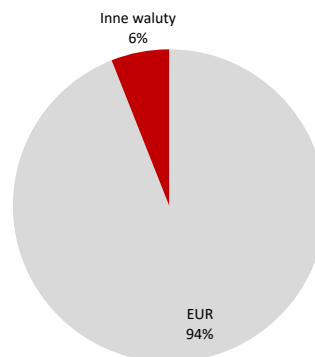


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

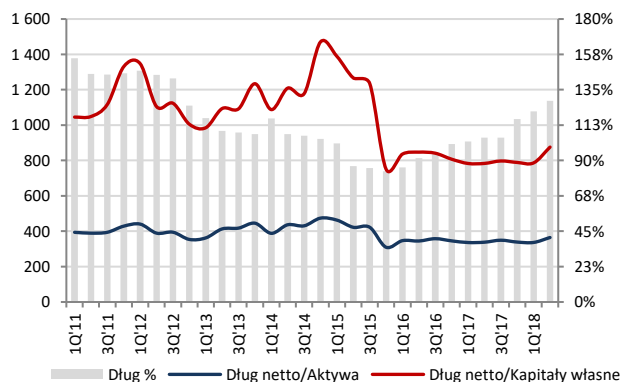
Zabezpieczenie zadłużenia GTC



Waluta zadłużenia GTC

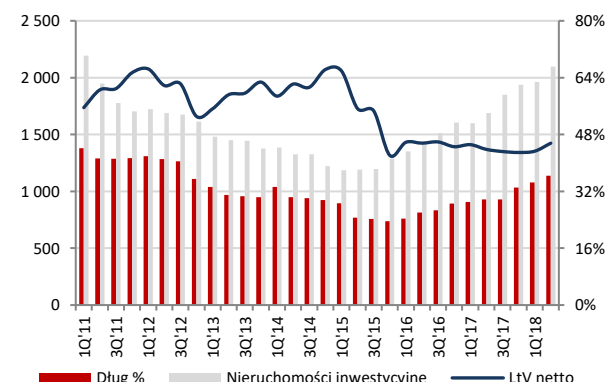


Dług w relacji do aktywów i BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto



## PROGNOZA NA 2018 I KOLEJNE OKRESY

Oczyszczone wyniki 1H'18 wykazały zdecydowaną poprawę i liczymy, że ten trend będzie podtrzymany w kolejnych okresach. W dużej mierze na rezultaty spółki pozytywnie wpływa oddanie do użytku pod koniec '17 Galerii Północnej, której wartość księgowa wynosi niemal 330 mln EUR. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym deweloper osiągnie 168 mln EUR przychodów, ok. 188 mln EUR EBITDA (bez uwzględnienia rewaluacji ok. 101 mln EUR, +37% r/r) oraz 56 mln EUR zysku netto. Oczekujemy również, że realizacja ambitnego harmonogramu rozbudowy portfolio pozwoli na dalszy wzrost wyników grupy także w następnych latach.

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 znajdują się obecnie 4 inwestycji (Ada Mall, Green Heart, ABC I, Matrix A) o łącznej pow. użytkowej 85 tys. mkw., których szacowany koszt wyniesie 203 mln EUR. W perspektywie '18 ma ruszyć dodatkowo budowa kolejnych 3 projektów (ABC II, City Rose Park, The Twist), które „dołożą” dodatkowe 90 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 (Matrix B, The Pillar, City Rose Park 3, GTC X, Galeria Wilanów, Matrix (F), Platinum Business Park 6 oraz Mikołowska) o powierzchni 215 tys. mkw. PUU. Tym samym, w perspektywie 2018-22 deweloper zamierza zwiększyć powierzchnię użytkową o 389 tys. mkw. przy obecnie posiadanych 697 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, Mall of Sofia w Bułgarii 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; wg ostatniej prezentacji inwestorskiej inwestycja ma być zrealizowana w 2 etapach, które zakończą się odpowiednio w '21 i '25; spółka cały czas boryka się z problemami środowiskowymi; ewentualna zgoda na rozpoczęcie prac budowlanych skłoniłoby nas do podniesienia założeń wynikowych i samej wyceny).

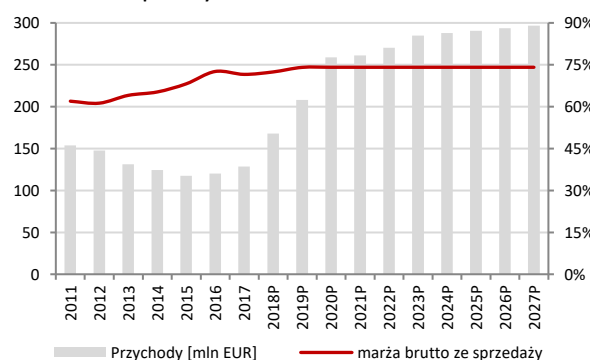
Z wydarzeń korporacyjnych zwracamy uwagę na rozpoczęcie przez Lone Star (podmiot ma ponad 61% akcji spółki) przeglądu opcji strategicznych (<http://infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/30040576,globe-trade-centre-sa-5-2018-informacja-poufna>). W komunikacie wskazano, że Lone Star bierze pod uwagę sprzedaż wszystkich swoich akcji inwestorowi strategicznemu lub finansowemu i nie zamierza przeprowadzić procesu ABB.

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

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2015	2016	2017	2018P	2019P
Przychody	30,2	28,2	29,6	40,7	39,5	37,7	44,8	46,0	50,3	51,8	51,7	54,3	117,4	120,3	128,7	167,9	208,2
Wynik brutto ze sprzedaży	21,9	21,1	22,1	27,0	27,5	27,3	33,4	33,5	37,7	38,4	38,6	39,6	80,0	87,3	92,1	121,7	154,2
EBITDA	43,3	41,9	72,3	65,1	37,0	33,7	34,4	82,9	34,2	33,0	31,4	113,7	92,2	155,3	222,6	188,0	212,3
EBITDA adj.	18,9	15,2	18,1	21,8	24,5	22,8	27,4	26,5	34,0	33,0	31,4	31,2	66,0	70,7	74,0	101,3	129,8
EBIT	43,1	41,9	72,2	64,8	36,9	33,5	34,3	82,7	34,0	32,8	31,2	113,5	91,7	154,8	222,0	187,4	211,5
EBIT adj.	18,7	15,2	18,0	21,6	24,4	22,7	27,3	26,4	34,0	32,8	31,2	31,0	65,5	70,2	73,5	100,7	129,0
Wynik netto	32,1	27,5	52,1	44,9	24,3	21,8	20,7	59,4	19,6	18,3	16,8	83,3	43,6	159,6	156,6	126,2	138,1
Wynik netto adj.	9,9	7,1	8,4	11,0	14,0	12,7	15,0	13,8	19,6	18,3	16,8	16,5	29,3	34,1	36,3	55,5	71,3
Rewaluacja	24,4	26,7	54,2	43,2	12,5	10,8	7,0	56,3	0,0	0,0	0,0	82,5	26,2	84,6	148,6	86,7	82,5
marża brutto ze sprzedaży	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%	69,6%	72,4%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%	74,6%	72,9%	68,2%	72,6%	71,6%	72,5%	74,1%
marża EBITDA (adj.)	62,4%	54,0%	61,0%	53,6%	62,1%	60,6%	61,1%	57,7%	67,7%	63,6%	60,7%	57,5%	56,2%	58,8%	57,5%	60,3%	62,4%
marża EBIT (adj.)	61,9%	53,9%	60,7%	53,1%	61,8%	60,3%	60,9%	57,3%	67,7%	63,3%	60,3%	57,1%	55,8%	58,4%	57,1%	60,0%	62,0%
marża netto (adj.)	32,7%	25,1%	28,2%	27,0%	35,5%	33,6%	33,5%	30,0%	39,0%	35,4%	32,5%	30,3%	24,9%	28,3%	28,2%	33,0%	34,2%
<b>Segment wynajmu</b>																	
Przychody	29,8	28,2	29,6	35,0	35,9	36,7	44,8	46,0	50,3	51,8	51,7	54,3	105,0	114,3	122,6	163,4	208,2
z tyt. czynszu	22,1	21,4	22,1	25,5	26,0	27,4	33,5	33,5	36,5	38,6	38,6	39,6	79,6	86,5	91,1	120,3	153,3
usługi dodatkowe	7,7	6,8	7,5	9,5	9,9	9,3	11,3	12,5	13,9	13,2	13,1	14,8	25,4	27,8	31,5	43,0	54,9
NOI	22,1	21,4	22,1	25,5	26,0	27,4	33,5	33,5	36,5	38,6	38,6	39,6	79,6	86,5	91,1	120,3	153,3
Wynik brutto	21,8	21,1	22,1	25,5	26,8	27,2	33,4	33,5	37,7	38,4	38,6	39,6	78,5	86,5	90,5	121,0	154,2
marża brutto segmentu	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%	74,6%	72,9%	74,8%	75,6%	73,8%	74,0%	74,1%
Zobowiązania % [mln PLN]	906,9	929,8	930,0	1 034,1	1 077,4	1 137,8	1 216,7	1 295,5	1 346,4	1 381,5	1 416,7	1 447,8	739,1	892,9	1 034,1	1 295,5	1 447,8
Nier. Inw. [mln PLN]	1 599,2	1 689,9	1 850,6	1 936,8	1 961,2	2 098,0	2 182,0	2 315,3	2 388,0	2 438,2	2 488,3	2 615,3	1 288,5	1 604,7	1 936,8	2 315,3	2 615,3
LtV brutto	56,7%	55,0%	50,3%	53,4%	54,9%	54,2%	55,8%	56,0%	56,4%	56,7%	56,9%	55,4%	57,4%	55,6%	53,4%	56,0%	55,4%
<b>Segment mieszkaniowy</b>																	
Przychody	0,4	0,0	0,0	5,7	3,6	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,4	6,0	6,1	4,6	0,0
Wynik brutto ze sprzedaży	0,1	0,0	0,0	1,6	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,0	1,6	0,7	0,0
marża brutto	14,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,1%	-0,1%	26,3%	15,5%	-

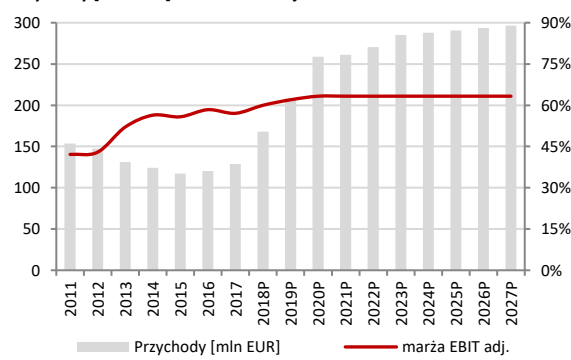
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Marża brutto ze sprzedaży**



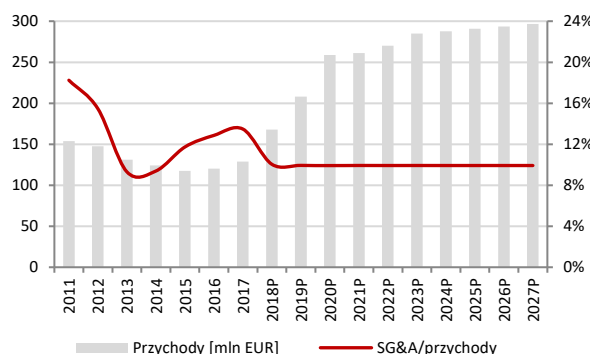
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody [mln EUR] i marża EBIT adj.**



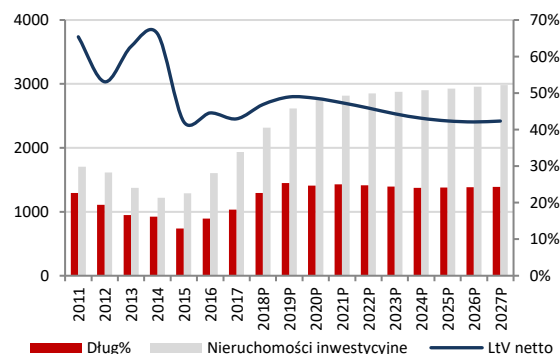
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody vs SG&A**



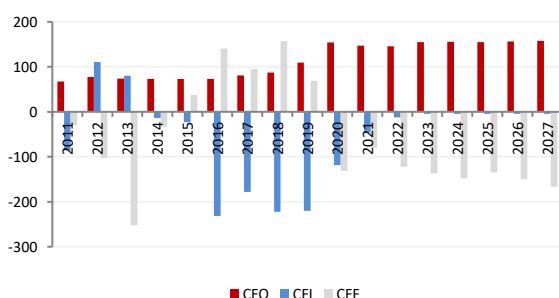
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**LtV netto nieruchomości inwestycyjnych**



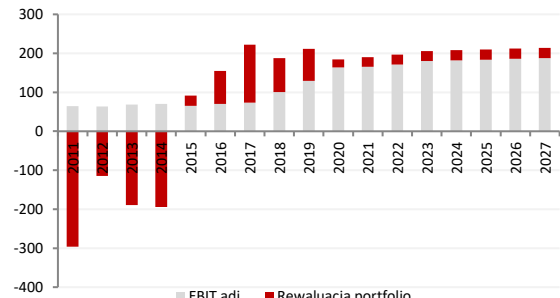
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przepływy pieniężne [mln EUR]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Dekompozycja EBIT raportowanego**

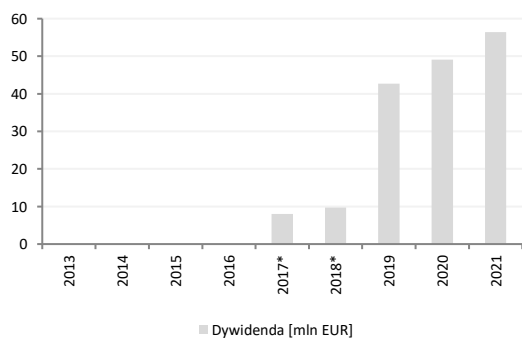


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## POLITYKA DYWIDENDOWA

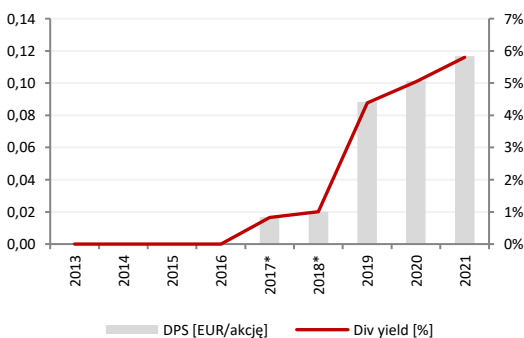
Wraz z publikacją wyników za 4Q'16 deweloper ogłosił wprowadzenia polityki dywidendowej, co jest przełomowym wydarzeniem w historii grupy. Wcześniej zarząd grupy ostrożnie wypowiadał się na ten temat, sugerując, że do podziału zysku może dojść najwcześniej w '19, co byłoby tożsame ze spłatą obligacji. 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	2 350,7	2 652,8	2 791,4	2 861,3	2 897,9	2 926,2	2 954,6	2 983,1	3 011,7	3 040,4
Nieruchomości inwestycyjne	1 288,5	1 604,7	1 936,8	2 315,3	2 615,3	2 750,7	2 817,9	2 851,7	2 877,3	2 903,1	2 929,2	2 955,5	2 982,1
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	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Pozostałe aktywa trwałe	8,1	7,4	11,3	22,3	24,4	27,5	30,3	33,0	35,8	38,4	40,8	43,1	45,2
Aktywa obrotowe, w tym:	213,1	209,8	220,5	227,5	186,9	93,6	116,1	127,6	141,7	145,8	161,3	163,6	150,2
Zapasy	3,2	5,4	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	5,5	5,4	4,4	6,9	8,8	10,9	12,2	12,4	13,0	13,4	13,5	13,7	13,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	169,5	149,8	148,7	168,9	126,4	31,0	52,3	63,5	77,0	80,7	96,0	98,2	84,7
Pozostałe aktywa obrotowe	35,0	49,3	63,6	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7	51,7
Aktywa razem	1 559,6	1 839,5	2 182,6	2 578,2	2 839,7	2 885,0	2 977,4	3 025,4	3 067,9	3 100,3	3 144,3	3 175,2	3 190,7
Kapitał własny	621,2	790,3	941,3	1 055,1	1 150,5	1 216,4	1 279,7	1 339,2	1 397,1	1 446,1	1 484,0	1 508,8	1 518,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	807,0	852,9	1 052,2	1 336,8	1 489,1	1 449,7	1 469,2	1 455,1	1 435,1	1 415,1	1 420,1	1 425,1	1 430,1
Długoterm. Część kredytów i obligacji	658,7	739,0	907,7	1 179,4	1 331,6	1 292,3	1 311,7	1 297,7	1 277,7	1 257,7	1 262,7	1 267,7	1 272,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	148,2	113,8	144,5	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4	157,4
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	131,4	196,3	189,1	186,3	200,2	218,8	228,6	231,1	235,6	239,1	240,2	241,3	242,4
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	80,4	153,9	126,4	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2	116,2
Zob. z tyt. dostaw i usług	28,8	36,7	50,5	58,7	72,5	91,2	100,9	103,5	107,9	111,5	112,5	113,7	114,8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	22,2	5,7	12,2	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Pasywa razem	1 559,6	1 839,5	2 182,6	2 578,2	2 839,7	2 885,0	2 977,4	3 025,4	3 067,9	3 100,3	3 144,3	3 175,2	3 190,7

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	167,9	208,2	258,7	261,3	270,3	285,0	287,8	290,7	293,6	296,6
Koszty operacyjne	37,3	33,0	36,6	46,3	54,0	67,0	67,6	69,9	73,8	74,5	75,2	76,0	76,8
Wynik brutto ze sprzedaży	80,0	87,3	92,1	121,7	154,2	191,8	193,7	200,3	211,2	213,3	215,5	217,6	219,8
SG&A	13,8	15,5	17,4	16,9	20,7	25,7	25,9	26,8	28,3	28,6	28,8	29,1	29,4
Aktualizacja wartości	26,2	84,6	148,6	86,7	82,5	21,1	25,1	25,3	25,6	25,8	26,1	26,3	26,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-0,8	-1,6	-1,3	-4,1	-4,5	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7
EBITDA	92,2	155,3	222,6	188,0	212,3	185,6	191,5	197,6	207,4	209,7	212,0	214,2	216,5
EBIT	91,7	154,8	222,0	187,4	211,5	184,8	190,4	196,3	205,9	208,0	210,1	212,2	214,3
Saldo działalności finansowej	-29,4	-28,2	-28,6	-32,2	-41,0	-42,8	-42,7	-42,7	-42,2	-41,6	-41,3	-41,5	-41,6
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	155,5	170,5	142,0	147,7	153,6	163,7	166,4	168,7	170,7	172,7
Wynik netto	43,6	159,6	156,6	126,2	138,1	115,0	119,7	124,4	132,6	134,8	136,7	138,3	139,9

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	87,2	109,4	154,1	146,9	145,4	154,6	155,3	154,8	156,5	158,1
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-22,8	-231,8	-178,3	-222,3	-220,4	-118,3	-45,9	-12,6	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,4
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	37,4	140,8	95,2	157,1	68,5	-131,3	-79,7	-121,7	-136,8	-147,4	-135,0	-150,0	-167,1
Przepływy pieniężne netto	88,4	-19,7	-1,1	20,2	-42,5	-95,4	21,3	11,2	13,6	3,6	15,4	2,1	-13,4
Środki pieniężne na początek okresu	81,1	169,5	149,8	148,7	168,9	126,4	31,0	52,3	63,5	77,0	80,7	96,0	98,2
Środki pieniężne na koniec okresu	169,5	149,8	148,7	168,9	126,4	31,0	52,3	63,5	77,0	80,7	96,0	98,2	84,7

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%	30,4%	24,0%	24,3%	1,0%	3,4%	5,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	-6,5%	7,1%	4,7%	36,9%	28,2%	26,8%	1,2%	3,5%	5,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT adj. zmiana r/r	-6,6%	7,3%	4,6%	37,1%	28,1%	26,9%	1,0%	3,4%	5,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-	36,3%	0,3%	71,4%	27,9%	37,4%	1,5%	4,6%	7,7%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%
Marża brutto na sprzedaży	68,2%	72,6%	71,6%	72,5%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%	74,1%
Marża EBITDA adj.	56,2%	58,8%	57,5%	60,3%	62,4%	63,6%	63,7%	63,8%	63,8%	63,9%	63,9%	64,0%	64,0%
Marża EBIT adj.	55,8%	58,4%	57,1%	60,0%	62,0%	63,3%	63,3%	63,3%	63,3%	63,3%	63,3%	63,3%	63,3%
Marża netto adj.	20,3%	26,9%	25,2%	33,2%	34,2%	37,9%	38,0%	38,5%	39,3%	39,6%	39,7%	39,8%	39,9%
ROE adj.	3,7%	4,1%	3,5%	5,3%	6,2%	8,1%	7,8%	7,8%	8,1%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%
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	1295,5	1447,8	1408,4	1427,9	1413,9	1393,9	1373,9	1378,9	1383,9	1388,9
D/(D+E)	47,4%	48,5%	47,4%	50,2%	51,0%	48,8%	48,0%	46,7%	45,4%	44,3%	43,9%	43,6%	43,5%
D/E	90,1%	94,3%	90,0%	101,0%	104,0%	95,4%	92,2%	87,7%	83,3%	79,6%	78,1%	77,3%	77,1%
Odsetki / EBIT adj.	50,7%	42,0%	39,3%	32,3%	32,1%	26,3%	25,9%	25,1%	23,5%	22,9%	22,6%	22,4%	22,3%
Dług / Kapitał własny	119,0%	113,0%	109,9%	122,8%	125,8%	115,8%	111,6%	105,6%	99,8%	95,0%	92,9%	91,7%	91,5%
LtV	57,4%	55,6%	53,4%	56,0%	55,4%	51,2%	50,7%	49,6%	48,4%	47,3%	47,1%	46,8%	46,6%
Dług netto	569,6	743,1	885,3	1126,6	1321,4	1377,4	1375,6	1350,4	1316,8	1293,2	1282,8	1285,7	1304,1
Dług netto / Kapitał własny	0,9	0,9	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Dług netto / EBITDA adj.	8,6	10,5	12,0	11,1	10,2	8,4	8,3	7,8	7,2	7,0	6,9	6,8	6,9
Dług netto / EBIT adj.	8,7	10,6	12,1	11,2	10,2	8,4	8,3	7,9	7,3	7,1	7,0	6,9	6,9
EV	1498,8	1671,0	1787,6	2041,0	2235,8	2291,8	2290,0	2264,8	2231,2	2207,6	2197,2	2200,0	2218,5
Dług / EV	49,3%	53,4%	57,8%	63,5%	64,8%	61,5%	62,4%	62,4%	62,5%	62,2%	62,8%	62,9%	62,6%
CAPEX / Przychody	28,6%	77,5%	120,6%	128,6%	105,9%	45,7%	17,6%	4,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	6585,3%	19927,1%	29339,1%	38324,3%	27845,5%	14221,9%	4210,3%	980,2%	281,6%	252,3%	227,6%	210,1%	195,7%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	-24,7%	-4,9%	-12,7%	-5,6%	-5,7%	-6,4%	-3,2%	-0,9%	-1,4%	-1,1%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-419,5%	201,3%	194,0%	23,9%	29,7%	32,8%	327,6%	25,8%	26,4%	108,6%	32,5%	34,8%	33,7%

Wskaźniki rynkowe*	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S	8,1	7,9	7,4	5,7	4,6	3,7	3,7	3,5	3,4	3,3	3,3	3,3	3,2
P/E adj.	40,2	29,5	29,4	17,2	13,4	9,8	9,6	9,2	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1
P/BV adj.	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
P/CE adj.	4,3	4,5	4,1	3,6	4,0	5,6	4,9	4,6	4,1	4,1	3,8	3,7	3,9
EV/EBITDA adj.	22,7	23,6	24,2	20,2	17,2	13,9	13,8	13,1	12,3	12,0	11,8	11,7	11,7
EV/EBIT adj.	22,9	23,8	24,3	20,3	17,3	14,0	13,8	13,2	12,4	12,1	11,9	11,8	11,8
EV/S	12,8	13,9	13,9	12,2	10,7	8,9	8,8	8,4	7,8	7,7	7,6	7,5	7,5
BVPS	1,3	1,6	1,9	2,2	2,4	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1
EPS adj.	0,0	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	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Dywidenda [mln EUR]	0,0	0,0	8,1**	9,8**	42,7	49,1	56,4	64,9	74,6	85,8	98,7	113,5	130,5
DPS [EUR]	0,00	0,00	0,02**	0,02**	0,09	0,10	0,12	0,13	0,15	0,18	0,20	0,23	0,27
Dyield	0,0%	0,0%	0,8%	1,0%	4,5%	5,1%	5,9%	6,8%	7,8%	9,0%	10,3%	11,9%	13,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 8,50 PLN/akcję; \*dane w EUR; \*\*dywidenda w formie akcji (w 2017 ok. 10,2 mln szt. w 2018 ok. 13,2 mln szt.)

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Pado**

Dyrektor Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
strategia, materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-435  
e-mail: krzysztof.brymora@bdm.pl  
chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**

Analitik rynku akcji  
tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl  
deweloperzy, handel

**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
<b>Kupuj</b>	<b>10,48</b>	<b>Kupuj</b>	<b>11,17</b>	<b>04.10.2018</b>	<b>10:30 CEST</b>	<b>8,50</b>	<b>58 788</b>
Kupuj	11,17	Akumuluj	10,73	27.03.2018	11:09 CEST	9,24	58 965
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 4Q'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	1	100%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	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](http://www.bdm.pl).

#### 5Nota 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. Stopy zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazując także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien 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 instrumencie 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 04.10.2018 roku (10:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 09.10.2018 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 04.10.2018 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.