



Dom Maklerski BDM S.A.

GTC

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 10,37 PLN

12 MARCA 2019, 08:59 CEST

Od momentu wydania poprzedniego raportu analitycznego (Kupuj z wyceną na poziomie 10,48 PLN / 04.10.2018) walory GTC zyskały ok. 10%. Podtrzymujemy pozytywne nastawienie. Obecnie nasza cena docelowa to 10,37 PLN (nieznaczne jej obniżenie wynika gł. z przesunięć w czasie projektów w przygotowaniu). Potencjał wzrostu implikuje zalecenie Akumuluj. Wskazujemy na ambitne plany rozbudowy portfolio na podstawowych rynkach działalności. W perspektywie lat 2019-23 deweloper zamierza przekazać do użytku ok. 364 tys. mkw. PUU (bez Galerii Wilanów), co powinno pozytywnie rzutować na ścieżkę wynikową grupy. Wskazujemy na utrzymujące się bardzo dobre otoczenie rynkowe. Doceniamy politykę dywidendową, która zakłada dwucyfrowe wzrosty DPS. Zwracamy uwagę na proces przeglądu opcji strategicznych przez głównego udziałowca.

Zwracamy uwagę na ambitne plany rozbudowy portfolio, która ma nastąpić na przestrzeni 2019-22. Obecnie spółka ma w budowie ok. 103 tys. mkw. powierzchni użytkowej, której całkowity koszt wynosi 236,4 mln EUR. Wśród głównych obiektów, które mają być oddane jeszcze w '19 należy wymienić galerię handlową Ada Mall w Belgradzie (otwarcie w 2Q'19; ok. 34,4 tys. mkw. PUU) i biurowce ABC (2 etapy o łącznym PUU wynoszącym 33,5 tys. mkw.). W 2019 roku deweloper planuje rozpocząć budowę 5 inwestycji na dodatkowe 112 tys. mkw., w tym m.in. The Twist (37 tys. mkw. PUU), Pillar (29 tys. mkw. PUU) i City Rose Park (35,5 tys. mkw. PUU). Dodatkowo w fazie planowania są projekty, których koszt budowy wynosi 487 mln EUR (wliczając Galerię Wilanów) i które mają dostarczyć 211 tys. mkw. PUU. W swojej strategii władze spółki wskazały, że jednym z celów grupy jest podwojenie wskaźnika EPRA NAV/akcję w perspektywie 4-5 lat.

Spodziewamy się, że deweloper będzie kontynuował poprawę rezultatów. Według naszych prognoz w '18 grupa osiągnęła 155 mln EUR przychodów, ok. 145 mln EUR (po oczyszczeniu o rewaluację 99 mln EUR) oraz niemal 95 mln EUR zysku netto. W '19 rozbudowa portfolio powinna przynieść wzrost do odpowiednio 185/178 (125)/113 mln EUR.

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.

Wycena końcowa [PLN]	10,37
Potencjał do wzrostu / spadku	+11%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,33
Kapitalizacja [mln PLN]	4 511,4
Ilość akcji [mln. szt.]	483,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,44
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	7,54
Stopa zwrotu za 3 mc	+9,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	+8,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-0,9%
Akcjonariat (% głosów):	
Lone Star	61,8%
PZU OFE	9,9%
Aviva OFE	7,8%
Pozostali	20,6%

Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

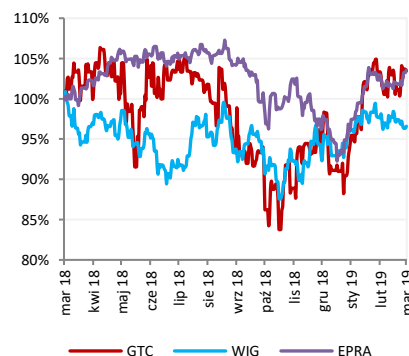
tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln EUR]	120,3	128,7	154,9	184,9	210,5	244,2
EBITDA adj. [mln EUR]	70,7	74,0	98,7	124,7	145,4	168,8
EBIT adj. [mln EUR]	70,2	73,5	98,1	124,0	144,7	167,9
Wynik netto adj. [mln EUR]	32,4	32,5	54,8	69,6	82,8	99,2
P/BV	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8
P/E adj.	32,3	32,2	19,1	15,0	12,6	10,5
EV/EBITDA adj.	24,9	25,4	21,0	18,1	16,7	14,7
EV/EBIT adj.	25,1	25,6	21,1	18,2	16,8	14,8
DPS [EUR/akcję]*	0,00	0,02	0,02	0,09	0,10	0,12

*nie uwzględnia wartości wyemitowanych akcji „dywidendowych”



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
OTOCZENIE RYNKOWE	9
WYNIKI ZA 3Q'18.....	13
WYNIKI WG SEGMENTÓW DZIAŁALNOŚCI	14
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI	17
PROGNOZA NA 4Q'18 I KOLEJNE OKRESY	18
POLITYKA DYWIDENDOWA	20
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	21

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 10,37 PLN.

Podsumowanie wyceny

		mIn EUR	mIn PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena NAV	1 213,1	5 228,6	10,81	16%
B	Wycena porównawcza	930,8	4 516,4	9,34	0%
C = 70% * A + 30% * B	Wycena końcowa	1 128,4	5 014,9	10,37	11%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

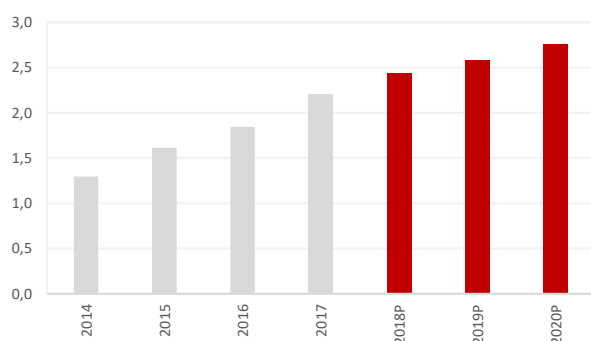
Poprzednie kwartały przyniosły zdecydowaną poprawę oczyszczonych wyników i liczymy, że ten trend będzie podtrzymany w kolejnych okresach. W dużej mierze na rezultaty spółki pozytywnie wpływa oddanie do użytku pod koniec '17 Galerii Północnej, której wartość księgowa wynosi niemal 330 mln EUR. Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym deweloper osiągnie 155 mln EUR przychodów, ok. 145 mln EUR EBITDA (bez uwzględnienia rewaluacji ok. 99 mln EUR, +33% r/r) oraz 55 mln EUR zysku netto adj. Oczekujemy również, że realizacja ambitnego harmonogramu rozbudowy portfolio pozwoli na dalszy wzrost wyników grupy także w następnych latach.

Spodziewana przez nas poprawa rezultatów w kolejnych okresach wynika w dużej mierze z ambitnych planów rozbudowy portfolio, która ma dokonać się głównie w okresie 2019-22. Obecnie spółka ma w budowie ok. 103 tys. mkw. powierzchni użytkowej, której całkowity koszt wynosi 236,4 mln EUR. Wśród głównych obiektów, które mają być oddane jeszcze w '19 należy wymienić galerię handlową Ada Mall w Belgradzie (otwarcie w 2Q'19; ok. 34,4 tys. mkw. PUU) i biurowce ABC (2 etapy o łącznym PUU wynoszącym 33,5 tys. mkw.). W 2019 roku deweloper planuje rozpocząć budowę 5 inwestycji na dodatkowe 112 tys. mkw., w tym m.in. The Twist (37 tys. mkw. PUU), Pillar (29 tys. mkw. PUU) i City Rose Park (35,5 tys. mkw. PUU). Dodatkowo w fazie planowania są projekty, których koszt budowy wynosi 487 mln EUR (wliczając Galerię Wilanów) i które mają dostarczyć 211 tys. mkw. PUU. W swojej strategii władze spółki wskazały, 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.

Kurs akcji GTC od początku roku zyskał 14% (i ok. 10% od momentu wydania poprzedniego raportu analitycznego), jednak uważamy, że walory dewelopera dalej oferują potencjał do dalszych zwyżek. W rekomendacji akcentujemy przede wszystkim na ambitne plany rozbudowy portfolio (w ciągu 4 lat ma być dostarczone ponad 360 tys. mkw PUU), który w naszej ocenie przełoży się na poprawę wyników oraz wzrost NAVPS (wcześniej władze grupy wskazywały, że celem jest podwojenie NAVPS w perspektywie 4-5 lat). Zwracamy ponadto uwagę na utrzymujące się pozytywne otoczenie biznesowe, wspierane przez sferę makro – stopy kapitalizacji są stabilne, z tendencją do lekkiej kompresji, popyt na nowe powierzchnie na głównych rynkach działalności cały czas jest bardzo mocny, pojawiają się nowi duzi najemcy. Dlatego też nie dostrzegamy na chwilę obecną żadnych aktywów, które mogłyby rodzić ryzyko utraty wartości. Doceniamy także wprowadzoną politykę dywidendową, która zakłada wzrost DPS w kolejnych latach. Impulsem dla kursu może być także proces przeglądu opcji strategicznych ogłoszony przez głównego udziałowca. Mając na względzie wymienione czynniki wyznaczamy nową cenę docelową na poziomie 10,37 PLN, wydając jednocześnie zalecenie Akumuluj.

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 (Ada Mall, Green Heart, The Twist, GTC X, Matrix, ABC I, ABC II, Pillar, City Rose, Matrix F, Platinum Business Park, Mikołowska, Center Point III). Dla pozostałych nieruchomości (projekty mieszkaniowe, posiadany grunt pod zabudowę) przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Wycena NAV sugeruje wycenę GTC na poziomie 1 213,1 mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 2,51 EUR (10,81 PLN przy kursie 4,31 EUR/PLN).

Wycena spółki metodą NAV

	Rodzaj Aktywów	Wartość [mln EUR]	Wartość [mln PLN]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]*	Komentarz
A = A1 + A2 + A3	Aktywa łącznie	2 194,6	9 458,5	19,56	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	1 877,5	8 092,1	16,74	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	274,7	1 184,0	2,45	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	42,3	182,5	0,38	Wartość bilansowa
B	Dług netto [mln EUR]	981,4	4 229,9	8,75	Wartość bilansowa na koniec 2Q'18
C = A - B	Wycena NAV	1 213,1	5 228,6	10,81	

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	2Q'19		City Rose Park I	1H'21		GTC X	4Q'20
Green Heart	2Q'19/4Q'19		City Rose Park II	1H'21		Matrix F	2021/23
ABC I	2Q'19		City Rose Park III	1H'22		Platinum bp	2021
Matrix A/B	2Q'19/1H'20		Kompakt	4Q'20		Mikołowska	2021
ABC II	2Q'20		The Twist (BCT)	2021		Center Point III	2H'22

- 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%	1 972,3	1 820,1	1 689,8	1 576,8	1 478,0
		-5%	2 081,9	1 921,3	1 783,6	1 664,4	1 560,1
		0%	2 191,5	2 022,4	1 877,5	1 752,0	1 642,2
		5%	2 301,1	2 123,5	1 971,4	1 839,6	1 724,3
		10%	2 410,6	2 224,6	2 065,3	1 927,2	1 806,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A1. Założenia dla projektów ukończonych

Projekty ukończone	Położenie	Typ	GLA [tys. m ²]	Czynsz netto [EUR/m ²]	NOI [mln EUR]	Yield				MV [mln EUR]				Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
							-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,50%	+0,75%	
Galileo	Polska	Biura	10,9	14,5	1,8	7,4%	26,5	25,6	24,7	23,8	23,1	22,3	21,6	0,21
Globis Poznań	Polska	Biura	13,5	15,0	2,3	7,4%	34,0	32,8	31,6	30,5	29,5	28,6	27,7	0,27
Newton	Polska	Biura	10,6	14,0	1,7	7,4%	24,9	24,0	23,2	22,4	21,6	21,0	20,3	0,20
Edison	Polska	Biura	10,8	15,5	1,9	7,4%	28,1	27,1	26,1	25,2	24,4	23,6	22,9	0,23
Nothus	Polska	Biura	9,6	14,3	1,5	7,4%	23,0	22,2	21,4	20,7	20,0	19,4	18,8	0,18
Zephirus	Polska	Biura	9,6	14,5	1,6	7,4%	23,4	22,5	21,7	21,0	20,3	19,7	19,1	0,19
Globis Wrocław	Polska	Biura	16,1	14,8	2,7	7,4%	40,0	38,5	37,2	35,9	34,8	33,7	32,6	0,32
University Business Park, e. 1	Polska	Biura	20,2	12,5	2,8	7,4%	42,4	40,8	39,4	38,1	36,8	35,7	34,6	0,34
Francuska Office Centre	Polska	Biura	23,0	10,7	2,7	7,4%	41,3	39,8	38,4	37,1	35,9	34,8	33,7	0,33
Pascal	Polska	Biura	5,9	14,0	0,9	7,4%	13,9	13,4	12,9	12,5	12,0	11,7	11,3	0,11
Corius	Polska	Biura	9,6	10,8	1,2	7,4%	17,4	16,8	16,2	15,6	15,1	14,6	14,2	0,14
Pixel	Polska	Biura	14,3	16,5	2,7	7,4%	40,4	39,0	37,6	36,3	35,2	34,0	33,0	0,32
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	20,5	11,6	6,3%	211,3	202,1	193,7	185,9	178,8	172,2	166,0	1,66
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	6,8%	100,1	96,2	92,5	89,1	85,9	83,0	80,2	0,79
Spiral I & II	Węgry	Biura	31,0	11,8	4,1	7,0%	66,0	63,5	61,1	58,9	56,9	55,0	53,2	0,53
Metro	Węgry	Biura	16,0	11,6	2,1	7,0%	33,5	32,2	31,0	29,9	28,9	27,9	27,0	0,27
Duna Tower	Węgry	Biura	31,0	13,0	4,5	6,8%	75,1	72,2	69,4	66,9	64,5	62,3	60,2	0,60
White House	Węgry	Biura	21,5	16,0	3,9	6,8%	64,8	62,2	59,9	57,7	55,6	53,7	51,9	0,51
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	131,0	7,0%	2 108,6	2 025,4	1 948,6	1 877,5	1 811,5	1 750,1	1 692,7	16,74
Odchylenie MV w analizie wrażliwości							12,3%	7,9%	3,8%	0,0%	-3,5%	-6,8%	-9,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Położenie	Typ	GLA [tys. m ²]	Czynsz netto [EUR/m ²]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]	Szacowany CAPEX [mln EUR]*	MV – CAPEX [mln EUR]	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	41,8	90,6	88,6	0,79
Green Heart	Serbia	biura	24,4	17,0	4,6	8,5%	54,5	24,4	30,1	29,3	0,26
The Twist	Węgry	biura	37,0	18,0	7,6	7,2%	105,5	87,2	18,3	15,5	0,14
GTC X	Serbia	biura	17,0	16,5	3,1	8,5%	36,8	25,4	11,4	9,9	0,09
Matrix	Chorwacja	biura	20,8	14,5	3,4	8,3%	40,8	29,9	10,9	10,2	0,09
ABC I	Bulgaria	biura	15,6	15,0	2,6	8,0%	32,6	14,6	18,0	17,6	0,16
ABC II	Bulgaria	biura	17,9	15,0	3,0	8,0%	37,5	24,9	12,6	11,3	0,10
Pillar (d. Kompakt)	Węgry	biura	29,0	17,2	5,6	7,8%	71,8	57,7	14,1	12,3	0,11
City Rose Park I	Rumunia	biura	18,3	17,0	3,5	7,5%	46,3	31,1	15,2	13,1	0,12
City Rose Park II	Rumunia	biura	17,2	17,0	3,3	7,5%	43,5	29,1	14,4	12,4	0,11
City Rose Park III	Rumunia	biura	14,5	17,0	2,8	7,5%	36,7	24,9	11,8	9,4	0,08
Matrix F	Chorwacja	biura	54,7	14,5	8,9	8,3%	107,3	91,4	15,9	11,9	0,11
Platinum BP	Polska	biura	12,9	15,0	2,2	6,5%	33,2	25,0	8,2	6,9	0,06
Mikolowska	Polska	biura	15,0	15,0	2,5	7,4%	33,9	28,3	5,6	4,7	0,04
Center Point III	Polska	biura	35,5	16,0	6,5	6,8%	95,2	68,0	27,2	21,5	0,19
Suma/średnia			364,2	16,8	70,0	7,7%	908,0	603,7	304,3	274,7	2,45

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
Razem	42,3	0,38

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 2019-20 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej (osobno zaprezentowaliśmy podmioty krajowe i zagraniczne). Porównania dokonaliśmy na podstawie wskaźnika P/BV na lata 2019-20, który w naszym odczuciu najlepiej odzwierciedla wartość deweloperów komercyjnych. Wartość 1 akcji wynosi 9,34 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		EUR	PLN
A	Podmioty krajowe	2,48	10,70
B	Podmioty zagraniczne	1,85	7,98
C = 50% * A + 50% * B		Wycena porównawcza	2,17
			9,34

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza krajowych deweloperów komercyjnych

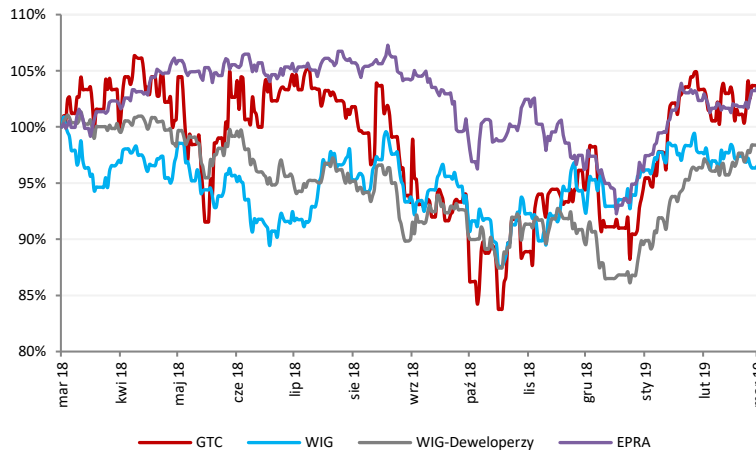
	P/BV	
	2019	2020
Echo	1,1	1,0
GTC	1,0	0,9
Premia/dyskonto	-11,5%	-14,1%
Wycena	2,45	2,52
Waga roku	50%	50%
Wycena końcowa [EUR]	2,48	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza zagranicznych deweloperów komercyjnych

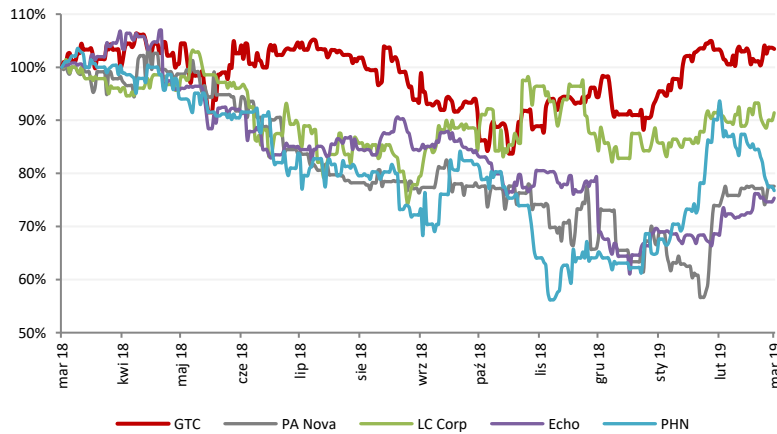
	P/BV	
	2019	2020
CA Immobilien Anlagen	1,0	1,0
Deutsche Euroshop	0,7	0,8
Castellum	1,1	1,1
Hammerson	0,5	0,5
Atrium European RE	0,7	0,7
Kleppiere	0,8	0,9
Immofinanz	0,8	0,8
Mediana	0,8	0,8
GTC	1,0	0,9
Premia/dyskonto	20,0%	14,1%
Wycena	1,80	1,90
Waga roku	50%	50%
Wycena końcowa [EUR]	1,85	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych


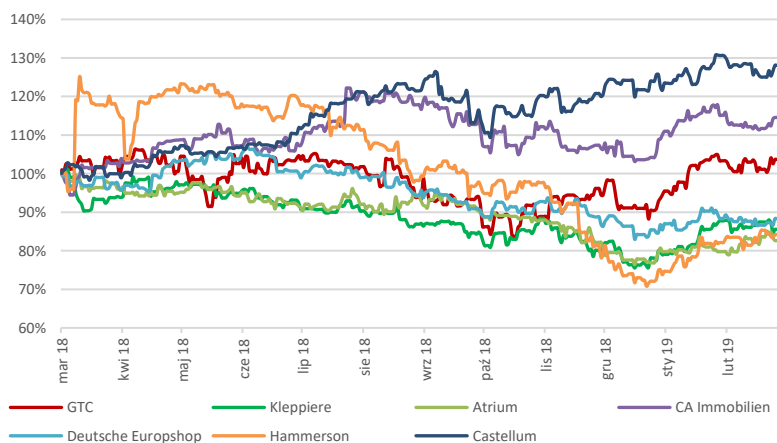
Walory GTC od marca '18 zyskały ok. 3%. Liczymy, że wraz z dalszym rozwojem portfela nieruchomości, przełoży się to na powrót pozytywnego sentymentu do akcji spółki.

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 Echo (-25%) oraz PA Nova (-22%).

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 Białołęce. 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).

▪ 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.

▪ 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 '18 wyniosła 435 tys. mkw. (vs 466 tys. mkw. w '17; w samym 4Q'18 ok. 136 tys. mkw.), z czego otwarto 10 nowych centrów handlowych (m.in. Forum Gdańsk, Gemini Park w Tychach oraz Rondo Wiatraczna), a kolejne 13 zostało rozbudowanych. Specjaliści z JLL oczekują, że w budowie znajduje się obecnie 269 tys. mkw., z czego 73% ma być oddane do użytku w '19 (-40% r/r). Standardowo zdecydowana większość będzie związane z centrami handlowymi, które mają odpowiadać za ok. 3/4 nowych obiektów. Największe inwestycje w fazie budowy to m.in. Galeria Młociny w Warszawie (72 tys. mkw.), Color Park w Nowym Targu (27 tys. mkw.) oraz Stara Ujeźdźnia w Jarosławiu (26 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 4Q'18 wynosiła 14 mln mkw., z czego ponad 10 mln mkw. stanowiły centra handlowe (419 obiektów; 71% rynku), parki handlowe odpowiadały za 3,9 mln mkw., a outlety za nieco ponad 0,25 tys. mkw. Poziom nasycenia powierzchnią handlową w Polsce wynosi obecnie 262 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 (276 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 te 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 2,5% (dla porównania w Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu jest to odpowiednio: 6,2%, 4,5% oraz 2,8%). Stopy kapitalizacji dla najlepszych galerii handlowych obniżyły się symbolicznie do 4,9%, natomiast w przypadku retail parków jest to 6,8%.

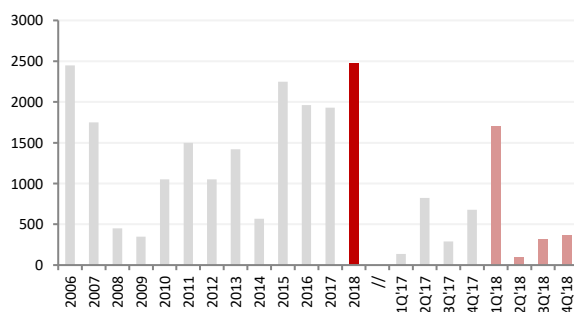
W zakończonym roku doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 2,47 mld EUR (wobec 2,07 mld EUR przed rokiem; w 4Q'18 było to 360 mln EUR). Największą transakcją na rynku inwestycyjnym była sprzedaż portfela 28 nieruchomości o wartości ok. 1 mld EUR przez ARES/AXA/Apollo Rida do Chariot Top Group.

Rynek handlowy w Polsce w 4Q'18

	Warszawa	Lublin	Kraków	Katowice	Łódź	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto
Podaż [tys. mkw.]	5 461,7	194,2	1 257,5	519,3	468,9	1 054,2	479,1	159,4	775,0
Pustostany [%]	8,7%	15,4%	8,6%	8,8%	8,7%	9,1%	7,3%	5,1%	6,1%
Popyt [tys. mkw.]	858,4	14,1	208,8	38,0	56,7	161,6	0,4	10,9	84,4
Pow. w budowie [tys. mkw.]	232,7	25,4	155,2	25,4	32,5	146,6	21,2	2,4	77,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]

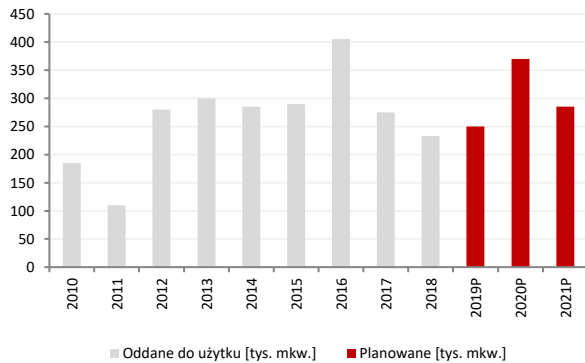


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Okres '18 dla warszawskiego rynku biurowego można uznać za udany. Popyt osiągnął niemal 858 tys. mkw. (+4% r/r), a wskaźnik pustostanów uległ obniżeniu do 8,7%, co oznacza spadek r/r o 3 p.p. i równocześnie najniższy poziom od '09. Analitycy JLL szacują, że w centrum Warszawy pustostany są bliskie 5,4% (najniższe poziomy od '09), a poza centrum niewynajęta powierzchnia stanowi 10,8%. Oczekuje się, że również w '19 można liczyć na kontynuację pozytywnego trendu. Wśród największych umów należy wymienić odnowienie i ekspansję Deloitte na 22,1 tys. mkw., nową umowę KNF na 14,8 tys. mkw. w budynku Piękna 2.0 oraz

przednajem WeWork na 14,2 tys. mkw. w Mennica Legacy. W '18 oddano do użytku 232,7 tys. mkw. (vs 275,4 tys. mkw. przed rokiem; spadek o 16% r/r), z czego aż 72% było zlokalizowane poza centrum Warszawy (ok. 25% podaży było zlokalizowane na Mokotowie). Obecnie w budowie znajduje się 720 tys. mkw. nowoczesnej powierzchni biurowej, z czego w roku 2019 ma zostać oddane do użytku ok. 240-250 tys. mkw. Czynsze pozostają w miarę stabilne – w najlepszych lokalizacjach jest to 17,0-23,5 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).

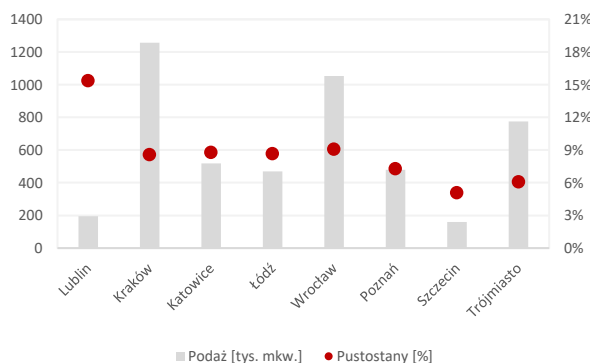
Podaż powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

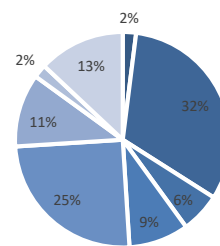
W przypadku miast regionalnych '18 należy uznać za bardzo udany – zarówno pod kątem popytu, jak i stabilnych stawek najmu. W '18 popyt na głównych rynkach poza Warszawą wyniósł 645 tys. mkw., z czego aż 209 tys. mkw. było zlokalizowane w Krakowie (32% ogółu). Wśród największych transakcji należały: 17 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 zakończonym roku na rynek trafiło 511,2 tys. mkw. (+10% r/r), z czego tylko 135 tys. mkw. było dostępne dla nowych nabywców w momencie dostarczenia na rynek. Obecnie w realizacji znajduje się 0,9 mln mkw. Z całej planowanej powierzchni biurowej aż 65% przypada na Kraków, Wrocław i Trójmiasto. W przypadku pustostanów zanotowano obniżenie do 8,4%. Największe spadki odnotowano w Katowicach (-2,5 p.p. r/r) i Szczecinie (-4,2 p.p. r/r). Wśród miast regionalnych najniższym pustostanem charakteryzuje się Szczecin (5,1%), a najwyższym Lublin (15,4%). W odniesieniu do stawek najmu nie odnotowano dużych zmian, jednak w części miast dało się już zauważyć lekkie wzrosty czynszów.

Podaż i pustostany w 4Q'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Udział w popycie powierzchni biurowej w miastach regionalnych w 4Q'18



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Rynek biurowy w Polsce w 4Q'18

	Warszawa	Lublin	Kraków	Katowice	Łódź	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto
Podaż [tys. mkw.]	5 461,7	194,2	1 257,5	519,3	468,9	1 054,2	479,1	159,4	775,0
Pustostany [%]	8,7%	15,4%	8,6%	8,8%	8,7%	9,1%	7,3%	5,1%	6,1%
Popyt [tys. mkw.]	858,4	14,1	208,8	38,0	56,7	161,6	0,4	10,9	84,4
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	20,5-23,5/11-15	10,5-11,5	13,5-14,6	12,75-14,7	11,5-13,5	13,8-14,5	13,6-14,5	11,5-14,0	12,75-14,0
Pow. w budowie [tys. mkw.]	232,7	25,4	155,2	25,4	32,5	146,6	21,2	2,4	77,2

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	3Q'18	4Q'18			
Warszawa	23,75	0,0%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,00%	5,00%	4,75%	7,00%	5,00%	
Kraków	14,50	0,0%	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	5,75%	5,75%	5,75%	8,50%	5,75%	
Wrocław	13,75	3,6%	6,50%	6,25%	6,25%	6,25%	6,00%	6,00%	6,00%	8,50%	6,00%	
Gdańsk	14,50	0,0%	7,00%	7,00%	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%	7,25%	7,25%	7,25%	8,80%	6,50%	
Poznań	14,00	3,6%	7,25%	7,00%	7,00%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	8,50%	6,25%	
Łódź	13,50	0,0%	7,75%	7,25%	7,25%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	8,50%	6,50%	
Szczecin	14,00	3,8%	9,00%	8,50%	8,50%	8,25%	8,25%	8,25%	8,25%	9,25%	6,75%	

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

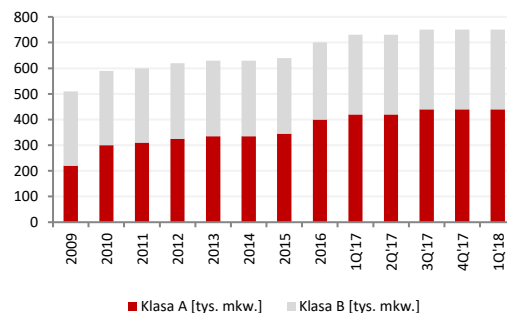
SERBIA

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 2019-20 (w '19 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	2019
Big Fashion Vidikovac	70	2019
BW Galerija	93	2020

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Powierzchnia powierzchni biurowej w Belgradzie


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

WĘGRY

W '18 na węgierskim rynku biurowym pojawiło się niemal 231 tys. mkw. powierzchni (najwięcej w ostatniej dekadzie), z czego ok. 44 tys. mkw. w Budapeszcie. Obecnie obserwowana jest tendencja konsolidacji i optymalizacji wynajmowanych powierzchni przez dużych, międzynarodowych najemców co sprzyja biurowcom o wyższym standardzie. Poziom powierzchni niewynajętej na koniec '18 spadł do 7,3% (w '17 było to 7,5%; 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. 113 tys. mkw. (większość stanowią projekty zlokalizowane w Korytarz Vaci, Centralnym Peszcie i Południowej Budzie), z czego 47% jest już wynajęte. 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 2H'18 wyniosła 1,3 mld EUR (najmocniejsze 2H od '07; w '18 łącznie 1,8 mld EUR). Stopy kapitalizacji obniżyły się na poziomie 5,75% zarówno dla biur, jak i galerii handlowych.

RUMUNIA

Rumuńska gospodarka konsekwentnie kontynuuje wzrost gospodarczy, a PKB w okresie 1-3Q'18 wyniosło 4,3% (jeden z najwyższych w UE). Pozytywne trendy widać również w przypadku sprzedaży detalicznej, której dynamika w '18 była bliska 5,7%. Stopa bezrobocia jest szacowana na 3,8%. Narodowy bank Rumunii po długim okresie niskich stóp procentowych zdecydował się na ich podwyżkę (trzykrotnie w '18). W minionym roku doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości ok. 900 mln EUR (przed rokiem 963 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, 7,25% w obszarze biurowych i 8,25% w przypadku magazynów. W '18 analitycy JLL spodziewają się co najmniej utrzymania bieżącego poziomu stóp z racji oczekiwanego wzrostu wartości transakcji. Czynnosc w przeliczeniu na mkw. są stabilne i średnio wynoszą 18,5 EUR/mkw./m-c. W '18 popyt brutto wyniósł 335 tys. mkw., z kolei popyt netto był bliski 150 tys. mkw. Najaktywniejsze były ponownie sektory IT oraz BPO. Poziom pustostanów na koniec 3Q'18 wyniósł 6,6% i w '19 oczekiwana jest jego stabilizacja. W br. ukończone mają być m.in. biurowce Business Garden Bucharest (41 tys. mkw.), Expo Business Park (ok. 38 tys.. mkw. PUU) i The Mark (25,5 tys. mkw. PUU).

WYNIKI ZA 3Q'18

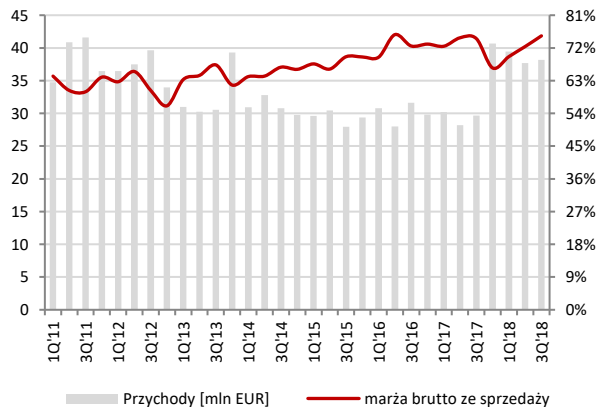
Rezultaty GTC w 3Q'18 były nieco lepsze od konsensusu. Deweloper wypracował w omawianym okresie ok. 38,2 mln EUR przychodów, ok. 33,3 mln EUR EBITDA i 14,1 mln EUR zysku netto. Spółka istotnie zwiększyła przychody, co jest efektem uruchomienia pod koniec 3Q'17 Galerii Północnej. Grupa wykazała także ok. 8 mln EUR zysku z tyt. pozytywnej rewaluacji portfolio. Po oczyszczeniu o wycenę nieruchomości EBITDA wyniosła 25,3 mln EUR (wzrost o 40% r/r). Według naszych obliczeń LtV netto na koniec 3Q'18 ukształtowało się na poziomie 45,7% (+2,5 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	3Q'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	38,2
Wynik brutto ze sprzedaży	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4	21,2	22,9	21,8	21,9	21,1	22,1	27,0	27,5	27,3	28,7
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	33,3
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	25,3
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	33,1
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	25,2
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	25,2
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	23,0
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	14,1
marża brutto ze sprzedaży	67,6%	66,2%	69,6%	69,5%	69,5%	75,7%	72,5%	73,1%	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%	69,6%	72,4%	75,3%
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%	66,4%
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%	66,0%
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%	37,0%
Odpisy	-0,4	-1,4	-0,4	28,5	7,4	16,6	15,3	45,2	24,4	26,7	54,2	43,2	12,5	10,8	8,0
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	-0,2

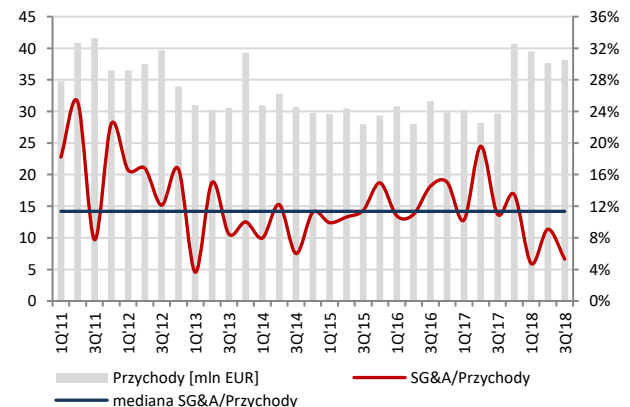
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki skorygowane o wartość odpisów; **korekta o rewaluację portfolio i różnice kursowe

Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



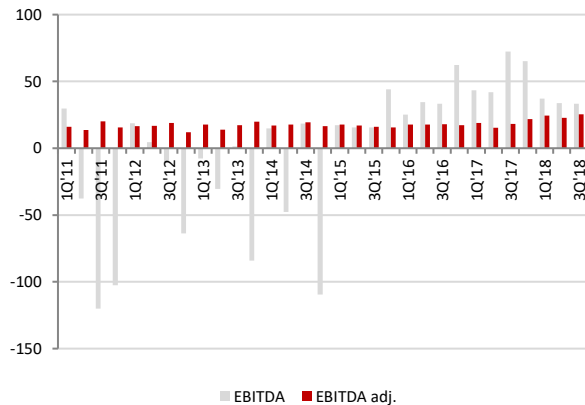
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]

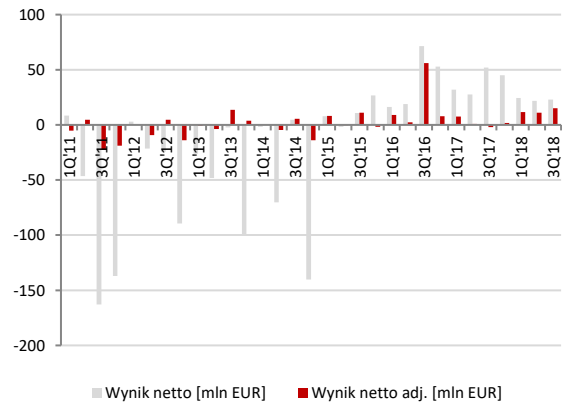


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA adj. o odpisy [mln EUR]



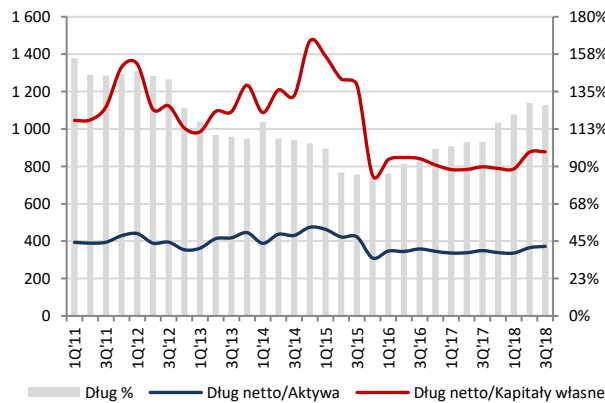
Wynik netto i wynik netto adj. [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

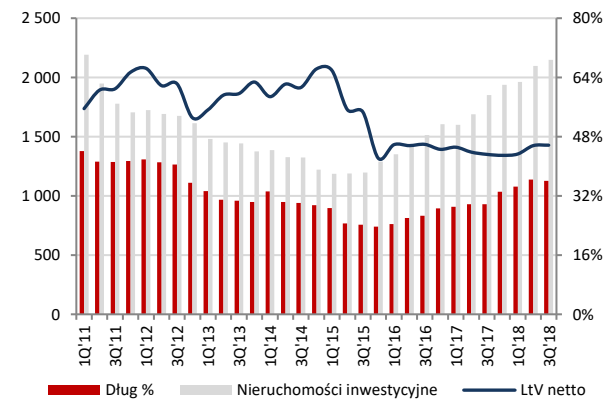
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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

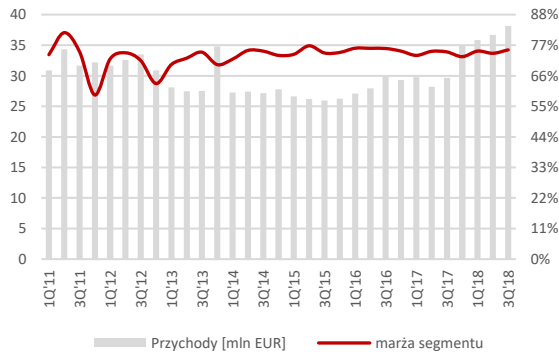
W segmencie komercyjnym GTC wypracowało 38,2 mln EUR przychodów, z czego z wpływów z tyt. czynszu pochodzi 28,4 mln EUR (+28% r/r). Pozytywny wpływ na rezultaty segmentu miała Galeria Północna, która została otwarta we wrześniu '17. Warto też zauważyć, że spółka podniosła czynsze w części funkcjonujących obiektów. Rentowność brutto dywizji przekroczyła 75%. W przypadku działalności mieszkaniowej spółka nie osiągnęła wyników (brak przekazania lokali). W ujęciu geograficznym głównymi rynkami są Polska oraz Węgry.

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18
Przychody	30,8	28,0	31,5	29,9	30,2	28,2	29,6	40,7	39,5	37,7	38,2
<i>obiekty komercyjne</i>	27,1	27,9	30,0	29,3	29,8	28,2	29,6	35,0	35,9	36,7	38,2
<i>mieszkania</i>	3,7	0,1	1,5	0,7	0,4	0,0	0,0	5,7	3,6	1,0	0,0
Wynik brutto segmentu	21,4	21,2	22,9	21,0	21,9	21,1	22,1	27,0	27,5	27,3	28,7
<i>obiekty komercyjne</i>	20,6	21,2	22,8	21,9	21,8	21,1	22,1	25,5	26,8	27,2	28,7
<i>mieszkania</i>	0,8	0,0	0,1	-0,9	0,1	0,0	0,0	1,6	0,6	0,1	0,0
marża brutto ze sprzedaży	69,5%	75,7%	72,5%	70,1%	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%	69,6%	72,4%	75,3%
<i>obiekty komercyjne</i>	75,9%	75,9%	75,8%	74,9%	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%	75,3%
<i>mieszkania</i>	22,2%	1,3%	6,5%	-	14,3%	-	-	-	-	7,7%	-

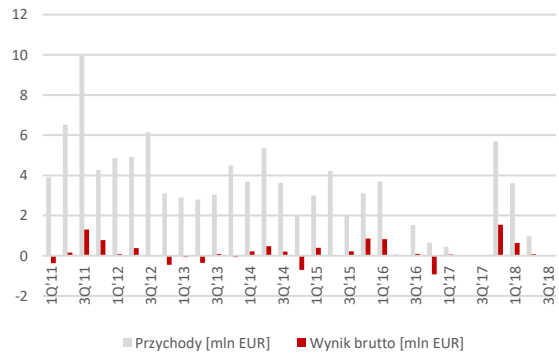
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu najmu



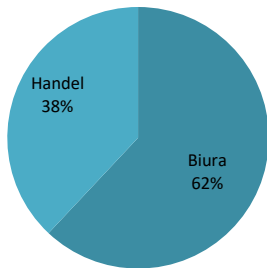
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



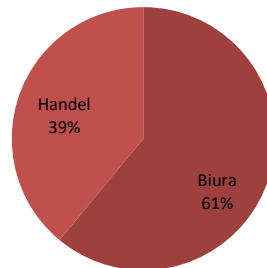
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portflio spółki wg segmentów na koniec 4Q'17...



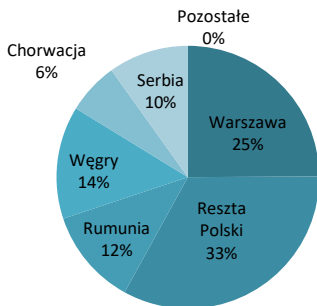
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 3Q'18



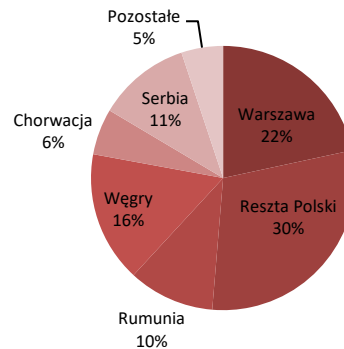
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



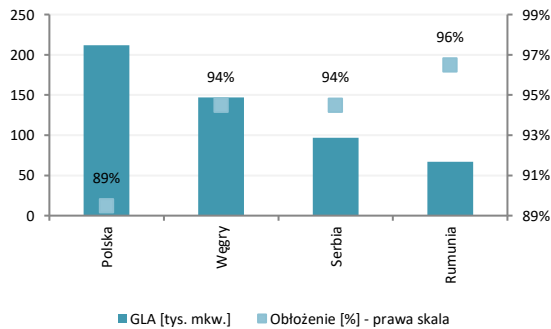
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 3Q'18



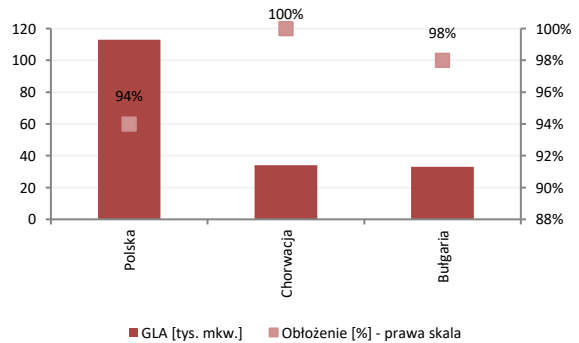
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Powierzchnia i obłożenie aktywów biurowych (wg kraju)

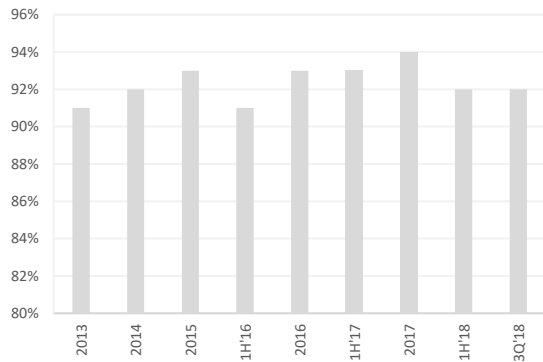


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

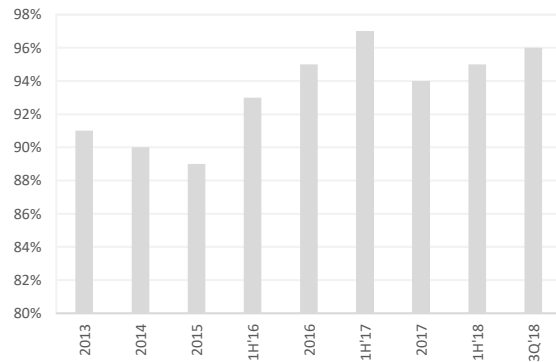
Powierzchnia i obłożenie aktywów handlowych (wg kraju)



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

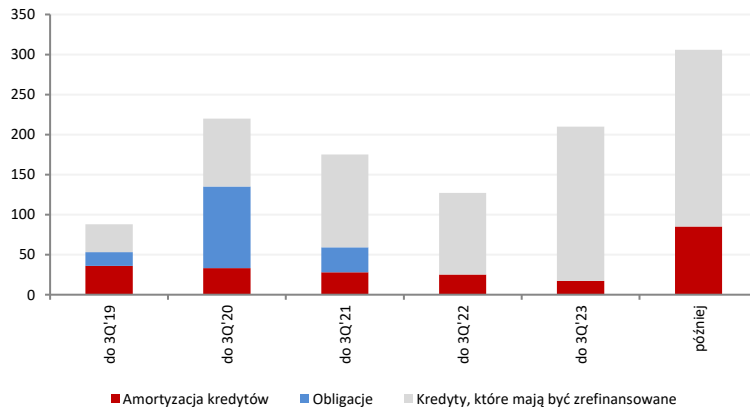
Obiekt	Typ aktywa	Kraj	Miasto	BV [mln EUR]	GLA [tys. mkw.]	Czynsz [EUR/mkw./m-c]	Obłożenie [%]
Galeria Północna	Handel	Polska	Warszawa	329	65	21,5	88%
Galeria Jurajska	Handel	Polska	Częstochowa	194	49	20,5	99%
City Gate	Biura	Rumunia	Bukareszt	147	48	19,0	98%
Avenue Mall Zagrzeb	Handel	Chorwacja	Zagrzeb	105	34	20,6	99%
Mall of Sofia	Handel/biura	Bułgaria	Sofia	98	33	19,8	96%
Center Point	Biura	Węgry	Budapeszt	86	41	13,1	97%
Korona Office Complex	Biura	Polska	Kraków	83	38	14,0	93%
UBP	Biura	Polska	Łódź	72	40	12,9	87%
Duna Tower	Biura	Węgry	Budapeszt	68	31	13,2	98%
FortyOne	Biura	Serbia	Belgrad	63	28	16,0	97%
Suma/średnia				1 245	407	18,5	94%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

Na koniec 3Q'18 zadłużenie brutto spółki wynosiło 1,13 mld EUR. Składają się na to kredyty o wartości 976 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 150 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 86%). Warto zaznaczyć, że blisko 92% długu zostało zaciągnięte ze stałym oprocentowaniem. Dodatkowo aż 95% 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 3Q'18 LtV netto wynosiło 45,7% (w ujęciu brutto było to 52,5%).

Harmonogram spłat w kolejnych latach

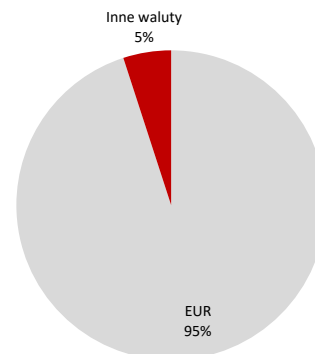


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

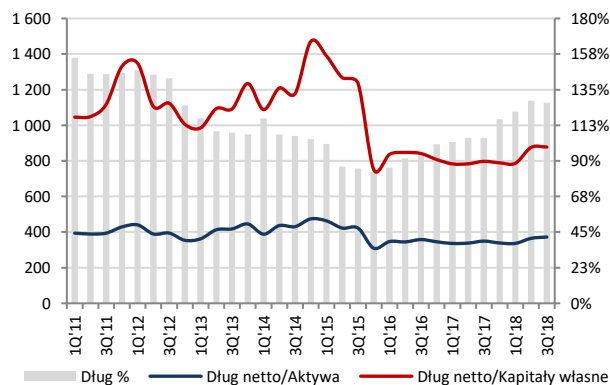
Zabezpieczenie zadłużenia GTC



Waluta zadłużenia GTC

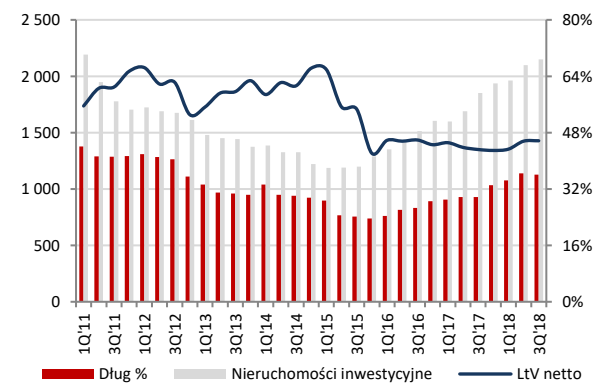


Dług w relacji do aktywów i BV



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto



PROGNOZA NA 4Q'18 I KOLEJNE OKRESY

Poprzednie kwartały przyniosły zdecydowaną poprawę oczyszczonych wyników 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 155 mln EUR przychodów, ok. 145 mln EUR EBITDA (bez uwzględnienia rewaluacji ok. 99 mln EUR, +33% r/r) oraz 55 mln EUR zysku netto adj. Oczekujemy również, że realizacja ambitnego harmonogramu rozbudowy portfolio pozwoli na dalszy wzrost wyników grupy także w następnych latach.

W segmencie komercyjnym GTC utrzymuje ok. 74%, rentowność brutto na posiadanych obiektach oraz wysokie poziomy obłożenia (w części biurowej po 3Q'18 było to 92%, a w handlowej aż 96%). Na chwilę obecną nie dostrzegamy ryzyka utraty wartości w istniejącym portfolio. Zwracamy uwagę na utrzymujące (a na niektórych rynkach działalności nawet poprawiające się) otoczenie, związane z pozytywną sferą makro, wysokim popytem inwestycyjnym oraz pojawianiem się kolejnych dużych globalnych najemców w Europie Środkowo-Wschodniej. Z tego tytułu oczekiwaliśmy raczej przeszacowań „w górę” niż bieżąca wartość księgowa. Doceniamy również małą ekspozycję na warszawski rynek biurowy, który w kolejnych latach będzie zmuszony do zaabsorbowania dużej podaży nowej powierzchni użytkowej.

Spodziewana przez nas poprawa rezultatów w kolejnych okresach wynika w dużej mierze z ambitnych planów rozbudowy portfolio, która ma dokonać się głównie w okresie 2019-22. Obecnie spółka ma w budowie ok. 103 tys. mkw. powierzchni użytkowej, której całkowity koszt wynosi 236,4 mln EUR. Wśród głównych obiektów, które mają być oddane jeszcze w '19 należy wymienić galerię handlową Ada Mall w Belgradzie (otwarcie w 2Q'19; ok. 34,4 tys. mkw. PUU) i biurowce ABC (2 etapy o łącznym PUU wynoszącym 33,5 tys. mkw.). W 2019 roku deweloper planuje rozpocząć budowę 5 inwestycji na dodatkowe 112 tys. mkw., w tym m.in. The Twist (37 tys. mkw. PUU), Pillar (29 tys. mkw. PUU) i City Rose Park (35,5 tys. mkw. PUU). Dodatkowo w fazie planowania są projekty, których koszt budowy wynosi 487 mln EUR (wliczając Galerię Wilanów) i które mają dostarczyć 211 tys. mkw. PUU. W swojej strategii władze spółki wskazały, że jednym z celów grupy jest podwojenie wskaźnika EPRA NAV/akcję w perspektywie 4-5 lat.

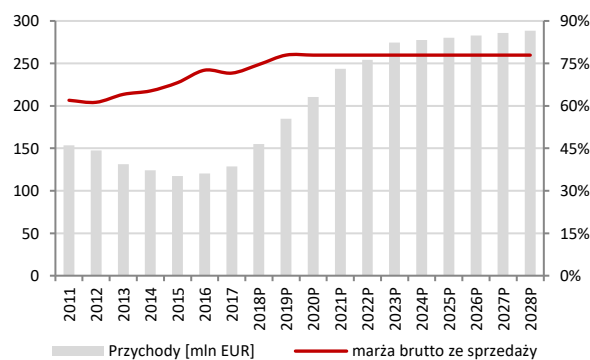
Po udanej emisji akcji w 4Q'15, deweloper pozyskał środki, które przeznaczył na nabycie kilku obiektów (Duna Tower w Budapeszcie, Belgrade Business Center w Serbii, Pixel w Poznaniu, Mall of Sofia w Bułgarii oraz inwestycje w Rumunii, czyli Premium Plaza, Premium Point i Cascade Office; akwizycje uznajemy 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.

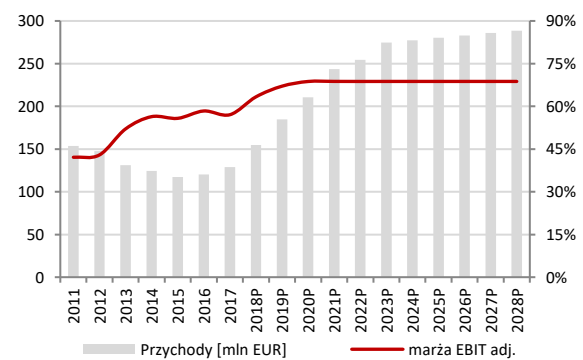
Prognoza na kolejne okresy (wyniki finansowe) [mln EUR]

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18P	1Q'19P	2Q'19P	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	30,2	28,2	29,6	40,7	39,5	37,7	38,2	39,6	43,2	47,9	48,0	45,7	120,3	128,7	154,9	184,9	210,5
Wynik brutto ze sprzedaży	21,9	21,1	22,1	27,0	27,5	27,3	28,7	32,1	33,3	36,6	37,3	36,9	87,3	92,1	115,5	144,1	164,0
EBITDA	43,3	41,9	72,3	65,1	37,0	33,7	33,3	40,6	30,3	61,7	33,3	52,8	155,3	222,6	144,7	178,1	210,0
EBITDA adj.	18,9	15,2	18,1	21,8	24,5	22,8	25,3	26,0	30,1	31,5	33,3	29,6	70,7	74,0	98,7	124,7	145,4
EBIT	43,1	41,9	72,2	64,8	36,9	33,5	33,1	40,5	30,1	61,5	33,2	52,6	154,8	222,0	144,1	177,4	209,2
EBIT adj.	18,7	15,2	18,0	21,6	24,4	22,7	25,2	25,8	30,1	31,3	33,2	29,4	70,2	73,5	98,1	124,0	144,7
Wynik netto	32,1	27,5	52,1	44,9	24,3	21,8	23,0	25,8	17,0	42,2	19,0	34,6	159,6	156,6	94,8	112,8	135,1
Wynik netto adj.	9,9	7,1	8,4	11,0	14,0	12,7	14,1	13,9	17,0	17,7	19,0	15,8	34,1	36,3	54,7	69,6	82,8
Revaluacja	24,4	26,7	54,2	43,2	12,5	10,8	8,0	14,7	0,0	30,2	0,0	23,2	84,6	148,6	46,0	53,4	64,5
marża brutto ze sprzedaży	72,5%	74,8%	74,6%	66,5%	69,6%	72,4%	75,3%	81,0%	77,2%	76,5%	77,6%	80,6%	72,6%	71,6%	74,6%	77,9%	77,9%
marża EBITDA (adj.)	62,4%	54,0%	61,0%	53,6%	62,1%	60,6%	66,4%	65,6%	69,7%	65,7%	69,4%	64,8%	58,8%	57,5%	63,7%	67,5%	69,1%
marża EBIT (adj.)	61,9%	53,9%	60,7%	53,1%	61,8%	60,3%	66,0%	65,2%	69,7%	65,4%	69,0%	64,3%	58,4%	57,1%	63,3%	67,1%	68,7%
marża netto (adj.)	32,7%	25,1%	28,2%	27,0%	35,5%	33,6%	37,0%	35,1%	39,4%	37,1%	39,6%	34,5%	28,3%	28,2%	35,3%	37,6%	39,3%
Segment wynajmu																	
Przychody	29,8	28,2	29,6	35,0	35,9	36,7	38,2	39,6	43,2	47,9	48,0	45,7	114,3	122,6	150,3	184,9	210,5
z tyt. czynszu	22,1	21,4	22,1	25,5	26,0	27,4	28,4	32,0	32,4	36,8	36,8	36,8	86,5	91,1	113,8	142,9	162,7
usługi dodatkowe	7,7	6,8	7,5	9,5	9,9	9,3	9,8	7,5	10,8	11,0	11,2	8,9	27,8	31,5	36,5	42,0	47,8
NOI	22,1	21,4	22,1	25,5	26,0	27,4	28,4	32,0	32,4	36,8	36,8	36,8	86,5	91,1	113,8	142,9	162,7
Wynik brutto	21,8	21,1	22,1	25,5	26,8	27,2	28,7	32,1	33,3	36,6	37,3	36,9	86,5	90,5	114,8	144,1	164,0
marża brutto segmentu	73,3%	74,8%	74,6%	72,9%	74,9%	74,1%	75,3%	81,0%	77,2%	76,5%	77,6%	80,6%	75,6%	73,8%	76,4%	77,9%	77,9%
Zobowiązania % [mln PLN]	906,9	929,8	930,0	1 034,1	1 077,4	1 137,8	1 127,2	1 201,9	1 247,5	1 282,0	1 315,5	1 352,7	892,9	1 034,1	1 201,9	1 352,7	1 485,5
Nier. Inw. [mln PLN]	1 599,2	1 689,9	1 850,6	1 936,8	1 961,2	2 098,0	2 148,0	2 214,6	2 279,7	2 359,3	2 407,2	2 483,5	1 604,7	1 936,8	2 214,6	2 483,5	2 751,1
LtV brutto	56,7%	55,0%	50,3%	53,4%	54,9%	54,2%	52,5%	54,3%	54,7%	54,3%	54,7%	54,5%	55,6%	53,4%	54,3%	54,5%	54,0%
Segment mieszkaniowy																	
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	6,0	6,1	4,6	0,0	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	0,0	1,6	0,7	0,0	0,0
marża brutto	14,3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,1%	26,3%	15,5%	-	-

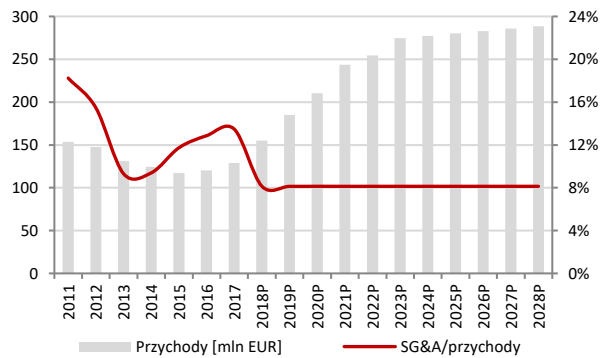
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży


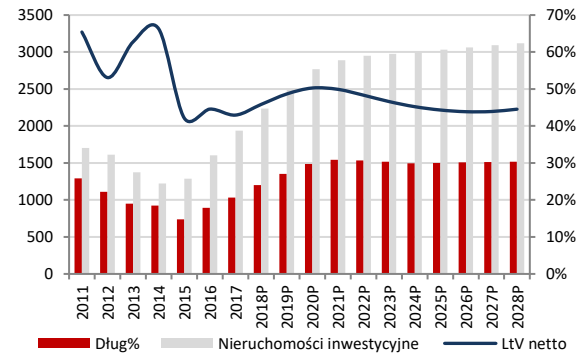
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln EUR] i marża EBIT adj.


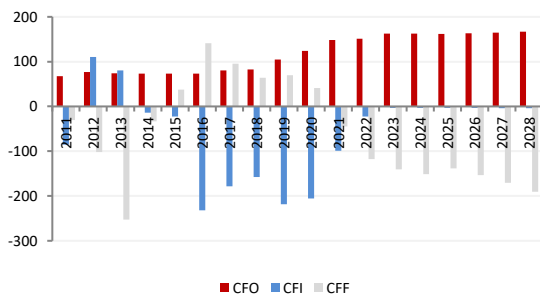
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A


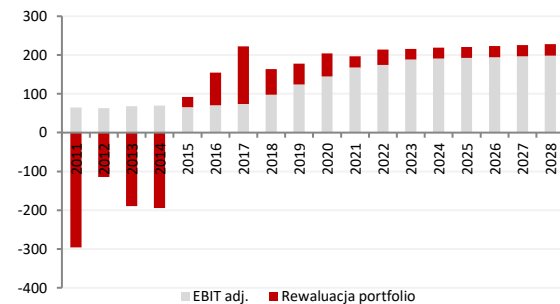
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV netto nieruchomości inwestycyjnych


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne [mln EUR]


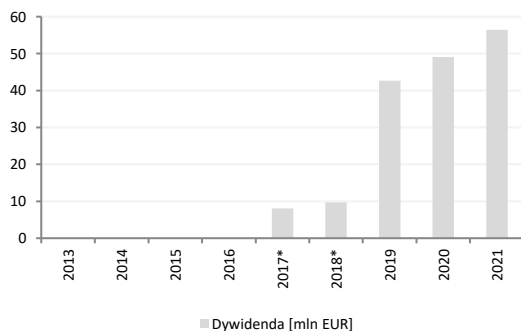
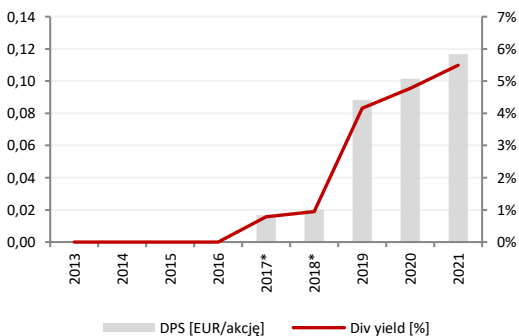
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

Stopa dywidendy i DPS


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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe, w tym:	1 629,7	1 962,1	2 248,3	2 519,1	2 788,5	2 917,7	2 978,5	3 007,6	3 037,9	3 068,4	3 099,0	3 129,8	3 160,8
Nieruchomości inwestycyjne	1 604,7	1 936,8	2 214,6	2 483,5	2 751,1	2 878,1	2 936,8	2 963,7	2 992,0	3 020,5	3 049,3	3 078,4	3 107,8
Grunty przeznaczone pod zabudowę	13,8	12,7	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.	3,8	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	7,4	11,3	21,0	22,9	24,6	26,9	29,0	31,2	33,3	35,2	37,0	38,7	40,3
Aktywa obrotowe, w tym:	209,8	220,5	198,0	156,6	116,8	122,7	135,1	154,6	163,8	183,6	190,3	181,4	154,5
Zapasy	5,4	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	5,4	4,4	6,7	8,3	9,4	11,0	12,0	12,8	13,3	13,4	13,6	13,7	13,8
Środki pieniężne i ekwiwalenty	149,8	148,7	140,4	97,3	56,4	60,8	72,2	90,9	99,5	119,2	125,7	116,7	89,7
Pozostałe aktywa obrotowe	49,3	63,6	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0	51,0
Aktywa razem	1 839,5	2 182,6	2 446,4	2 675,7	2 905,3	3 040,4	3 113,6	3 162,2	3 201,7	3 252,0	3 289,3	3 311,2	3 315,3
Kapitał własny	790,3	941,3	1 024,3	1 094,5	1 180,4	1 248,7	1 319,9	1 383,2	1 438,5	1 482,8	1 514,1	1 530,0	1 528,1
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	852,9	1 052,2	1 271,8	1 422,7	1 555,4	1 612,3	1 606,1	1 586,1	1 566,1	1 571,1	1 576,1	1 581,1	1 586,1
Długoterm. Część kredytów i obligacji	739,0	907,7	1 113,7	1 264,5	1 397,3	1 454,2	1 448,0	1 428,0	1 408,0	1 413,0	1 418,0	1 423,0	1 428,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	113,8	144,5	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1	158,1
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	196,3	189,1	150,2	158,6	169,4	179,4	187,6	192,9	197,1	198,1	199,1	200,1	201,1
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	153,9	126,4	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2	88,2
Zob. z tyt. dostaw i usług	36,7	50,5	51,5	59,8	70,7	80,7	88,9	94,2	98,4	99,3	100,3	101,3	102,3
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5,7	12,2	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6	10,6
Pasywa razem	1 839,5	2 182,6	2 446,4	2 675,7	2 905,3	3 040,4	3 113,6	3 162,2	3 201,7	3 252,0	3 289,3	3 311,2	3 315,3
Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	120,3	128,7	154,9	184,9	210,5	244,2	254,8	275,1	277,9	280,6	283,4	286,3	289,1
Koszty operacyjne	33,0	36,6	39,3	40,8	46,5	53,9	56,2	60,7	61,3	61,9	62,6	63,2	63,8
Wynik brutto ze sprzedaży	87,3	92,1	115,5	144,1	164,0	190,3	198,5	214,4	216,5	218,7	220,9	223,1	225,3
SG&A	15,5	17,4	12,6	15,0	17,1	19,9	20,7	22,4	22,6	22,8	23,1	23,3	23,5
Aktualizacja wartości	84,6	148,6	46,0	53,4	64,5	31,4	39,0	26,9	28,2	28,5	28,8	29,1	29,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,6	-1,3	-4,8	-5,0	-2,2	-2,5	-2,6	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0
EBITDA	155,3	222,6	144,7	178,1	210,0	200,2	215,3	217,3	220,7	223,1	225,4	227,8	230,2
EBIT	154,8	222,0	144,1	177,4	209,2	199,3	214,2	216,1	219,3	221,5	223,7	225,9	228,2
Saldo działalności finansowej	-28,2	-28,6	-30,6	-38,1	-42,5	-45,4	-46,2	-45,7	-45,1	-44,9	-45,0	-45,1	-45,3
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-4,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik brutto	124,6	188,7	113,6	139,3	166,7	153,9	168,0	170,3	174,2	176,6	178,7	180,8	182,9
Wynik netto	159,6	156,6	94,8	112,8	135,1	124,7	136,1	138,0	141,1	143,1	144,8	146,5	148,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln EUR]	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	73,3	80,7	86,2	105,0	123,4	148,0	151,5	162,6	163,0	161,8	163,5	165,2	166,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-231,8	-178,3	-157,8	-218,1	-205,6	-98,7	-22,8	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	140,8	95,2	64,2	70,0	41,2	-45,0	-117,3	-140,4	-150,9	-138,6	-153,5	-170,6	-190,4
Przepływy pieniężne netto	-19,7	-1,1	-8,3	-43,1	-40,9	4,4	11,4	18,7	8,6	19,7	6,5	-9,0	-27,1
Środki pieniężne na początek okresu	169,5	149,8	148,7	140,4	97,3	56,4	60,8	72,2	90,9	99,5	119,2	125,7	116,7
Środki pieniężne na koniec okresu	149,8	148,7	140,4	97,3	56,4	60,8	72,2	90,9	99,5	119,2	125,7	116,7	89,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	2,5%	7,0%	20,3%	19,4%	13,8%	16,0%	4,3%	8,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	7,1%	4,7%	33,3%	26,4%	16,6%	16,1%	4,4%	8,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
EBIT adj. zmiana r/r	7,3%	4,6%	33,5%	26,4%	16,6%	16,1%	4,3%	8,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	36,3%	0,3%	68,5%	27,0%	19,0%	19,9%	5,3%	11,2%	1,8%	1,5%	1,2%	1,2%	1,2%
Marża brutto na sprzedaży	72,6%	71,6%	74,6%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%	77,9%
Marża EBITDA adj.	58,8%	57,5%	63,7%	67,5%	69,1%	69,1%	69,2%	69,2%	69,3%	69,3%	69,4%	69,4%	69,5%
Marża EBIT adj.	58,4%	57,1%	63,3%	67,1%	68,7%	68,8%	68,8%	68,8%	68,8%	68,8%	68,8%	68,8%	68,8%
Marża netto adj.	26,9%	25,2%	35,4%	37,6%	39,3%	40,6%	41,0%	42,2%	42,5%	42,7%	42,8%	42,9%	43,0%
ROE adj.	4,1%	3,5%	5,4%	6,4%	7,1%	8,0%	8,0%	8,5%	8,3%	8,2%	8,1%	8,1%	8,2%
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	892,9	1034,1	1201,9	1352,7	1485,5	1542,4	1536,2	1516,2	1496,2	1501,2	1506,2	1511,2	1516,2
D/(D+E)	48,5%	47,4%	49,1%	50,6%	51,1%	50,7%	49,3%	47,9%	46,7%	46,2%	45,8%	45,6%	45,7%
D/E	94,3%	90,0%	96,6%	102,3%	104,6%	103,0%	97,4%	92,1%	87,7%	85,7%	84,5%	84,0%	84,3%
Odstetki / EBIT adj.	42,0%	39,3%	31,5%	31,0%	29,5%	27,1%	26,4%	24,3%	23,7%	23,4%	23,2%	23,1%	22,9%
Dług / Kapitał własny	113,0%	109,9%	117,3%	123,6%	125,8%	123,5%	116,4%	109,6%	104,0%	101,2%	99,5%	98,8%	99,2%
LtV	55,6%	53,4%	54,3%	54,5%	54,0%	53,6%	52,3%	51,2%	50,0%	49,7%	49,4%	49,1%	48,8%
Dług netto	743,1	885,3	1061,5	1255,4	1429,1	1481,6	1464,0	1425,3	1396,6	1381,9	1380,4	1394,4	1426,5
Dług netto / Kapitał własny	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Dług netto / EBITDA adj.	10,5	12,0	10,8	10,1	9,8	8,8	8,3	7,5	7,3	7,1	7,0	7,0	7,1
Dług netto / EBIT adj.	10,6	12,1	10,8	10,1	9,9	8,8	8,4	7,5	7,3	7,2	7,1	7,1	7,2
EV	1761,9	1878,5	2066,9	2260,8	2434,5	2487,0	2469,4	2430,7	2402,1	2387,4	2385,8	2399,9	2431,9
Dług / EV	50,7%	55,0%	58,1%	59,8%	61,0%	62,0%	62,2%	62,4%	62,3%	62,9%	63,1%	63,0%	62,3%
CAPEX / Przychody	77,5%	120,6%	88,1%	118,0%	97,7%	40,4%	9,0%	1,3%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
CAPEX / Amortyzacja	19927,1%	29339,1%	24635,9%	31073,8%	27269,6%	10937,4%	2129,4%	279,9%	245,3%	223,3%	205,1%	191,5%	180,3%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	-4,9%	-12,7%	-1,6%	-3,6%	-4,6%	-3,5%	-2,8%	-1,7%	-1,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	201,3%	194,0%	9,3%	22,4%	37,8%	25,1%	67,9%	22,4%	133,0%	28,6%	31,6%	30,1%	30,9%
Wskaźniki rynkowe*	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S	8,7	8,1	6,8	5,7	5,0	4,3	4,1	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6
P/E adj.	32,3	32,2	19,1	15,0	12,6	10,5	10,0	9,0	8,9	8,7	8,6	8,5	8,4
P/BV adj.	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/CE adj.	5,0	4,5	4,4	5,0	5,8	5,2	4,8	4,2	4,0	3,7	3,6	3,7	4,1
EV/EBITDA adj.	24,9	25,4	21,0	18,1	16,7	14,7	14,0	12,8	12,5	12,3	12,1	12,1	12,1
EV/EBIT adj.	25,1	25,6	21,1	18,2	16,8	14,8	14,1	12,8	12,6	12,4	12,2	12,2	12,2
EV/S	14,6	14,6	13,3	12,2	11,6	10,2	9,7	8,8	8,6	8,5	8,4	8,4	8,4
BVPS	1,6	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1
EPS adj.	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
CEPS adj.	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Dywidenda [mln EUR]	0,0	8,1	9,8	42,7	49,1	56,4	64,9	74,6	85,8	98,7	113,5	130,5	150,1
DPS [EUR]	0,00	0,02	0,02	0,09	0,10	0,12	0,13	0,15	0,18	0,20	0,23	0,27	0,31
Dyield	0,0%	0,8%	0,9%	4,1%	4,7%	5,4%	6,2%	7,1%	8,2%	9,4%	10,8%	12,5%	14,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,33 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
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
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
Akumuluj	10,37	Kupuj	10,48	12.03.2019	08:59 CEST	9,33	59 470
Kupuj	10,48	Kupuj	11,17	04.10.2018	10:30 CEST	8,50	58 788
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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'19*:	, 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	3	27%	0	0%
Akumuluj	1	9%	0	0%
Trzymaj	2	18%	0	0%
Redukuj	5	45%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. 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 (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przyniosącej 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 portfelową 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 12.03.2019 roku (08:59 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.03.2019 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 wyczytane 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 12.03.2019 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.