



Dom Maklerski BDM S.A.

GTC

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 7,33 PLN

02 CZERWCA 2016

Od momentu emisji akcji w 4Q'15 kurs GTC uległ konsolidacji. Uważamy, że w walorach spółki cały czas drzemie potencjał do wzrostu wartości. Przede wszystkim doceniamy reorganizację modelu biznesowego i skupienie się wyłącznie na działalności biurowo-handlowej. Zwracamy uwagę, że po dokonaniu wysokich odpisów w minionych latach i sprzedaży aktywów, które najmocniej obciążały bilans dewelopera (głównie w Rumunii), ryzyko utraty wartości jest mocno ograniczone (poprawie uległo też otoczenie makro, co pozytywnie wpływa na kompresję stóp kapitalizacji). Uważamy również, że prowadzone akwizycje przełożą się na wzrost wartości walorów grupy (GTC unika inwestycji w lokalnych ośrodkach poza Polską), co w połączeniu z planowanym refinansowaniem części zadłużenia powinno umożliwić dalsze zakupy istniejących obiektów. Doceniamy także działania mające na celu obniżenie kosztów SG&A i finansowych, co było już widoczne w 1Q'16. Czynnikiem wspierającym wyniki grupy będzie zapewne otwarcie Galerii Północnej, która jest planowana na 2H'17 (dodatkowym czynnikiem wspierającym kurs akcji GTC byłoby szybsze otrzymanie zgody na budowę Galerii Wilanów; w modelu przyjmujemy, że prace ruszą dopiero w '18). Ponadto, według naszych założeń zanika premia dla wskaźnika P/BV w odniesieniu do innych międzynarodowych deweloperów biurowo-komercyjnych. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się podnieść cenę docelową do 7,33 PLN/akcję, utrzymując jednocześnie zalecenie Akumuluj.

Od kilku kwartałów GTC poprawia marżę brutto w segmencie komercyjnym, co wskazuje na coraz zdrowsze portfolio spółki. Dlatego też, w odróżnieniu od poprzednich lat, nie dostrzegamy ryzyka dokonania odpisów. Uważamy, że większość rynków na południu Europy, na których działa deweloper jest stabilna i nie powinno tam dojść do wzrostu stóp kapitalizacji. Pozytywnie odbieramy również brak ekspozycji na warszawski rynek biurowy, który obecnie wykazuje pustostany w przedziale 12-14% (w kolejnych kwartałach oczekiwany jest dalszy wzrost wskaźnika niewynajętej powierzchni). Sądzymy także, że akwizycje, których dokonuje grupa od 4Q'15 będą dobrym wsparciem dla wyników spółki po ustabilizowaniu miksu najemców. Skokowej poprawy wyników należy spodziewać się po oddaniu do użytku Galerii Północnej (64 tys. mkw. powierzchni użytkowej), która wedle naszych założeń zostanie ukończona w 2H'17. Na posiadanym banku ziemi GTC zamierza jeszcze wybudować centrum handlowe Ada Mall (powierzchnia 30 tys. mkw., szacowany CAPEX ok. 100 mln EUR), biurowiec White House, kolejny etap belgradzkiego projektu Forty-One oraz Galerię Wilanów (w modelu zakładamy, że obiekt zostanie otwarty w 2020 roku). Uważamy także, że po zrefinansowaniu obiektów Pixel i Duna Tower, spółka będzie chciała przeprowadzić dalsze akwizycje (z nakierunkowaniem na Budapeszt i miasta lokalne w Polsce).

Wycena końcowa [PLN]	7,33
Potencjał do wzrostu / spadku	+14,7%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	6,39
Kapitalizacja [mln PLN]	2 940,8
Ilość akcji [mln. szt.]	460,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	7,36
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	6,12
Stopa zwrotu za 3 mc	-8,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	13,1%
Akcjonariat (% głosów):	
Lone Star	60,6%
PZU OFE	10,0%
Aviva OFE	7,2%
Pozostali	22,2%

Adrian Górniak

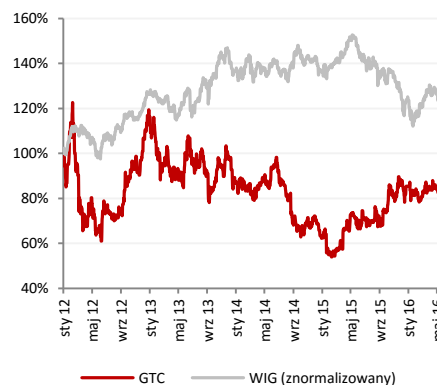
adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln EUR]	124,3	117,4	124,4	137,0	149,9	151,4
EBITDA adj. [mln EUR]	70,6	66,0	75,7	85,8	94,6	95,6
EBIT adj. [mln EUR]	70,1	65,5	75,2	85,2	94,0	94,9
Wynik netto adj. [mln EUR]	22,3	23,8	40,3	45,8	51,7	52,5
P/BV	1,4	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7
P/E adj.	-	28,2	16,7	14,7	13,0	12,8
EV/EBITDA adj.	21,0	18,4	17,3	15,8	14,6	14,5
EV/EBIT adj.	21,1	18,5	17,5	15,9	14,7	14,6
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA NAV	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI ZA 1Q'16.....	9
ZADŁUŻENIE SPÓŁKI	14
PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY	16
OTOCZENIE RYNKOWE	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	23

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny GTC dokonaliśmy w oparciu o metodę sumy części (SOTP) i metodę porównawczą. Uwzględniamy w niej wartość rynkową istniejących obiektów biurowych i handlowych. Pod uwagę bierzemy również wartość pozostałych gruntów pod zabudowę komercyjną oraz wartość zapasów mieszkaniowych (w tym posiadany bank ziemi). Wycena NAV sugeruje wartość 1 waloru na poziomie 7,65 PLN, natomiast metoda porównawcza sugeruje 6,58 PLN za akcję. Metodzie NAV przypisujemy 70% wagi w wycenie końcowej, która sugeruje wartość spółki na poziomie 3 372,2 mln PLN, czyli **7,33 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

		mln PLN	PLN
A	Wycena NAV	3 519,8	7,65
B	Wycena porównawcza	3 027,8	6,58
C = 70% * A + 30% * B	Wycena końcowa	3 372,2	7,33

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W perspektywie '16 oczekujemy dalszej stabilizacji wyników z podstawowej działalności operacyjnej dewelopera. Akwizycje, które GTC przeprowadziło w minionych miesiącach, należy uznać za udane, co powinno mieć przełożenie na wyniki finansowe. Dlatego też oczekujemy, że przychody wzrosną do 124,4 mln EUR, a skorygowana EBITDA podniesie się do 75,7 mln EUR. Po drugie po udanej restrukturyzacji, która została przeprowadzona w '15, nie spodziewamy się, aby deweloper był zmuszony do dokonania odpisów.

W segmencie komercyjnym GTC utrzymuje wysoką, ok. 75%, rentowność brutto na posiadanych obiektach. W przeciwieństwie do wcześniejszych lat nie zakładamy utraty wartości istniejących projektów. W naszej ocenie większość rynków, na których obecnie działa spółka, ustabilizowała się (szczególnie w rejonie SEE) i dostrzegamy szansę do wykazania przeszacowań. In plus oceniamy również małą ekspozycję w segmencie biurowym na rynek warszawski, który boryka się z ogromną nadpodażą nowej powierzchni. Po udanej emisji akcji w 4Q'15, deweloper pozyskał środki, które są przeznaczone na rozbudowie istniejącego portfolio. Do tej pory GTC informowało o nabyciu aktywów w Budapeszcie (Duna Tower), Poznaniu (Pixel) oraz 2 obiektów w Bukareszcie. Nie wykluczamy jednak, że spółka utrzymując wysoką pozycję gotówkową, będzie chciała dalej prowadzić działania akwizycyjne. Skokowej poprawy wyników w segmencie spodziewamy się na przełomie 2017/18, kiedy do użytku zostanie oddana Galeria Północna na Białołęce (ok. 64 tys. mkw. GLA). Odnosząc się do Galerii Wilanów w modelu przyjmujemy, że GTC rozpocznie prace w pod koniec '17 (jest to założenie konserwatywne z racji ryzyka administracyjnego) i uruchomi obiekt dopiero w 2020 roku. Szacowane przez nas NOI dla obu inwestycji wynosi ok. 35-36 mln EUR. Dodatkowo deweloper prowadzi również prace dla 2 etapu biurowca Forty-One w Belgradzie oraz UBP w Łodzi.

Podsumowując, uważamy, że walory GTC są zrównoważonym typem inwestycyjnym. Przede wszystkim doceniamy udaną restrukturyzację portfolio spółki, która została przeprowadzona w ubiegłym roku. Dodając do tego poprawę sytuacji makro na głównych rynkach działalność, nie dostrzegamy ryzyka do kolejnych odpisów księgowych. In plus oceniamy również brak ekspozycji na warszawski rynek biurowy, który musi zmierzyć się z nadmierną podażą nowej powierzchni w nadchodzących kwartałach. Warto podkreślić, że po udanej emisji akcji w 4Q'15, spółka ma duży potencjał do nabywania atrakcyjnych aktywów (do tej pory zakupiono biurowce Pixel, Duna Tower i brakujące udziały w City Gate). W nabytych obiektach dostrzegamy pole do poprawy wskaźników operacyjnych, co również może przełożyć się na dodatnią rewaluację. Motorem do poprawy wyników będzie zapewne oddanie do użytku Galerii Północnej (w modelu przyjmujemy, że zostanie otwarta w '17). Dodatkowo władze GTC prowadzą działania mające na celu obniżenie kosztów SG&A oraz kosztów finansowych (pozytywny efekt widoczny już w 1Q'16). Według naszych założeń spółka jest handlowana z dyskontem na rok 2017 względem podmiotów o zbliżonym profilu działalności. Dlatego też decydujemy się na utrzymanie zalecenia Akumuluj, podnosząc jednocześnie ceną docelową do 7,33 PLN/akcję.

WYCENA NAV

Wyceny NAV dokonaliśmy dla istniejących obiektów handlowych i biurowych na podstawie symulacji *exit yield* oraz prognozowanego NOI dla poszczególnych inwestycji posiadanych przez GTC. W wycenie uwzględniliśmy również projekty, które deweloper zamierza wybudować (Galeria Wilanów, Galeria Białołęka oraz 2 etap biurowca Fourty-One w Belgradzie). Dla pozostałych nieruchomości (projekty mieszkaniowe, posiadany grunt pod zabudowę) przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Wycena NAV sugeruje wycenę GTC na poziomie 803,6mln EUR, co w przeliczeniu na jedną akcję daje 1,75 EUR (7,65 PLN przy kursie 4,38 EUR/PLN).

Wycena spółki metodą NAV (bez emisji)

	Rodzaj Aktywów	Wartość [mln EUR]	Wartość [mln PLN]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]	Komentarz
A = A1 + A2 + A3	Aktywa łącznie	1 422,6	6 230,8	13,54	
A1	Projekty ukończone [mln EUR]	1065,7	4 667,8	10,14	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku/przygotowaniu [mln EUR]	266,7	1 168,1	2,54	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln EUR]	90,1	394,8	0,86	Wartość bilansowa
B	Dług netto [mln EUR]	619,0	2 711,0	5,89	Wartość bilansowa na koniec 1Q'16
C = A - B	Wycena NAV	803,6	3 519,8	7,65	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny:

- W wycenie uwzględniamy wszystkie obiekty z portfolio dewelopera. Zwracamy jednak uwagę, że możliwa jest sprzedaż niektórych projektów, 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.
- Spodziewamy się, że GTC zacznie budowę Galerii Wilanów w 1-2Q'18 (rozpoczęcie budowy opóźnia się ze względu sprzeciwu ze strony władz dzielnic; w modelu zakładamy, że obiekt zostanie oddany do użytku w '20) oraz Galerii Białołęka w '17 (start budowy w 1Q'16).
- Projekty mieszkaniowe, grunty pod planowane inwestycje i aktywa do sprzedaży są wycenione wg wartości księgowej (do przekazania zostało ok. 300 mieszkań, sprzedaż notarialna jest realizowana).
- Pozostałe założenia wyceny zostały przedstawione w tabelach poniżej.

Wrażliwość wyceny NAV na zmianę stawek czynszu i yield

		yield				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
śr. ważony czynsz	12,9	1103,4	1026,2	959,1	900,3	848,2
	-10%	1164,7	1083,2	1012,4	950,3	895,4
	-5%	1226,0	1140,3	1065,7	1000,3	942,5
	0%	1287,3	1197,3	1119,0	1050,3	989,6
	5%	1348,6	1254,3	1172,3	1100,4	1036,7

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]			Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,50%	+0,75%	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
							-0,75%	-0,50%	-0,25%					
Galileo	Polska	Biura	10,3	13,0	1,5	7,0%	23,9	23,0	22,1	21,3	20,6	19,9	19,3	0,20
Globis Poznań	Polska	Biura	13,9	13,5	2,1	7,0%	33,5	32,2	31,0	29,9	28,9	27,9	27,0	0,28
Newton	Polska	Biura	10,5	9,9	1,2	7,0%	18,5	17,8	17,2	16,5	16,0	15,4	14,9	0,16
Edison	Polska	Biura	10,4	14,0	1,6	7,0%	26,0	25,0	24,1	23,2	22,4	21,7	21,0	0,22
Nothus	Polska	Biura	9,1	12,6	1,3	7,0%	20,6	19,8	19,0	18,4	17,7	17,1	16,6	0,17
Zephyrus	Polska	Biura	9,1	13,0	1,3	7,0%	21,2	20,4	19,6	18,9	18,3	17,7	17,1	0,18
Globis Wrocław	Polska	Biura	15,4	13,3	2,3	7,0%	36,6	35,2	33,9	32,7	31,5	30,5	29,5	0,31
University Business Park	Polska	Biura	18,4	10,5	2,2	7,0%	34,5	33,2	31,9	30,8	29,7	28,7	27,8	0,29
Francuska Office Centre	Polska	Biura	21,0	9,2	2,2	7,0%	34,5	33,2	31,9	30,8	29,7	28,7	27,8	0,29
Pascal	Polska	Biura	5,5	12,2	0,7	7,0%	12,0	11,5	11,1	10,7	10,3	10,0	9,7	0,10
Corius	Polska	Biura	9,0	9,3	0,9	7,0%	14,9	14,4	13,8	13,3	12,9	12,5	12,1	0,13
Pixel	Polska	Biura	14,5	15,0	2,4	7,0%	38,8	37,3	36,0	34,7	33,5	32,4	31,3	0,33
Jurajska	Polska	Galeria	49,0	21,1	11,3	7,5%	167,3	161,3	155,7	150,5	145,7	141,1	136,9	1,43
Center Point I & II	Węgry	Biura	42,4	13,1	6,0	7,9%	83,8	81,0	78,3	75,9	73,5	71,4	69,3	0,72
Spiral I & II	Węgry	Biura	31,8	11,8	4,1	7,9%	56,7	54,8	53,0	51,3	49,7	48,2	46,9	0,49
Metro	Węgry	Biura	15,8	11,6	2,0	7,9%	27,7	26,7	25,9	25,1	24,3	23,6	22,9	0,24
Duna Tower	Węgry	Biura	31,5	12,3	4,2	7,7%	60,2	58,1	56,2	54,3	52,6	51,0	49,5	0,52
GTC House	Serbia	Biura	13,7	15,2	2,2	8,5%	29,0	28,1	27,3	26,5	25,7	25,0	24,3	0,25
Avenue 19	Serbia	Biura	17,5	15,0	2,8	8,5%	36,6	35,5	34,4	33,4	32,4	31,5	30,7	0,32
GTC Square	Serbia	Biura	22,1	11,4	2,7	8,5%	35,1	34,0	33,0	32,0	31,1	30,2	29,4	0,30
Forty-One	Serbia	Biura	10,3	14,1	1,7	8,5%	21,4	20,7	20,1	19,5	18,9	18,4	17,9	0,19
Avenue Mall	Chorwacja	Biura	4,9	14,0	0,7	8,5%	9,7	9,4	9,1	8,8	8,6	8,3	8,1	0,08
Avenue Mall Zagrzeb	Chorwacja	Galeria	25,2	19,0	5,2	8,1%	70,4	68,0	65,9	63,8	61,9	60,1	58,4	0,61
City Gate	Rumunia	Biura	48,0	19,0	10,4	7,5%	154,0	148,5	143,4	138,6	134,2	130,0	126,0	1,32
Arad	Rumunia	Galeria	33,6	2,5	0,9	9,5%	9,8	9,5	9,3	9,0	8,8	8,6	8,4	0,09
Piatra Neamt	Rumunia	Galeria	12,8	2,1	0,3	9,5%	3,1	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7	0,03
Stara Zagora	Bułgaria	Galeria	18,6	8,5	1,7	9,0%	20,7	20,1	19,5	19,0	18,5	18,0	17,5	0,18
Burgas	Bułgaria	Galeria	29,6	6,7	2,1	9,0%	26,0	25,2	24,5	23,8	23,2	22,5	22,0	0,23
Prague Marina Office Centre	Czechy	Biura	3,8	4,8	0,2	8,0%	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,0	0,02
Harfa Office	Czechy	Biura	6,7	6,4	0,4	7,3%	6,3	6,1	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1	0,05
Harfa	Czechy	Galeria	13,1	20,5	3,0	7,1%	47,1	45,3	43,7	42,1	40,7	39,3	38,1	0,40
Suma/średnia ważona			577,6	12,9	81,5	7,6%	1182,4	1140,7	1101,9	1065,7	1031,8	1000,0	970,1	10,14
Odchylenie MV w analizie wrażliwości							10,9%	7,0%	3,4%	0,0%	-3,2%	-6,2%	-9,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Położenie	Typ	GLA [tys. m ²]	Czynsz netto [EUR/m ²]	NOI [mln EUR]	Yield	MV [mln EUR]	Szacowany CAPEX [mln EUR]**	MV - CAPEX [mln EUR]	Zdyskontowana wartość MV - CAPEX [mln EUR]	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Galeria Wilanów	Polska	galeria	61,0	25,0	16,8	7,3%	232,2	144,0	88,2	67,2	0,64
Galeria Białoleka	Polska	galeria	64,0	25,0	17,7	6,3%	282,6	70,0	212,6	194,9	1,86
Forty One, e. 2	Serbia	biuro	7,5	14,1	1,2	8,5%	14,2	9,7	4,5	4,5	0,04
Suma/średnia			132,5	21,4	35,7	7,3%	529,0	223,7	305,3	266,7	2,54

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

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	BV [mln EUR]	BV z dyskontem [mln EUR]*	Wartość na 1 akcję [PLN/akcję]
Grunty pod zabudowę	55,6	38,9	0,37
Non-core	29,8	20,8	0,20
Projekty w fazie planowania	43,5	30,4	0,29
Razem	128,8	90,1	0,86

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *przyjmujemy 30% dyskonto

WYCENA PORÓWNAWCZA

W naszej wycenie uwzględniamy metodę porównawczą. Została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-17 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej (zaprezentowaliśmy podmioty krajowe i zagraniczne). Wyceny dokonaliśmy na podstawie wskaźnika P/BV na lata 2016-17, który w naszym odczuciu najlepiej odzwierciedla wartość deweloperów komercyjnych. Wartość 1 akcji wynosi 6,58 PLN.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln EUR	EUR
A	Wycena końcowa [EUR]	691,3	1,50
	Kurs EUR/PLN		4,38
B	Wycena końcowa [PLN]	3 027,8	6,58

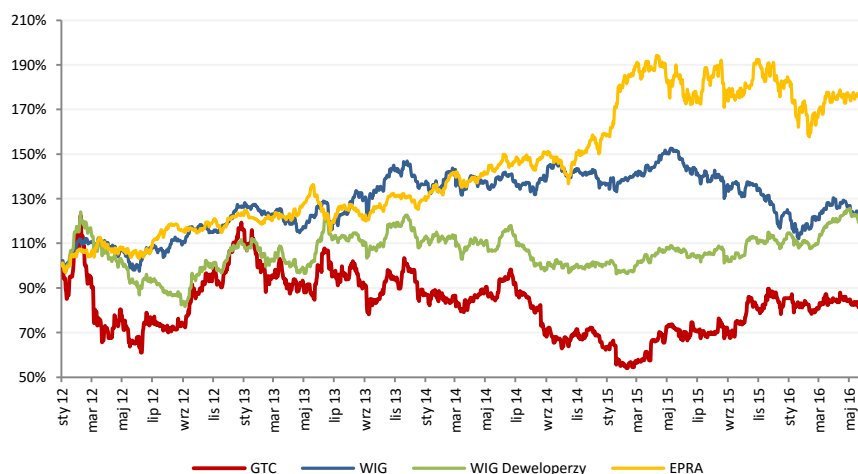
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wycena porównawcza deweloperów komercyjnych

	P/BV	
	2016	2017
Echo Investment	0,8	0,8
Klepierre	10,7	6,6
Unibail-Rodamco	1,3	1,2
Atrium European RE	0,7	0,7
CA Immobilien Anlagen	0,7	0,7
Deutsche Euroshop	1,2	1,1
Hammerson	0,8	0,7
Castellum	1,0	1,0
Mediana	0,9	0,9
GTC	1,0	0,8
Premia/dyskonto	4,5%	-11,4%
Wycena wg wskaźnika	1,38	1,63
Waga roku	50%	50%
Wycena 1 akcji [EUR]	1,50	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

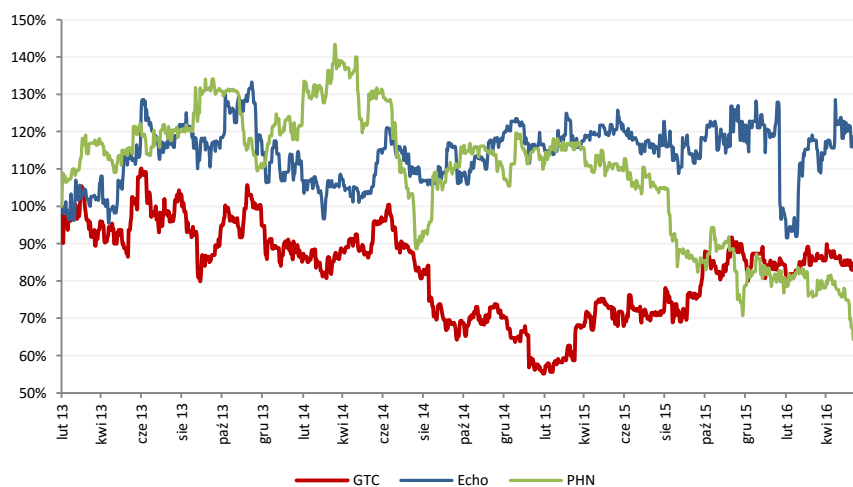
Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

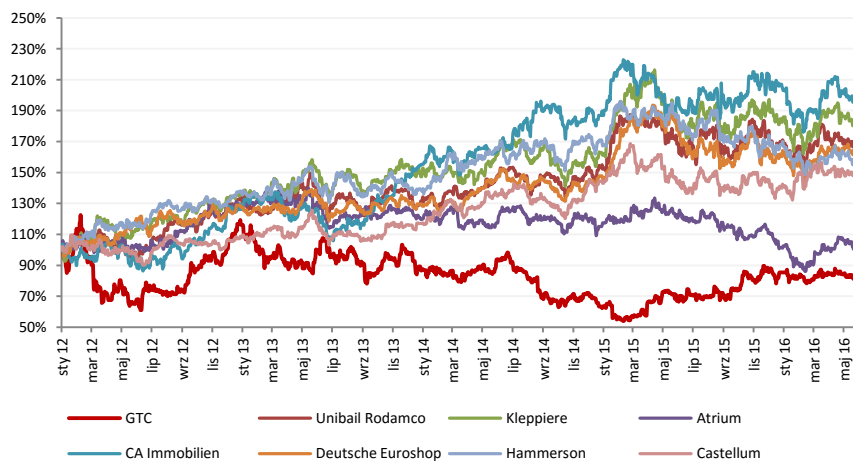
Zachowanie kursu na tle Echo



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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zachowanie kursu GTC na tle deweloperów zagranicznych



Odpisy, których dokonywało GTC skutkowało także słabością kursu na tle podmiotów 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 (zakładamy, że deweloper będzie w stanie zacząć budowę w '18).

▪ Ryzyko kredytowe

Deweloperzy komercyjni są zmuszeni do finansowania budowanych projektów ze środków zewnętrznych. Obecnie GTC posiada 762 mln EUR długu. Prowadzony model biznesowy polega na utrzymaniu w długim terminie LtV brutto na poziomie 55-60% i zakłada refinansowanie posiadanych projektów. Drugim aspektem ryzyka kredytowego jest złamanie kowenantów zapisanych w umowach z wierzycielami (taka sytuacja miała miejsce pod koniec '14, kiedy deweloper dokonał znaczących odpisów na portfolio i był zmuszony do sprzedaży części inwestycji).

▪ Wahania kursów walut

GTC wykazuje jako walutę nominalną EUR, dzięki czemu unika niekorzystnych różnic kursowych. Osłabienie EUR w relacji do PLN powoduje jedynie nieznaczny wzrost strat z tyt. różnic kursowych (w walucie PLN denominowane są jedynie 2 serie obligacji, które zapadają w '18).

▪ Nasycenie powierzchnią handlową

Dużym zagrożeniem dla osiągnięcia sukcesu nowootwieranych galerii handlowych i biur jest nasycenie powierzchnią handlową oraz spadek footfall. Według danych JLL rynek warszawski jest jednym z najmniej nasyconych stołecznych rynków w Europie, co w perspektywie budowy i otwarcia dwóch dużych obiektów, jest dobrym prognostykiem. Z drugiej strony w Warszawie rośnie wskaźnik pustostanów związany z dużą podażą nowej powierzchni biurowej.

WYNIKI ZA 1Q'16

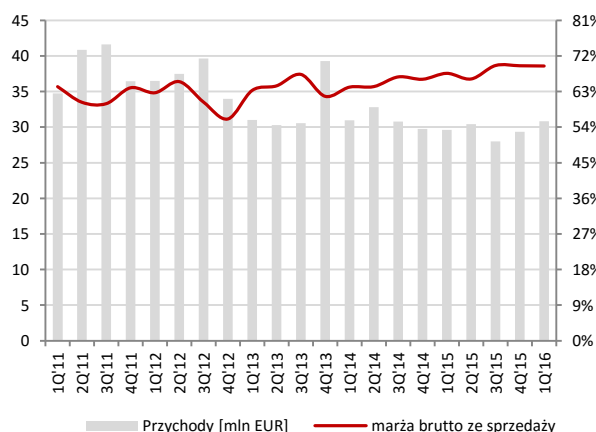
Wyniki 1Q'16 okazały się dobre w wykonaniu GTC. Przychody ze sprzedaży wzrosły do 30,8 mln EUR, co jest pozytywnym efektem wzrostu w segmencie mieszkaniowym. Poprawie uległa również marża brutto, która wyniosła 69,5% (+1,9 p.p. r/r). Warto zwrócić uwagę, że deweloper dokonał przeszacowań portfolio w wys. 7,4 mln EUR (już drugi kwartał z rzędu), co pozwoliło na wzrost skonsolidowanej EBITDA do 25,2 mln EUR. Na poziomie netto spółka zaraportowała 16,3 mln EUR zysku (po oczyszczeniu o rewaluację i różnice kursowe ok. 8,6 mln EUR). Podkreślamy, że jest to kolejny kwartał, w którym GTC poprawia oczyszczone wyniki netto. Dodatkowo pozytywne trendy dotyczą także wskaźników zadłużenia – LtV netto (relacja zadłużenia netto do wartości nieruchomości) wyniosła na koniec 1Q'16 ok. 45,8% , co implikuje spadek r/r o ponad 20 p.p. (jest to m.in. efekt przeprowadzonej w 2H'15 emisji akcji; środki są przeznaczone na akwizycję obiektów biurowych).

Wyniki skonsolidowane GTC [mln EUR]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	31,0	32,8	30,8	29,8	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8
Wynik brutto ze sprzedaży	19,9	21,1	20,5	19,7	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4
EBITDA	15,0	-47,7	18,4	-109,5	17,2	15,4	15,5	44,0	25,2
EBITDA adj.*	16,9	17,7	19,4	16,6	17,6	16,9	15,9	15,5	17,8
EBIT	14,9	-47,8	18,3	-109,7	17,1	15,3	15,4	43,8	25,1
EBIT adj.*	16,8	17,6	19,2	16,4	17,5	16,8	15,8	15,4	17,7
Wynik netto	-1,8	-70,1	4,6	-140,1	7,9	-1,8	10,8	26,8	16,3
Wynik netto adj.**	1,0	-3,8	5,4	-15,4	11,7	-2,2	9,8	-3,3	8,6
marża brutto ze sprzedaży	64,1%	64,3%	66,7%	66,1%	67,6%	66,2%	69,6%	69,5%	69,5%
marża EBITDA adj.	54,6%	54,1%	62,9%	55,7%	59,5%	55,5%	57,0%	52,9%	57,8%
marża EBIT adj.	54,4%	53,7%	62,4%	55,2%	59,1%	55,1%	56,6%	52,4%	57,4%
marża netto adj.	3,2%	-	17,4%	-	39,5%	-	34,9%	-	27,9%
Odpisy	-2,0	-65,4	-0,9	-126,1	-0,4	-1,4	-0,4	28,5	7,4
Różnice kursowe	-0,8	-0,9	0,2	1,4	-3,5	1,8	1,4	1,6	0,3

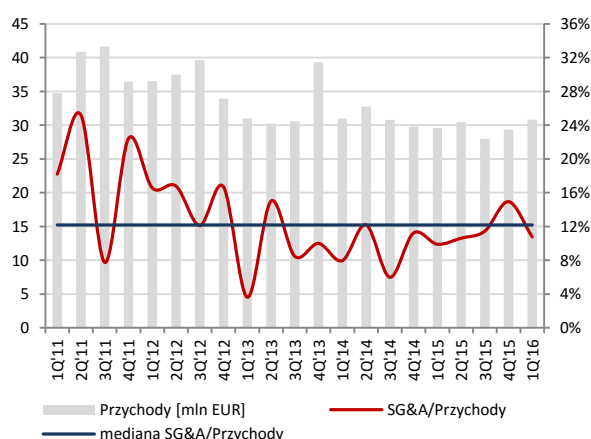
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka; * wyniki skorygowane o wartość odpisów; ** korekta o rewaluację portfolio i różnice kursowe

Przychody ze sprzedaży [mln EUR] i marża brutto



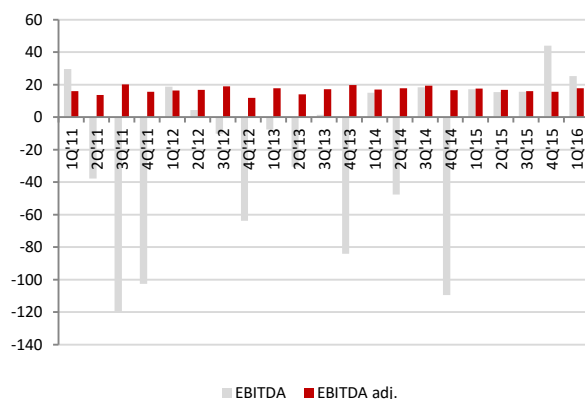
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

SG&A vs przychody ze sprzedaży [mln EUR]



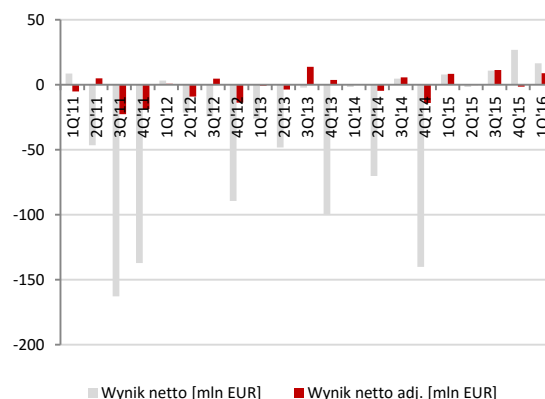
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

EBITDA i EBITDA adj. o odpisy [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wynik netto i wynik netto adj. [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki wg segmentów działalności

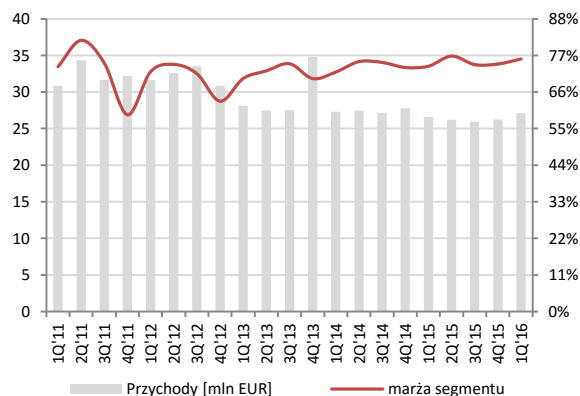
W segmencie komercyjnym GTC wypracowało 27,1 mln EUR przychodów, z czego z wpływów z tyt. czynszu pochodzi 20,6 mln EUR (+3% r/r). Warto zwrócić uwagę, że wzrost z najmu został osiągnięty pomimo sprzedaży części obiektów w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji (w portfolio pojawiły się natomiast biurowce Forty-One oraz poznański Pixel), co wskazuje na poprawę wskaźników wynajmu i lepszych stawek czynszu. Dużej poprawie uległa rentowność brutto, która podniosła się do 75,9% (+2,2 p.p. r/r). W przypadku działalności mieszkaniowej deweloper osiągnął 3,7 mln EUR przychodów, realizując jednocześnie marżę w wys. 22,2% (+9,0 p.p. r/r).

Wyniki historyczne segmentów [mln EUR]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16
Przychody	31,0	32,8	30,8	29,8	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8
obiekty komercyjne	27,3	27,4	27,1	27,8	26,6	26,2	25,9	26,2	27,1
mieszkania	3,7	5,4	3,6	2,0	3,0	4,2	2,0	3,1	3,7
Wynik brutto segmentu	19,9	21,1	20,5	19,7	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4
obiekty komercyjne	19,6	20,6	20,3	20,4	19,6	20,1	19,2	19,5	20,6
mieszkania	0,2	0,5	0,2	-0,7	0,4	0,0	0,2	0,9	0,8
marża brutto ze sprzedaży	64,1%	64,3%	66,7%	66,1%	67,6%	66,2%	69,6%	69,4%	69,5%
obiekty komercyjne	72,0%	75,1%	74,9%	73,3%	73,7%	76,8%	74,2%	74,4%	75,9%
mieszkania	6,0%	8,8%	5,8%	-	13,2%	0,5%	10,9%	27,5%	22,2%

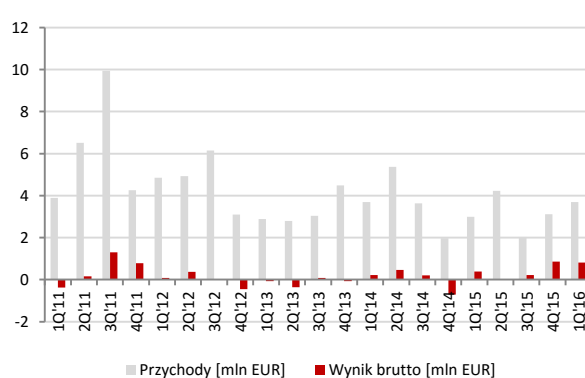
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki segmentu najmu



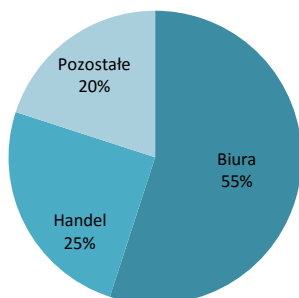
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki brutto segmentu mieszkaniowego



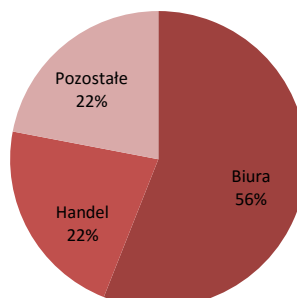
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Portfolio spółki wg segmentów na koniec 4Q'14...



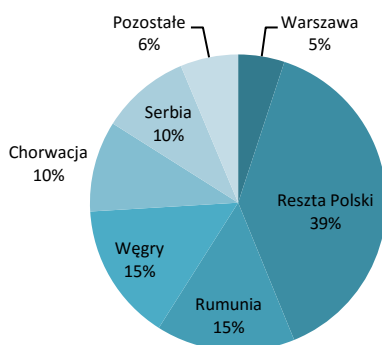
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 1Q'16



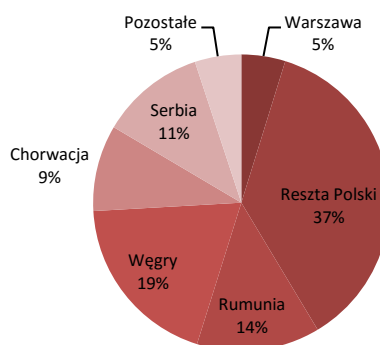
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aktywa generujące przychód wg BV na koniec 4Q'14...



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

...i na koniec 1Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Najważniejsze aktywa w portfolio

Obiekt	Typ aktywa	Lokalizacja	BV [mln EUR]			Czynsz [EUR/mkw/m-c]			Obłożenie [%]		
			2014	2015	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r	2014	2015	zmiana r/r
Galeria Jurańska	Handel	Polska	150	150	0	20,8	19,6	-1,2	86%	90%	4%
City Gate	Biura	Rumunia	148	146	-2	19,5	19,0	-0,5	93%	93%	0%
Avenue Mall Zagrzeb	Handel	Chorwacja	102	102	0	20,5	20,0	-0,5	96%	97%	1%
Centerpoint I & II	Biura	Węgry	79	79	0	12,7	12,5	-0,2	92%	98%	6%
Spiral	Biura	Węgry	48	49	1	10,4	10,5	0,1	92%	100%	8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

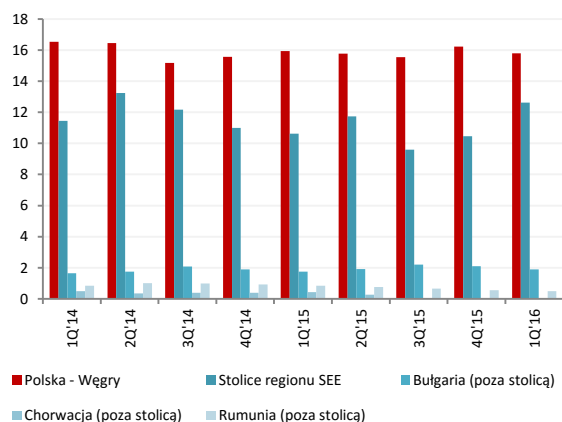
Zdecydowany udział w przychodach grupy stanowi region Polska-Węgry, który generuje ponad 50% łącznych przychodów GTC. W 1Q'16 deweloper uzyskał 15,8 mln EUR wpływów z obu segmentów działalności (z czego zdecydowana większość należała do wynajmu). Warto także podkreślić, że region cechuje się największą stabilnością w ujęciu marżowym (średnia rentowność wynosi ok. 76%).

Drugą największą dywizją geograficzną jest obszar stolic państw Europy Południowo-Wschodniej. W minionych kwartałach generował on po ok. 8-9 mln EUR przychodów z tyt. wynajmu (do tego dochodzi działalność mieszkaniowa). Długoterminowa rentowność segmentu wynosi ok. 60%. Pozostałe rynki to głównie miasta regionalne. W 1Q'16 wypracowały one ok. 2,4 mln EUR wpływów z czynszów. Wielkość ta spada od dłuższego czasu, co jest efektem sprzedaży części obiektów, które w przeszłości najmocniej obciążały rachunek wyników GTC odpisami z tyt. utraty wartości (dotyczy to głównie Rumunii i Bułgarii).

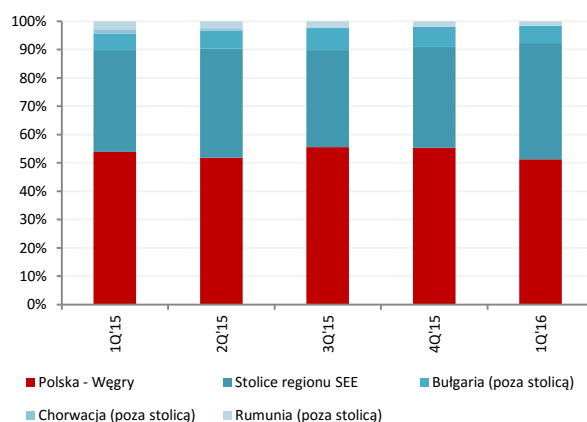
Dla działalności GTC marginalny pozostaje wpływ segmentu mieszkaniowego. Łączne przychody ze sprzedaży segmentu w 1Q'16 wyniosły 3,7 mln EUR, z czego zdecydowana większość została wypracowana z przekazania lokali w Rumunii i Bułgarii. Zwracamy uwagę, że w 4Q'15 i 1Q'16 znacznej poprawie uległa marża brutto oddawanych lokali, jednak w dłuższym terminie mieści się ona w przedziale 13-15%. Warto także mieć na względzie, że zarząd spółki zakomunikował kilka miesięcy temu, że zamierza całkowicie zrezygnować z działalności mieszkaniowej i skupić się segmencie biurowo-komercyjnym. Na ostatniej

konferencji wynikowej władze zaznaczyły, że w momencie dobrej koniunktury GTC będzie chciało wykorzystać posiadany bank ziemi (wartość księgowa wynosi 2,9 mln EUR).

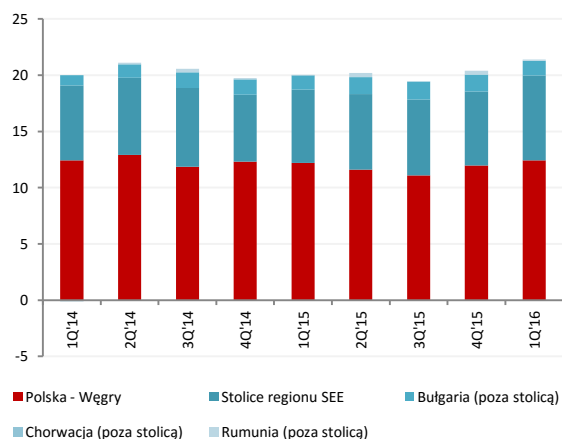
Przychody wg regionów [mln EUR]



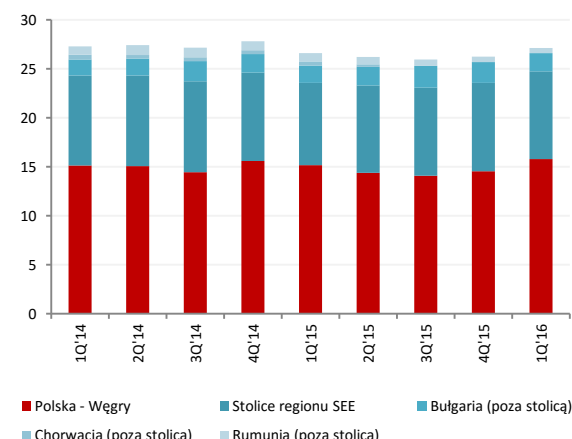
Udział segmentów w strukturze przychodów



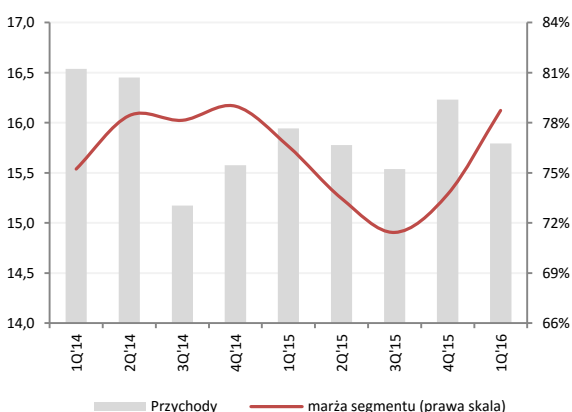
Wyniki zbiorcze segmentów



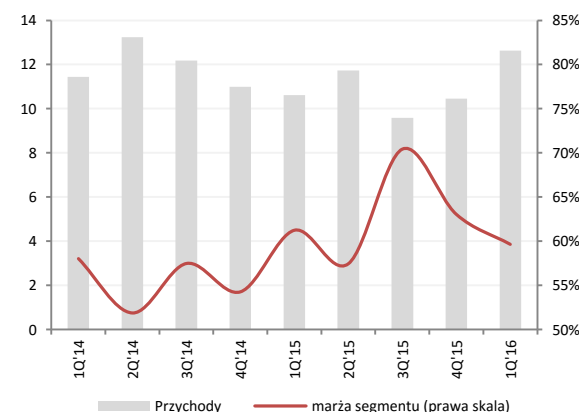
Przychody w segmencie „Komercja”



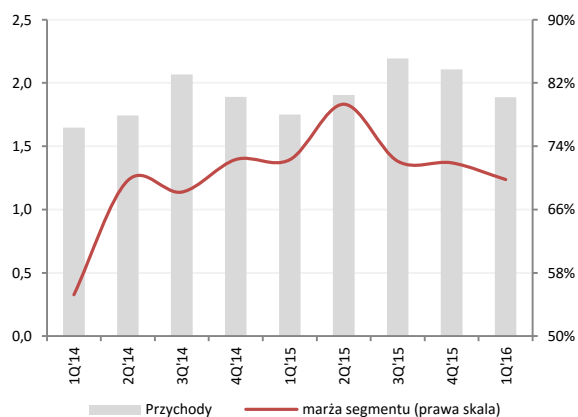
Wyniki segmentu Polska-Węgry



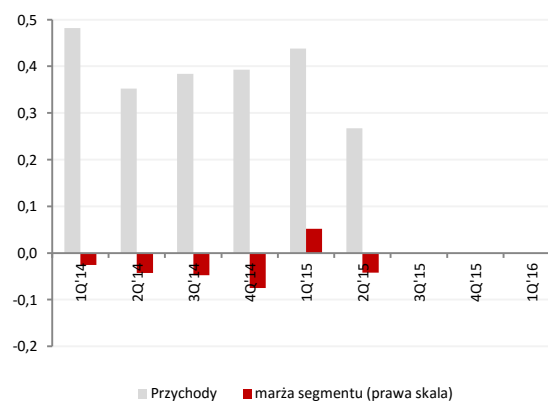
Wyniki segmentu Stolice regionu SEE



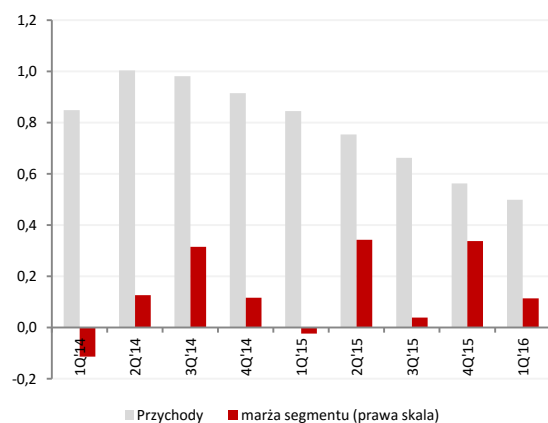
Wyniki segmentu Bułgaria (miasta regionalne)



Wyniki segmentu Chorwacja (miasta regionalne)



Wyniki segmentu Rumunia (miasta regionalne)

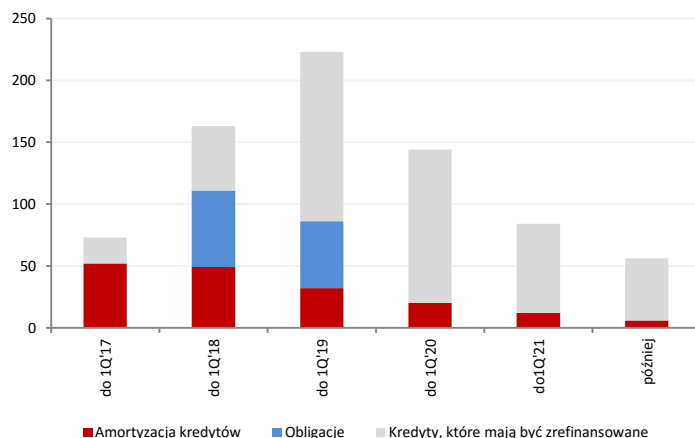


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZADŁUŻENIE SPÓŁKI

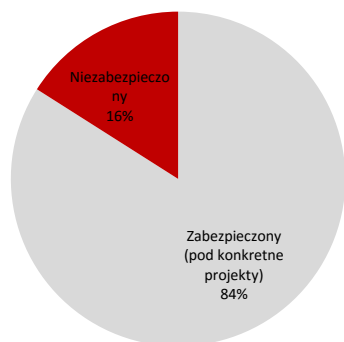
Na koniec 1Q'16 zadłużenie spółki wynosiło 762 mln EUR. Składają się na to kredyty o wartości 650 mln EUR oraz obligacje o wartości niemal 112,0 mln EUR. Zdecydowana większość kredytów jest zabezpieczona hipoteką na poszczególne projekty inwestycyjne (ok. 84%). Warto zaznaczyć, że blisko 63% długu zostało zaciągnięte ze stałym oprocentowaniem. Dodatkowo aż 81% 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 1Q'16 LtV netto wynosiło 45,8% (w ujęciu brutto było to 56,4%).

Harmonogram spłat w kolejnych latach

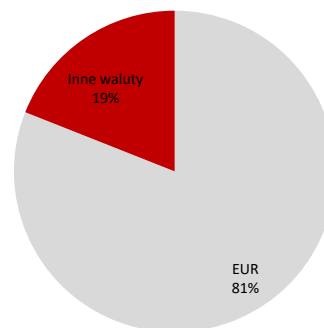


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

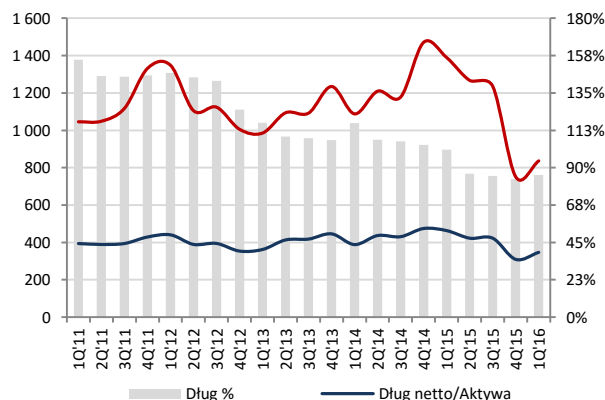
Zabezpieczenie zadłużenia GTC



Waluta zadłużenia GTC

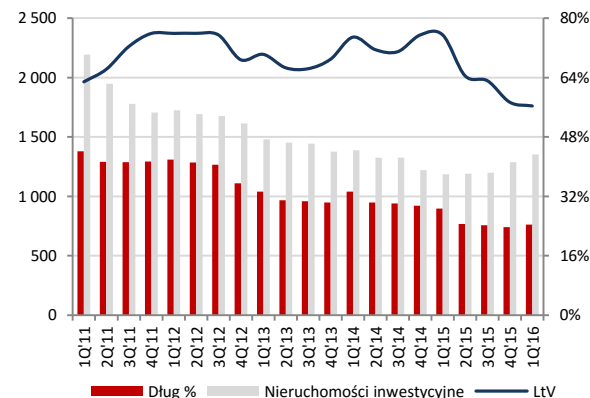


Dług netto/aktywa i dług netto/kapitał własny



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV nieruchomości inwestycyjnych



Przeznaczenie kredytów

Typ	Projekt	Kraj	Wartość [mln EUR]
Kredyt	Globis Poznań	Polska	14,3
Kredyt	Korona Business Park	Polska	42,0
Kredyt	Pixel	Polska	22,4
Kredyt	Pixel VAT	Polska	7,8
Kredyt	Globis Wrocław	Polska	24,5
Kredyt	Notus	Polska	11,4
Kredyt	Zephyrus	Polska	11,4
Kredyt	Corius	Polska	11,8
Kredyt	Galeria Północna	Polska	14,1
Kredyt	Galeria Jurajska	Polska	97,2
Kredyt	UBP	Polska	18,5
Kredyt	Francuska	Polska	23,6
Kredyt	Centre Point I	Węgry	18,0
Kredyt	Centre Point II	Węgry	21,8
Kredyt	Metro	Węgry	18,4
Kredyt	Spiral	Węgry	26,7
Kredyt	White House	Węgry	2,6
Kredyt	Sasad	Węgry	8,3
Kredyt	GTC House	Serbia	9,5
Kredyt	19 Avenue	Serbia	21,6
Kredyt	GTC Square	Serbia	13,3
Kredyt	Forty One 1	Serbia	9,5
Kredyt	Citygate	Rumunia	86,0
Kredyt	Piatra Neamt	Rumunia	4,4
Kredyt	Arad	Rumunia	21,1
Kredyt	AMZ	Rumunia	20,1
Kredyt	Stara Zagora	Bułgaria	12,1
Kredyt	Burgas	Bułgaria	22,7
Pożyczki	Spółki zależne i współzależne	-	24,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przeznaczenie i zapadalność obligacji [mln EUR]

Typ	Cel	Wartość	Data wykupu
Obligacje	Refinansowanie obligacji zapadających w 2Q'14	47,0	2017-18
Obligacje	Refinansowanie obligacji	70,6	2018-19

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2016 I KOLEJNE OKRESY

W 2Q'16 oczekujemy dalszej stabilizacji wyników finansowych GTC. Według naszych założeń przychody ze sprzedaży powinny wzrosnąć do 30,6 mln EUR. Symboliczna poprawa wyniku z jednej strony ze sprzedaży części obiektów (m.in. Rumunia, Chorwacja i Bułgaria), a z drugiej z poprawy obłożenia i nabycia projektów w Budapeszcie (Duna Tower) oraz w Poznaniu (Pixel) i otwarciu pierwszego etapu inwestycji Forty-One w Belgradzie. Liczymy, że dzięki mniejszemu udziałowi segmentu mieszkaniowego skonsolidowana marża brutto ze sprzedaży podniesie się do 74-75%. Jednocześnie nie zakładamy, aby deweloper dokonał znaczącej rewaluacji posiadanego portfolio. Estymujemy, że oczyszczona EBITDA w okresie zwiększy się do 19,3 mln EUR, a zysk netto powinien wzrosnąć do 10,7 mln EUR.

W perspektywie całorocznej zwracamy uwagę na 2 podstawowe fakty. Przede wszystkim rok 2016 powinien okazać kolejnym spokojnym rokiem, bez negatywnych zaskoczeń i ze stabilizacją oczyszczonych marż. Dlatego też oczekujemy, że przychody wzrosną do 124,4 mln EUR, a zadjustowana EBITDA podniesie się do 75,7 mln EUR. Po drugiej po udanej restrukturyzacji, która została przeprowadzona w '15, nie spodziewamy się, aby deweloper był zmuszony do dokonania odpisów.

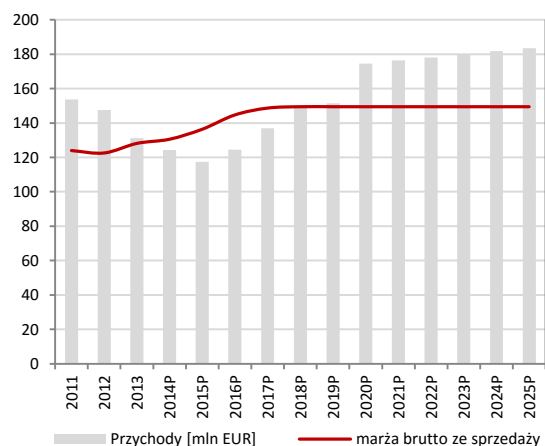
W segmencie komercyjnym GTC utrzymuje wysoką, ok. 75%, rentowność brutto na posiadanych obiektach. W przeciwieństwie do wcześniejszych lat nie zakładamy utraty wartości istniejących projektów. W naszej ocenie większość rynków, na których obecnie działa spółka, ustabilizowała się (szczególnie w rejonie SEE) i dostrzegamy szansę do małych przeszacowań. In plus oceniamy również małą ekspozycję w segmencie biurowym na rynek warszawski, który boryka się z ogromną nadpodażą nowej powierzchni. Po udanej emisji akcji w 4Q'15, deweloper pozyskał środki, które są przeznaczone na rozbudowie istniejącego portfolio. Do tej pory GTC informowało o nabyciu aktywów w Budapeszcie (Duna Tower), Poznaniu (Pixel) oraz 2 obiektów w Bukareszcie. Nie wykluczamy jednak, że spółka utrzymując wysoką pozycję gotówkową, będzie chciała dalej prowadzić działania akwizycyjne. Skokowej poprawy wyników w segmencie spodziewamy się na przełomie 2017/18, kiedy do użytku zostanie oddana Galeria Północna na Białołęce (ok. 64 tys. mkw. GLA). Odnosząc się do Galerii Wilanów w modelu przyjmujemy, że GTC rozpocznie prace w pod koniec '17 (jest to założenie konserwatywne z racji ryzyka administracyjnego) i uruchomi obiekt dopiero w 2020 roku. Szacowane przez nas NOI dla obu inwestycji wynosi ok. 35-36 mln EUR. Dodatkowo deweloper prowadzi również prace dla 2 etapu biurowca Forty-One w Belgradzie oraz UBP w Łodzi.

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

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Przychody	29,6	30,4	28,0	29,4	30,8	30,6	31,1	32,0	131,1	124,3	117,4	124,4	137,0	149,9
Wynik brutto ze sprzedaży	20,0	20,1	19,5	20,4	21,4	22,9	22,5	23,3	84,0	81,1	80,0	90,1	101,8	112,1
EBITDA	17,2	15,4	15,5	44,0	25,2	19,3	19,6	18,9	-121,0	-123,8	92,2	83,1	228,3	109,9
EBITDA oczyszczona	17,6	16,9	15,9	15,5	17,8	19,3	19,6	19,0	68,7	70,6	66,0	75,7	85,8	94,6
EBIT	17,1	15,3	15,4	43,8	25,1	19,2	19,5	18,8	-121,4	-124,3	91,7	82,6	227,7	109,3
EBIT oczyszczony	17,5	16,8	15,8	15,4	17,7	19,2	19,5	18,8	68,3	70,1	65,5	75,2	85,2	94,0
Wynik netto	7,9	-1,8	10,8	26,8	16,3	10,7	10,8	9,9	-176,8	-207,4	43,6	47,7	166,5	66,4
Wynik netto oczyszczony	8,2	-0,4	11,2	-1,6	8,9	10,2	10,3	9,5	18,4	22,3	29,3	39,3	44,6	50,5
marża brutto ze sprzedaży	67,6%	66,2%	69,6%	69,5%	69,5%	74,9%	72,4%	72,7%	64,1%	65,3%	68,2%	72,4%	74,4%	74,8%
marża EBITDA (oczyszczona)	59,5%	55,5%	57,0%	52,9%	57,8%	63,2%	63,2%	59,3%	52,4%	56,8%	56,2%	60,8%	62,6%	63,1%
marża EBIT (oczyszczona)	59,1%	55,1%	56,6%	52,4%	57,4%	62,8%	62,8%	58,8%	52,1%	56,4%	55,8%	60,4%	62,2%	62,7%
marża netto (oczyszczona)	27,9%	-1,2%	39,9%	-5,6%	28,9%	33,4%	33,3%	29,7%	14,0%	18,0%	24,9%	31,6%	32,6%	33,7%
Segment wynajmu														
Przychody	26,6	26,2	25,9	26,2	27,1	29,8	30,3	31,3	117,9	109,6	105,0	122,0	136,2	149,9
z tyt. czynszu	20,0	20,2	19,9	19,5	20,6	23,0	23,3	23,3	90,4	84,4	79,6	92,5	103,3	113,7
usługi dodatkowe	6,6	6,0	6,0	6,7	6,5	6,8	7,1	8,0	27,5	25,2	25,4	29,5	32,9	36,2
NOI	20,0	20,2	19,9	19,5	20,6	23,0	23,3	23,3	90,4	84,4	79,6	92,5	103,3	113,7
Wynik brutto	19,6	20,1	19,2	19,5	20,6	22,9	22,5	23,3	84,4	80,9	78,5	91,2	101,8	112,1
marża brutto segmentu	73,7%	76,8%	74,2%	74,4%	75,9%	76,8%	74,2%	74,4%	71,6%	73,8%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%
Zobowiązania % [mln PLN]	896,1	767,5	756,5	739,1	761,6	779,6	797,6	815,6	948,6	922,2	739,1	815,6	921,0	963,0
Nieruchomości inwestycyjne [mln PLN]	1186,2	1189,8	1197,7	1288,5	1351,1	1369,1	1387,1	1405,1	1375,7	1221,3	1288,5	1405,1	1618,0	1705,2
LTV	75,5%	64,5%	63,2%	57,4%	56,4%	56,9%	57,5%	58,1%	69,0%	75,5%	57,4%	58,1%	56,9%	56,5%
Segment mieszkaniowy														
Przychody	3,0	4,2	2,0	3,1	3,7	0,7	0,7	0,7	13,2	14,6	12,4	5,9	0,7	0,0
Wynik brutto ze sprzedaży	0,4	0,0	0,2	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	1,5	0,8	0,0	0,0
marża brutto	13,2%	0,5%	10,9%	27,5%	22,2%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	1,3%	12,1%	13,9%	0,0%	-

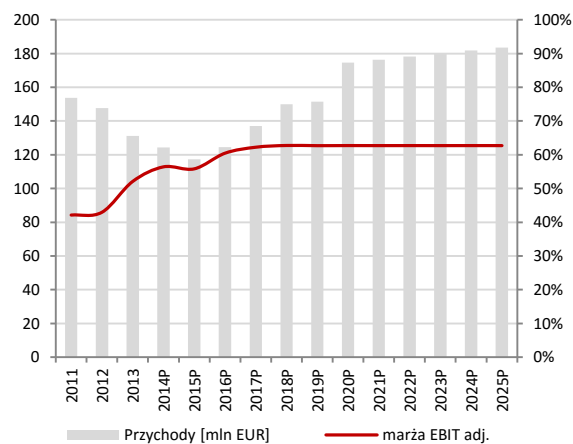
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża brutto ze sprzedaży



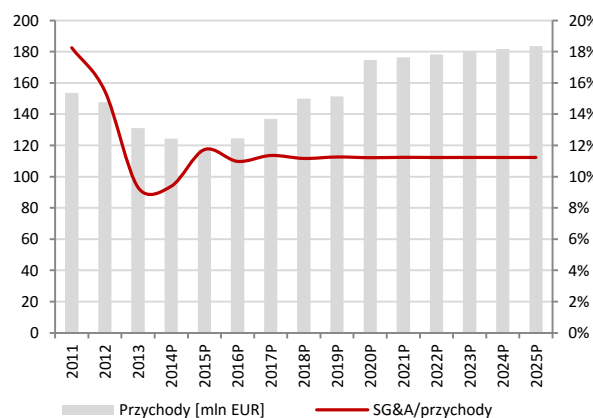
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln EUR] i marża EBIT



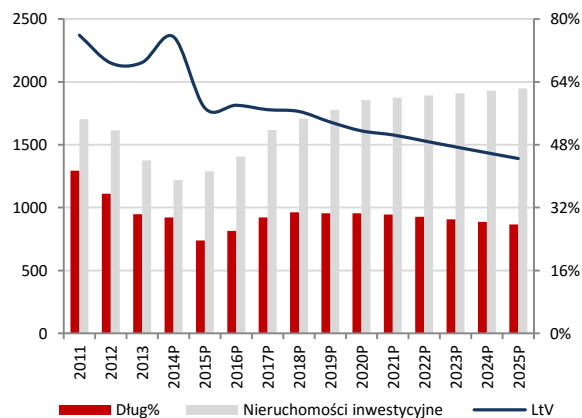
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody vs SG&A



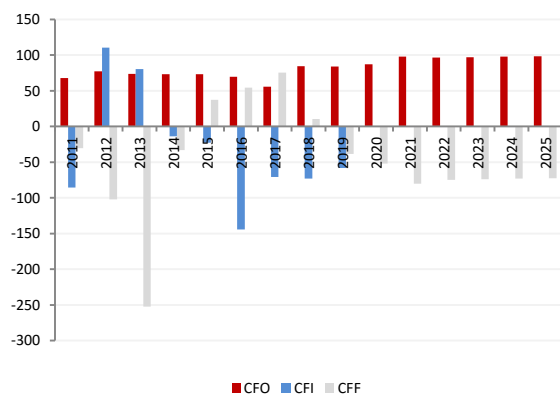
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

LtV nieruchomości inwestycyjnych



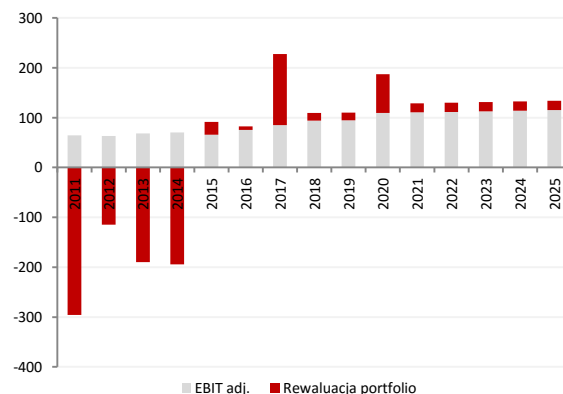
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przepływy pieniężne [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dekompozycja EBIT raportowanego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

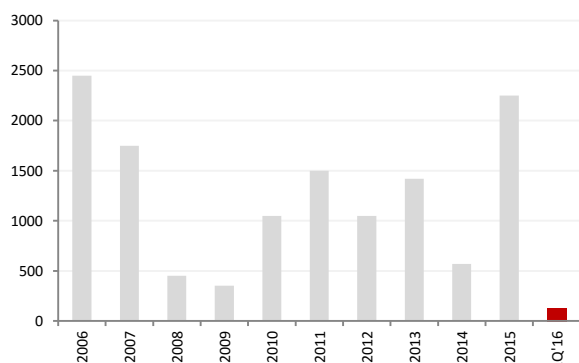
POLSKA

Okres 1Q'16 na rynku obiektów handlowych w Polsce był dosyć spokojny. Całkowita podaż nowej powierzchni wyniosła jedynie 24,5 tys. mkw (do użytku została oddana tylko galeria Glogovia o pow. 21 tys. mkw.). Oznacza to, że dostępne jest obecnie niemal 9,3 mld mkw. powierzchni w przypadku centrów handlowych, ok. 104-1,5 mln mkw. parków handlowych i 209 tys. mkw. w postaci centrów wyprzedażowych. Tym samym implikuje to wskaźnik średniego nasycenia w wys. 241 mkw./1000 osób.

Według raportu JLL w budowie znajduje się obecnie 665 tys. mkw. nowej powierzchni handlowej, z czego 86% przypada na centra handlowe (19 obiektów). Największymi projektami są Poznań (99 tys. mkw.), Galeria Północna (64 tys. mkw.) i Wrocławia (64 tys. mkw.). Dodatkowo w rozbudowie jest 5 obiektów. W ostatnich kwartałach mocno rozwija się segmentu convenience. Warto zwrócić uwagę, że tylko 16% budowanych galerii znajduje się w miastach poniżej 100 tys. mieszkańców. Z mniejszych formatów deweloperzy planują dostarczyć w najbliższym czasie ok. 50 tys. mkw. w formie parków handlowych i 44 tys. mkw. wolnostojących obiektów handlowych. Tak duża planowana podaż jest efektem niskiego wskaźnika pustostanów, który na koniec '15 wynosił 2,9% - najniższy poziom miał miejsce w Warszawie (1,5%), natomiast najwyższy w Poznań (5,0%).

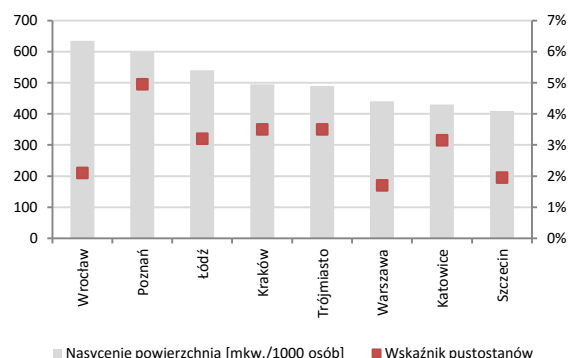
W 1Q'16 doszło do transakcji inwestycyjnych w wys. 130 mln EUR, co oznacza spadek r/r o 72%. Największą transakcją był zakup centrum handlowego Krokus w Krakowie przez grupę Mayland. Najważniejszym wydarzeniem było natomiast podpisanie umowy między Echo a Redefine, na mocy której Echo sprzeda 75% udziałów w portfelu nieruchomości komercyjnych w Polsce.

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany i nasycenie powierzchnią handlową



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Warszawski rynek biurowy w 1Q'16 zanotował spadek popytu względem 1Q'15 o 15%. Według JLL popyt brutto w stolicy wyniósł 142,2 tys. mkw., z czego ok. 39% dotyczyło rejonu Centrum. Jest to potwierdzenie tendencji z kilku poprzednich kwartałów, świadczącej o przesuwaniu się ośrodków biurowych w stronę centralnej Warszawy. W istniejących budynkach wolumen najmu wyniósł ok. 57 tys. mkw., a pre-let odpowiadał za kolejne 37 tys. mkw. W 1Q'16 na rynek dostarczono 113 tys. mkw. nowej powierzchni, położonej w 6 nowych inwestycjach. Na stołecznym rynku w budowie znajduje się obecnie ponad 662 tys. mkw. powierzchni biurowej, z czego ok. 290 tys. mkw. powinno być oddane do użytku w '16 (wynajęte jest 40%). Obecny wskaźnik pustostanów w Warszawie wzrósł do 14,1%. Warto jednak zauważyć, że ze względu na dużą podaż w okresie 2016-17, należy oczekiwać wzrostu odsetka niewynajętej przestrzeni o kolejne 1-2 p.p. W najlepszych lokalizacjach stawki najmu kształtują się w przedziale 21,0-23,5 EUR/mkw./m-c w centrum oraz 11-18 EUR/mkw./m-c poza centrum miasta.

W miastach regionalnych w 1Q'16 wynajęto 108,2 tys. mkw. brutto (netto ok. 82 tys. mkw.), co oznacza spadek r/r o blisko 17%. Największą aktywność dało się zaobserwować w Krakowie i Wrocławiu. Cały czas głównym sektorem, który „napędza” popyt jest BPO/SSC, który odpowiada za ok. 60% wynajmowanej powierzchni. Podaż biur od początku roku była bliska 105 tys. mkw., z czego niemal 40% zostało dostarczone w Trójmieście. Poza Warszawą w budowie znajduje się obecnie 830 tys. mkw., z czego 70% przypada na Kraków, Wrocław i Łódź. Z analiz JLL wynika, że we Wrocławiu, Poznaniu i Lublinie zauważalny jest spadek pustostanów. Odwrotna tendencja miała miejsce w Trójmieście i Katowicach. Ogółem w lokalnych ośrodkach dostępne jest 378 tys. mkw. powierzchni biurowej, jednak wartość ta może się

zmniejszyć w związku z małą podażą nowych obiektów w 2Q'16. Czynniki efektywne pozostają stabilne – najwyższe stawki we Wrocławiu i Poznaniu wynoszą ok. 14,0-14,5 EUR/mkw./m-c.

Rynek biurowy w Polsce w 1Q'16

	Warszawa	Lublin	Kraków	Katowice	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto	Łódź
Podaż [tys. mkw.]	4 751,4	129,0	800,8	394,4	724,8	388,5	166,2	622,2	324,0
Pustostany [%]	14,1%	9,8%	5,7%	17,4%	7,3%	14,4%	18,3%	14,0%	7,7%
Popyt [tys. mkw.]	142,2	1,5	39,4	10,7	18,9	11,1	1,4	12,2	13,2
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	21,0-23,5; 11-18	11,0-12,0	13,6-14,5	12,5-13,5	14,0-14,5	14,0-14,5	11,5-13,0	12,75-13,5	11,5-12,9
Pow. w budowie [tys. mkw.]	662,0	55,7	284,0	47,0	170,0	45,0	9,4	92,6	106,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Największe transakcje inwestycyjne w Polsce w 1Q'16

Projekt	Położenie	Typ obiektu	Wartość transakcji [mln EUR]	Sprzedawca	Nabywca
CH Krokus	Kraków	Galeria handlowa	62,0	Valad	Mayland
Alchemia II	Trójmiasto	Biura	61,0	Torus	PHN
Allcon@Park	Trójmiasto	Biura	60,0	Allcon Investment	Intel
Annopol Business Park	Warszawa	Biura, logistyka	40,0	ECI	Hines
Pixel	Poznań	Biura	32,5	Garvest RE	GTC
Galeria Corso	Świnoujście	Galeria handlowa	24,0	Winston	First Property
Warsaw Corporate Center	Warszawa	Biura	23,5	MEAG	Valad
Łopuszańska BP i Silesia LP	Warszawa, Katowice	Biura	20,0	Immofinanz	Blackstone

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

SŁOWACJA

Zdaniem wielu ekspertów gospodarka Słowacji się stabilizuje. W '15 PKB wyniósł 3,6%, a prognozy na lata 2016-17 wynoszą 3,0-3,1%. Polepszeniu uległa również sytuacja na rynku pracy – bezrobocie spadło do 10,3% w 1Q'16 vs 12,2% przed rokiem. W segmencie biurowym całkowita powierzchnia na koniec marca wynosiła 1,5 mln mkw., z czego niemal 58% to powierzchnia klasy A. Analitycy JLL szacują, że w budowie znajduje się obecnie ok. 150 tys. mkw., z czego 110 tys. mkw. ma być ukończone jeszcze w '16. Poziom pustostanów spadł do 7,9%, co jest najlepszym odczytem od 2008 roku. Na rynku handlowym podaż po 1Q'16 była bliska 1,6 mln mkw., z czego ok. 76% stanowiły nowoczesne centra handlowe. Warto zauważyć, że nasycenie powierzchnią handlową w Bratysławie jest wyższe niż średnia europejska i wynosi 229 mkw./1000 osób. Stopy kapitalizacji dla najlepszych projektów wynoszą obecnie: 6,0% dla obiektów handlowych, 7,0% dla biurowców oraz 8,0% dla magazynów.

CZECHY

Prognozy ekonomiczne dla Czech wydają się być solidne – pomimo zawirowań na linii UE-Rosja, PKB Czech wzrosło w '15 o ok. 4,3%. Dodatkowo stopa bezrobocia wyniosła 6,1%. W 1Q'16 zanotowano transakcje inwestycyjne w wys. ok. 460 mln EUR, co jest rezultatem niższym r/r o 42%. Pomimo słabszego początku roku, JLL spodziewa się, że rok 2016 okaże się jednym z najlepszych w historii. Warto również zauważyć, że aż 73% ww. transakcji zostało zawartych przez kapitał krajowy (m.in. Palmer Capital). Do marca nie zostały ukończone żadne nowe budynki biurowe w Pradze, a prognoza na '16 zakłada wybudowanie jedynie 40 tys. mkw. nowej powierzchni (w '17 JLL szacuje dostarczenie niemal 122 tys. mkw.). Rynek praski cechuje się wysokim wskaźnikiem pustostanów, które średnio wynosi ok. 14%. Największe zapotrzebowanie na powierzchnię biurową zgłaszają branże: BPO, IT oraz bankowość. Czynniki w najlepszych lokalizacjach wynoszą 18,5-19,5 EUR/mkw./m-c, jednak z racji niskiej podaży powierzchni klasy A, jest szansa na wzrost stawek o kilka procent. W segmencie handlowym całkowita podaż wynosi blisko 3,8 mln mkw. (70% to centra handlowe). Obecnie w budowie znajduje się ponad 120 tys. mkw. powierzchni, która będzie oddana do użytku w latach 2016-17. Zgodnie z analizami JLL stopa kapitalizacji dla najlepszych obiektów biurowych wynosi 5,5%, natomiast w przypadku galerii jest to 5,0%.

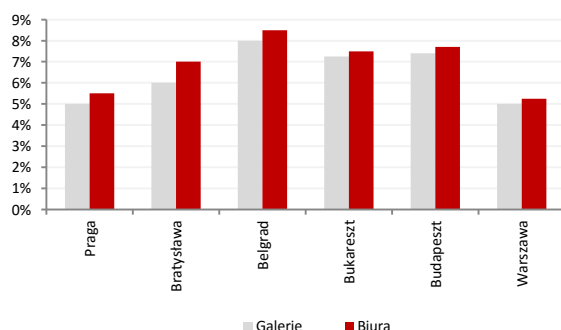
SERBIA

Z rynków, na których działa GTC, Belgrad do tej wydawał się być jednym z trudniejszych i bardziej specyficznych. W '15 Serbia zaczęła wykazywać dodatnią dynamikę PKB, a prognoza na '16 przewiduje ok. 1,5% wzrost (w '17 ma to być 2,0%). Stopa bezrobocia na koniec 4Q'15 wynosiła 18,5% (ok. 22% w '14), polepszyły się również odczyty dla produkcji przemysłowej czy sprzedaży detalicznej. Poprawiające się wyniki ze sfery makro gospodarczej zaczęły powoli przekładać się na rynek deweloperski. Na koniec 1Q'16 całkowita podaż powierzchni biurowej wzrosła do 641,3 tys. mkw. Warto zwrócić uwagę, że w okresie oddano do użytku 12 tys. mkw. (4 etap inwestycji Airport City), co jest rezultatem lepszym niż w całym '15. Dodatkowo obniżeniu uległy pustostany – zdaniem JLL w 1Q'16 spadły do 3,8% (pozytywny trend w biurach klasy A). Największy popyt kreują sektory IT oraz ubezpieczeniowy. W planach deweloperów jest dostarczenie niemal 64 tys. mkw. powierzchni, głównie w rejonie „Nowy Belgrad”. Na rynku handlowym oczekuje się powstania blisko 123 tys. mkw. powierzchni w perspektywie 2016-18 (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. 78 mkw./1000 osób).

RUMUNIA

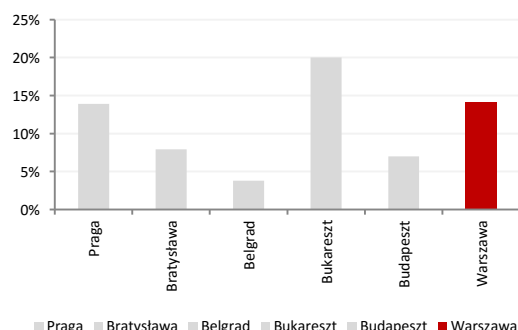
Rumuńska gospodarka pokazała na początku roku wysoki wzrost sprzedaży detalicznej (16,9% r/r), co było dodatkowo wsparte 4,1% wzrostem eksportu. Analitycy ING spodziewają się, że PKB w '16 będzie rosnąć w tempie 4,1%. Po zeszłorocznej obniżce przez Narodowy bank Rumunii, obecna stopa procentowa wynosi 1,75% (utrzymanie od maja '15). JLL szacuje, że w 1Q'16 doszło do transakcji inwestycyjnych w wys. ok. 180 mln EUR, z czego największa była zrealizowana przez GTC (dokupienie brakujących udziałów w inwestycji City Gate od Bluehouse). Patrząc na rynek widać, że zdecydowana większość popytu na nowe powierzchnie biurowe jest generowana przez sektor IT oraz BPO/SSC. Dużej obniżki należy się natomiast oczekiwać w przypadku stóp kapitalizacji. Warto jednak zwrócić uwagę, że yieldy obniżyły się do ok. 7,5% w przypadku rynku biurowego oraz do 7,25% w segmencie handlowym.

Prime yields w regionie CEE



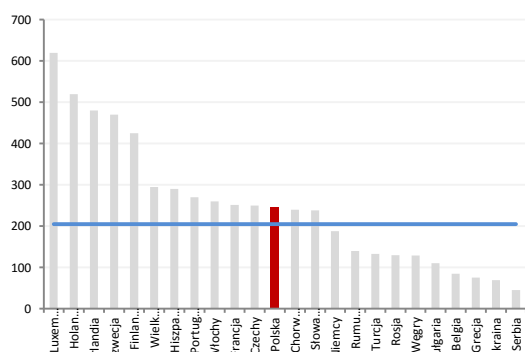
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany w segmencie biurowym



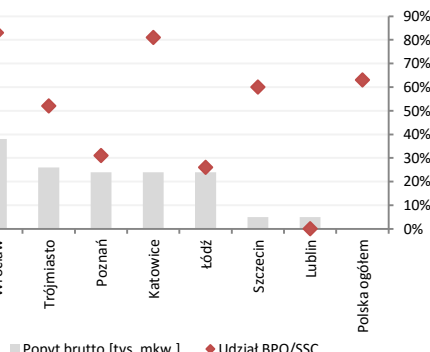
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Nasylenie powierzchni handlową w Europie [mkw./1000 osób]



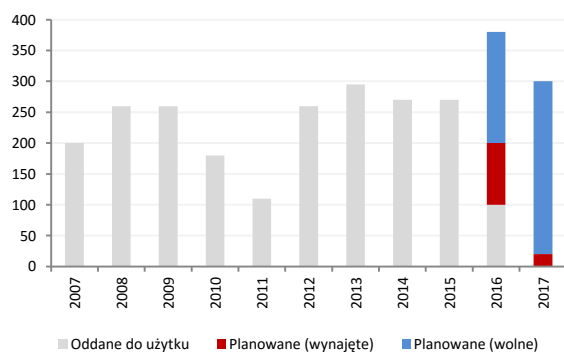
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Udział sektora BPO/SSC w popycie brutto

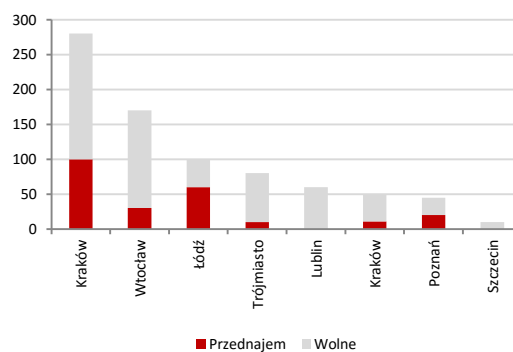


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Podaż powierzchni biurowej w Polsce



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln EUR]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe, w tym:	1 585,1	1 369,8	1 346,4	1 466,6	1 680,9	1 769,9	1 844,5	1 924,0	1 943,6	1 963,4	1 983,4	2 003,5	2 023,9
Nieruchomości inwestycyjne	1 375,7	1 221,3	1 288,5	1 405,1	1 618,0	1 705,2	1 778,3	1 856,1	1 874,1	1 892,2	1 910,6	1 929,1	1 947,9
Gruntły przeznaczone pod zabudowę	80,8	41,4	26,8	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3	24,3
Inwestycje w jednostkach stowarz.	119,6	96,0	23,1	23,5	25,0	26,4	27,9	29,4	31,0	32,5	34,1	35,6	37,2
Pozostałe aktywa trwałe	8,9	11,0	8,1	13,7	13,7	13,9	14,0	14,2	14,3	14,4	14,4	14,5	14,5
Aktywa obrotowe, w tym:	137,4	147,2	213,1	203,6	263,4	285,9	273,4	308,1	325,3	346,1	368,4	392,2	417,3
Zapasy	40,4	23,5	3,2	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	4,0	5,0	5,5	5,9	6,2	6,9	7,2	7,8	8,4	8,5	8,6	8,6	8,7
Środki pieniężne i ekwiwalenty	56,4	81,1	169,5	149,3	209,6	231,4	218,6	252,6	269,3	290,0	312,3	335,9	361,0
Pozostałe aktywa obrotowe	36,5	37,6	35,0	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6	47,6
Aktywa razem	1 722,5	1 517,1	1 559,6	1 670,2	1 944,3	2 055,8	2 117,9	2 232,1	2 268,9	2 309,5	2 351,8	2 395,7	2 441,2
Kapitał własny	575,9	427,2	621,2	670,0	836,5	902,9	970,1	1 081,3	1 125,1	1 185,3	1 247,2	1 310,6	1 375,7
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	918,1	944,7	807,0	893,2	998,6	1 040,6	1 033,8	1 033,8	1 023,8	1 003,8	983,8	963,8	943,8
Długoterm. Część kredytów i obligacji	779,8	802,6	658,7	742,4	847,8	889,8	883,0	883,0	873,0	853,0	833,0	813,0	793,0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	138,3	142,0	148,2	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8	150,8
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	228,5	145,2	131,4	107,0	109,2	112,3	114,0	117,0	120,0	120,4	120,8	121,3	121,7
Krótkoterm. Część kredytów i obligacji	168,8	119,6	80,4	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3	73,3
Zob. z tyt. dostaw i usług	26,6	19,7	28,8	29,2	31,3	34,5	36,2	39,2	42,1	42,6	43,0	43,4	43,9
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	33,1	6,0	22,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Pasywa razem	1 722,5	1 517,1	1 559,6	1 670,2	1 944,3	2 055,8	2 117,9	2 232,1	2 268,9	2 309,5	2 351,8	2 395,7	2 441,2

Rachunek zysków i strat [mln EUR]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	131,1	124,3	117,4	124,4	137,0	149,9	151,4	174,7	176,4	178,2	179,9	181,7	183,6
Koszty operacyjne	47,1	43,2	37,3	34,4	35,1	37,8	38,2	44,1	44,5	45,0	45,4	45,9	46,3
Wynik brutto ze sprzedaży	84,0	81,1	80,0	90,1	101,8	112,1	113,2	130,6	131,9	133,2	134,5	135,9	137,2
SG&A	12,2	11,7	13,8	13,7	15,5	16,7	17,1	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,6
Aktualizacja wartości	-189,7	-194,4	26,2	7,4	142,5	15,3	15,4	77,8	18,0	18,2	18,4	18,5	18,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,5	0,6	-0,8	-1,2	-1,1	-1,3	-1,3	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
EBITDA	-121,0	-123,8	92,2	83,1	228,3	109,9	111,0	188,0	129,3	130,7	132,0	133,3	134,7
EBIT	-121,4	-124,3	91,7	82,6	227,7	109,3	110,3	187,3	128,5	129,8	131,1	132,4	133,8
Saldo działalności finansowej	-45,6	-42,5	-29,4	-26,7	-30,1	-31,6	-31,6	-31,9	-30,7	-29,7	-28,4	-27,0	-25,5
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	-4,5	-27,6	-8,2	0,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Wynik brutto	-172,6	-194,5	55,6	57,1	199,1	79,1	80,2	156,9	99,3	101,7	104,3	107,0	109,8
Wynik netto	-176,8	-207,4	43,6	47,7	166,5	66,4	67,2	131,3	83,2	85,2	87,4	89,7	92,0

Rachunek przepływów pieniężnych [mln EUR]	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	73,8	73,3	73,1	69,6	55,9	84,3	84,0	87,0	97,6	96,3	97,0	97,8	98,5
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	80,1	-13,9	-22,8	-144,4	-70,9	-72,8	-58,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-252,4	-32,9	37,4	54,4	75,3	10,4	-38,4	-52,1	-80,1	-74,7	-73,9	-73,2	-72,4
Przepływy pieniężne netto	-97,9	24,6	88,4	-20,1	60,2	21,8	-12,7	34,0	16,6	20,7	22,2	23,6	25,1
Środki pieniężne na początek okresu	224,8	56,4	81,1	169,5	149,3	209,6	231,4	218,6	252,6	269,3	290,0	312,3	335,9
Środki pieniężne na koniec okresu	56,4	81,1	169,5	149,3	209,6	231,4	218,6	252,6	269,3	290,0	312,3	335,9	361,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-11,2%	-5,2%	-5,6%	6,0%	10,1%	9,5%	1,0%	15,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA adj. zmiana r/r	7,6%	2,7%	-6,5%	14,8%	13,3%	10,3%	1,0%	15,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT adj. zmiana r/r	7,7%	2,7%	-6,6%	14,9%	13,3%	10,4%	0,9%	15,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-262,3%	-100,7%	-	69,6%	13,6%	13,0%	1,4%	22,1%	2,8%	2,6%	3,0%	2,9%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	64,1%	65,3%	68,2%	72,4%	74,4%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%	74,8%
Marża EBITDA adj.	52,4%	56,8%	56,2%	60,8%	62,6%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,2%	63,2%
Marża EBIT adj.	52,1%	56,4%	55,8%	60,4%	62,2%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%
Marża netto adj.	10,6%	-0,1%	20,3%	32,4%	33,4%	34,5%	34,7%	36,7%	37,4%	38,0%	38,7%	39,4%	40,2%
ROE adj.	2,2%	0,0%	3,7%	5,9%	5,5%	5,8%	5,6%	6,2%	6,2%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%
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	948,6	922,2	739,1	815,6	921,0	963,0	956,2	956,2	946,2	926,2	906,2	886,2	866,2
D/(D+E)	55,1%	60,8%	47,4%	48,8%	47,4%	46,8%	45,1%	42,8%	41,7%	40,1%	38,5%	37,0%	35,5%
D/E	122,6%	155,0%	90,1%	95,4%	90,0%	88,1%	82,3%	74,9%	71,5%	67,0%	62,7%	58,7%	55,0%
Odsetki / EBIT adj.	71,3%	66,3%	50,7%	40,8%	40,2%	39,5%	39,9%	34,5%	33,9%	33,1%	32,0%	31,0%	30,0%
Dług / Kapitał własny	164,7%	215,9%	119,0%	121,7%	110,1%	106,7%	98,6%	88,4%	84,1%	78,1%	72,7%	67,6%	63,0%
LtV	69,0%	75,5%	57,4%	58,1%	56,9%	56,5%	53,8%	51,5%	50,5%	48,9%	47,4%	45,9%	44,5%
Dług netto	892,2	841,1	569,6	666,3	711,5	731,7	737,6	703,6	677,0	636,2	594,0	550,3	505,2
Dług netto / Kapitał własny	1,55	1,97	0,92	0,99	0,85	0,81	0,76	0,65	0,60	0,54	0,48	0,42	0,37
Dług netto / EBITDA adj.	12,98	11,92	8,63	8,80	8,30	7,73	7,72	6,39	6,08	5,66	5,23	4,79	4,36
Dług netto / EBIT adj.	13,07	12,00	8,70	8,86	8,35	7,78	7,77	6,43	6,12	5,70	5,27	4,83	4,39
EV	1534,7	1480,8	1214,3	1313,0	1358,2	1378,4	1384,3	1350,3	1323,7	1282,9	1240,7	1197,1	1152,0
Dług / EV	61,8%	62,3%	60,9%	62,1%	67,8%	69,9%	69,1%	70,8%	71,5%	72,2%	73,0%	74,0%	75,2%
CAPEX / Przychody	22,9%	20,8%	28,6%	69,4%	51,8%	48,6%	38,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	6212,6%	5174,5%	6585,3%	16569,1%	12142,4%	12686,2%	8623,1%	129,2%	112,2%	110,0%	105,7%	104,8%	103,6%
Amortyzacja / Przychody	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	-27,2%	-7,2%	-24,7%	-1,9%	-1,9%	-1,6%	-0,9%	-1,4%	-1,4%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-216,7%	-130,5%	-419,5%	33,8%	21,1%	18,8%	93,4%	10,2%	137,5%	19,1%	19,2%	19,1%	19,1%

Wskaźniki rynkowe	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S	5,3	5,5	5,6	5,7	5,1	4,6	4,6	4,0	3,9	3,9	3,8	0,0	0,0
P/E adj.	48,4	-7024,6	28,2	16,7	14,7	13,0	12,8	10,5	10,2	9,9	9,6	9,4	9,1
P/BV adj.	1,1	1,4	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
P/CE adj.	6,8	6,0	3,1	3,1	2,4	2,2	2,3	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5
EV/EBITDA adj.	22,3	21,0	18,4	17,3	15,8	14,6	14,5	12,3	11,9	11,4	10,9	10,4	9,9
EV/EBIT adj.	22,5	21,1	18,5	17,5	15,9	14,7	14,6	12,3	12,0	11,5	11,0	10,5	10,0
EV/S	11,7	11,9	10,3	10,6	9,9	9,2	9,1	7,7	7,5	7,2	6,9	6,6	6,3
BVPS	5,6	5,5	5,2	5,7	6,2	6,9	7,2	9,5	9,5	9,9	10,4	0,0	0,0
EPS adj.	-1,4	-0,6	-0,2	0,4	0,5	0,7	0,5	2,5	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0
CEPS adj.	-0,2	0,3	0,2	0,7	0,8	0,9	0,4	2,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
Dywidenda [mln EUR]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,2	39,4	25,0	25,6	26,2	26,9
DPS [EUR]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	0,09	0,05	0,06	0,06	0,06
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	5,9%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 6,39 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski

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

strategia, banki/finanse, media, handel stała

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

Adrian Górniak

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

Marek Jurzec

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	7,33	Akumuluj	5,73	02.06.2016	6,39	44 926
Akumuluj	5,73	---	---	16.03.2015	4,82	52 729

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'16:

Kupuj	5	36%
Akumuluj	5	36%
Trzymaj	2	14%
Redukuj	2	14%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 02.06.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 08.06.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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 zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 02.06.2016 roku:

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

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