

**Deweloperzy**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>9,0 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>9,4 PLN*</b>
Kapitalizacja	1,9 mld PLN
Free float	1,0 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	9,29 mln PLN

\* 2,36 EUR; dla docelowego kursu EUR/PLN = 4,00

**Struktura akcjonariatu**

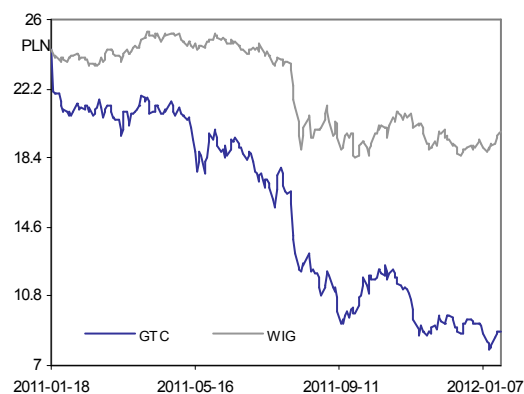
Kardan N.V. (poprzez GTC REH)	27,75%
ING OFE	10,50%
AVIVA OFE	7,23%
Free float	54,52%

**Strategia dotycząca sektora**

Polska jest jednym z najbardziej perspektywicznych rynków nieruchomości komercyjnych w Europie. Mimo spowolnienia gospodarczego popyt na nową powierzchnię wciąż jest wysoki. Sytuacja wygląda gorzej w krajach SEE, gdzie spadająca konsumpcja oraz ograniczone zaangażowanie zagranicznych inwestorów negatywnie wpływa na wyceny obiektów handlowych i biurowych.

**Profil spółki**

GTC jest jednym z największych deweloperów działającym na rynku nieruchomości komercyjnych w krajach CEE oraz SEE. Spółka posiada portfel ukończonych nieruchomości o łącznej powierzchni najmu 536 tys. mkw. Dodatkowym segmentem działalności GTC jest budowa i sprzedaż mieszkań.

**Kurs akcji GTC na tle WIG****Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

**GTC**

GTC PW; GTCE.WA

**Trzymaj**

(Podtrzymana)

**Silny rynek CEE, dekoniunktura w SEE**

Około 47% powierzchni komercyjnej GTC jest zlokalizowana w Polsce i Czechach. Oba kraje są jednymi z liderów w Europie pod względem tempa napływu kapitału inwestycyjnego na rynek nieruchomości. Szybszy rozwój gospodarczy oraz atrakcyjne stopy kapitalizacji na tle krajów starej Unii powinny podtrzymać ten trend w kolejnych kwartałach. Dobrym wyznacznikiem koniunktury jest udział zawieranych umów pre-let, który wzrósł w Polsce z 2% w kryzysowym 2009 r. do 21% w 2011 r. Odmienna sytuacja panuje w Rumunii i Bułgarii, gdzie GTC odnotowuje bardzo niskie marże na wynajmie, a galerie są wynajęte w zaledwie 77%. Trudniejsza niż oczekiwaliśmy sytuacja w gospodarkach SEE oraz ryzyko dalszego pogorszenia się koniunktury są główną przyczyną korekty naszych prognoz zysku i spadku wyceny GTC. Sądzymy, że w tych krajach prawdopodobna jest dalsza utrata wartości nieruchomości, dokończenie zaawansowanych projektów deweloperskich przy ujemnej marży oraz opóźnienia w realizacji kolejnych. Poprawa koniunktury gospodarczej w regionie SEE oznaczałaby duży potencjał wzrostu wyników operacyjnych Spółki, jednak perspektywa takiego scenariusza jest dziś zbyt odległa, by uwzględniać go w szacunkach 2012 r. Nasze zaktualizowane prognozy implikują cenę docelową na poziomie 9,4 PLN na akcję oraz rekomendację trzymaj.

**Finansowanie planów inwestycyjnych**

Dzięki sprzedaży Galerii Mokotów oraz Platinum PB bezpieczeństwo finansowe GTC mocno wzrosło, jednak pozyskana gotówka może okazać się niewystarczająca, by zrealizować i tak mocno okrojony w ostatnim czasie plan inwestycyjny. Realizacja planów jest możliwa pod warunkiem, że Spółka będzie w stanie rolować większość zapadającego w latach 2012-2013 długu (275 mln EUR po wyłączeniu kredytów Platinum BP). Istotne ryzyko stanowi także 126 mln EUR kredytów, w których złamane zostały kowenanty. Poza długiem, jedynym znaczącym źródłem gotówki w Spółce jest zbycie nieruchomości. Trzeba przy tym pamiętać, że najlepsze polskie aktywa zostały sprzedane już w 2011 r.

**Co dyskontuje wycena rynkowa?**

Szacujemy, że zdyskontowany na dziś NAV2013 wynosi 13,6 PLN/akcję. Nasza wycena jest o 31% niższa, co jest spowodowane przyjęciem dyskonta do nieruchomości, w których przypadku ryzyko utraty wartości jest największe lub obecna rentowność najniższa. Obecna wycena rynkowa dyskontuje odpisanie ok. 40% wartości galerii handlowych w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji oraz całkowite odpisanie banku ziemi pod projekty komercyjne i mieszkaniowe. Chociaż tak duże dyskonto wydaje się nieuzasadnione, na rynku znajdują się spółki o zbliżonej charakterystyce notowane z ponad 60% dyskontem do BV (np. Immofinanz, CA Immo).

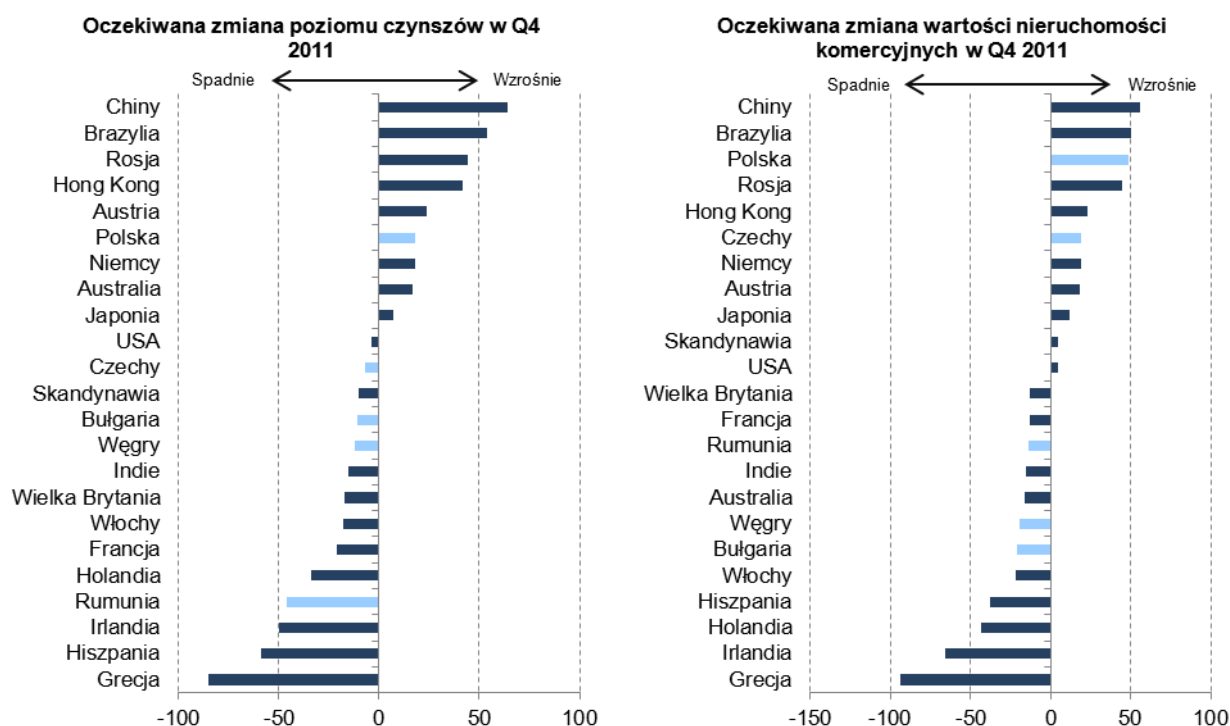
(mln EUR)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	156,4	169,0	157,2	161,3	165,1
EBIT bez rewaluacji	50,1	67,4	65,9	64,8	73,1
marża EBIT	32,0%	39,9%	41,9%	40,2%	44,3%
Wycena nieruchomości	-172,3	43,2	-184,0	-4,3	55,0
EBIT z rewaluacją	-122,1	110,6	-118,1	60,6	128,1
Zysk netto	-128,3	41,9	-159,4	17,0	63,8
P/BV	0,48	0,46	0,53	0,52	0,49
P/E	-	10,9	-	27,0	7,2
P/CE	-	10,8	-	26,1	7,1
EV/EBITDA	-	15,2	-	24,6	12,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Trendy na rynku nieruchomości komercyjnych

### Optymistyczne ankiety RICS dla Polski

RICS (*Royal Institution of Chartered Surveyors*) jest instytucją przeprowadzającą ankiety wśród firm związanych z branżą nieruchomościową, w których sonduje oczekiwania odnośnie sytuacji na rynku nieruchomości w nadchodzącym kwartale. W ostatnim raporcie za Q3 2011 zauważalne jest pogorszenie sentymentu dla większości krajów na świecie. W przypadku około 1/3 badanych rynków oczekiwany jest wzrost poziomu czynszów w Q4 2011, podczas gdy jeszcze w Q2 2011 wzrost czynszów był oczekiwany w ponad połowie krajów. Oczekiwania, co do kształtowania się cen nieruchomości, również uległy pogorszeniu, niemniej Polska jest wśród ankietowanych wciąż postrzegana jako jeden z bardziej atrakcyjnych rynków na świecie, gdzie wciąż oczekiwany jest wzrost wartości nieruchomości oraz stawek czynszów. Wśród krajów Europy Środkowo-Wschodniej lepiej w statystykach wypada jedynie rynek rosyjski. Rosja jest jednocześnie krajem, gdzie oczekuje się największego wzrostu aktywności inwestorów na rynku nieruchomości komercyjnych. Węgry, Czechy i Polska zajmują w tym zestawieniu jedną z czołowych lokat. Perspektywy rynku nieruchomości wyglądają najgorzej w krajach zmagających się z nadmiernym zadłużeniem (Grecja, Hiszpania, Irlandia).

### Oczekiwane zmiany wartości rynkowej nieruchomości i stawek czynszów w Q4 2011



Źródło: RICS, Global Commercial Property Survey

Z krajów, w których GTC i Echo Investment prowadzą działalność, najgorzej wygląda sytuacja w Rumunii, gdzie w Q4 oczekuje się spadku czynszów, cen nieruchomości i aktywności inwestycyjnej. Równie zła sytuacja panuje w Bułgarii. Przyczynia się do tego kryzys w pobliskiej Grecji. Na tym tle perspektywy krajów regionu CEE (w szczególności Polski) wciąż wyglądają dobrze.

### Zmiany na rynku nieruchomości w Q3 2011 i oczekiwania na Q4 2011

	Polska	Czechy	Węgry	Rumunia	Bułgaria
Popyt na powierzchnię w Q3	↑↑	↑↑	↑	↓	↓
Dostępność powierzchni w Q3	↓	↓	↓	↑↑	↑↑
Czynsze (oczekiwania na Q4)	↑	↓	↓	↓↓↓	↓
Zapytania inwestycyjne w Q3	↑↑↑	↑↑	↑↑	↓↓	↓
Popyt inwestycyjny (oczekiwania na Q4)	↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↓↓	↑
Wartość nieruchomości (oczekiwania na Q4)	↑↑↑	↑	↓	↓	↓↓
Rozpoczęte inwestycje w Q3	↓	↓	↑	↓↓	↑

Źródło: RICS

### Polska wciąż liderem wzrostów

W 2011 r. nastąpiła dalsza poprawa na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce. Najlepsza sytuacja jest w Warszawie. Na koniec Q3 2011 wskaźnik pustostanów wyniósł w stolicy 6,7% vs. 8,0% rok wcześniej. Wynika to z silnego popytu na nową powierzchnię oraz niedostatecznej podaży nowych obiektów. W okresie Q1-Q3 2011 zaledwie 86 tys. m<sup>2</sup> nowej powierzchni biurowej zostało oddanej do użytku w Warszawie. DTZ szacuje, że kolejne 39 tys. m<sup>2</sup> zostanie ukończonych w Q4 2011. W ostatnim dziesięcioleciu zaledwie raz (w 2005 r.) podaż była na tak niskim poziomie jak w 2011 r.. W 2012 r. DTZ oczekuje ukończenia około 210 tys. m<sup>2</sup> nowej powierzchni. Uważamy, że nie jest to wartość, która stwarzałaby duże ryzyko nadpodaży w obecnym roku. Z jednej strony, prognozowanie popytu na powierzchnię biurową jest dziś obciążone dużym ryzykiem, a pogorszenie koniunktury w gospodarce może zmniejszyć zapotrzebowanie na powierzchnię biurową. Z drugiej strony, polityka banków odnośnie finansowania nowych inwestycji ulega zaostrzeniu, co skutecznie ogranicza plany deweloperów.

Sytuacja na regionalnych rynkach biurowych również jest dobra. W ciągu ostatnich 6 miesięcy we wszystkich obserwowanych miastach poza Wrocławiem nastąpił spadek pustostanów. W Katowicach i Poznaniu spadek był największy i wyniósł 4,5p.p. Możliwe, że w Q4 2011 w niektórych miastach regionalnych nastąpi wzrost pustostanów, gdyż aż 76,9 tys. m<sup>2</sup> nowych biur ma zostać oddanych do użytku.

Udział umów pre-let (kluczowych dla zdobycia finansowania zewnętrznego) stanowił w H1 2011 25% umów najmu (źródło: C&W). W kryzysowym 2009 r. udział ten wynosił 2%, a w 2010 r. 11%. Poprawa jest więc wyraźna. W Q3 2011 tylko na rynkach regionalnych umowy przednajmu stanowiły aż 30% umów (źródło: JLL).

### Analiza rynków biurowych w Polsce na koniec Q3 2011

	Warszawa	Kraków	Wrocław	Trójmiasto	Katowice	Poznań	Łódź
Podaż (tys. m <sup>2</sup> .)	3 565,0	480,6	369,2	328,8	250,2	237,3	210,2
Nowa podaż w Q2 2011 (tys. m <sup>2</sup> .)	60,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
W budowie w Q2 2011 (tys. m <sup>2</sup> .)	555,0	60,2	103,5	61,2	31,5	52,3	44,1
Wskaźnik pustostanów (%)	6,7%	8,4%	3,1%	10,3%	12,8%	9,1%	17,5%

Źródło: Jones Lang LaSalle

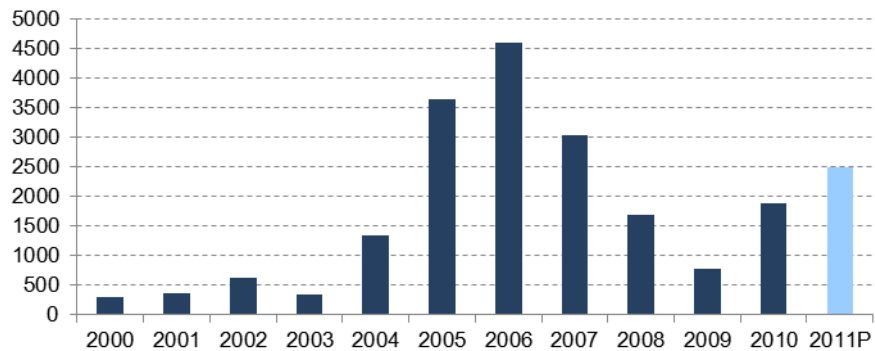
Sytuacja w segmencie powierzchni handlowej w Warszawie jest komfortowa z punktu widzenia właścicieli obiektów handlowych. Wskaźnik nasycenia nowoczesną powierzchnią handlową jest relatywnie niski (422 m<sup>2</sup>/1000 mieszkańców) na tle innych polskich miast, natomiast siła nabywcza mieszkańców (8,4 tys. EUR per capita/rok) zdecydowanie najwyższa. Na koniec Q3 w budowie znajdowały się zaledwie dwie średniej wielkości inwestycje:

- Wolf Bracka (12 000 m<sup>2</sup>.)
- Plac Unii (16 000 m<sup>2</sup>.)

Obiektów planowanych do wybudowania w najbliższych latach jest niewiele jak na tak duży rynek, a projekty GTC w Wilanowie i na Białołęce są jednymi z największych. Niska podaż stwarza presję na wzrost czynszów oraz utrzymuje wskaźnik pustostanów poniżej 1%. CBRE oczekuje, że wskaźnik pustostanów pozostanie na bardzo niskim poziomie przez następne 24 miesiące, a w możliwej do przewidzenia przyszłości popyt na powierzchnię handlową w Warszawie będzie przewyższać podaż. Rynek powierzchni handlowej w większych miastach poza Warszawą również intensywnie się rozwija. Prognozy CBRE na 2012 r. zakładają wzrost podaży i popytu na rynku centrów handlowych.

Po 9M 2011 wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce wyniosła 1,8 mld EUR (źródło: JLL). Jest to 50% wzrost transakcji r/r. Według szacunków firm doradczych, w całym 2011 r. obrót powierzchnią komercyjną może wzrosnąć do 2,2-2.5 mld EUR. Uwagę zwraca wzrost wartości pojedynczej transakcji z około 40 mln EUR w 2010 r. do 60 mln EUR w H1 2011. Popularnością cieszą się przede wszystkim duże obiekty w najlepszych lokalizacjach. W segmencie biurowym wszystkie transakcje pierwszego półrocza miały miejsce w Warszawie. Inwestycje na rynkach regionalnych są dla wielu inwestorów wciąż zbyt ryzykowne.

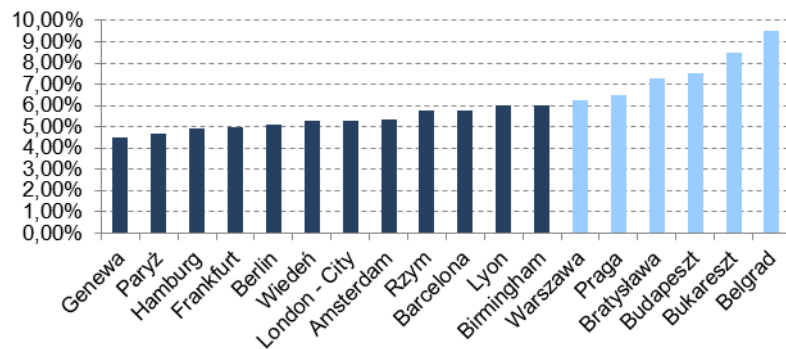
## Wartość transakcji na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce



Źródło: DTZ

Podsumowując, Polska jest jednym z najlepszych rynków nieruchomości komercyjnych w Europie. Pomimo spowolnienia, polska gospodarka będzie w obecnym roku rozwijać się w szybszym tempie niż większość innych krajów Europy. Z punktu widzenia zachodnich inwestorów (głównie niemieckich, francuskich i austriackich), którzy odpowiadają za około 90% popytu, siła polskiej gospodarki jest jednym z kluczowych czynników, zachęcających do akwizycji. Kolejnym czynnikiem jest wciąż wysoki spread między stopami kapitalizacji w Polsce a w rozwiniętych gospodarkach. Mimo, że yieldy w krajach na południe od Polski są znacznie wyższe, obecnie nie zachęca to zachodnioeuropejskich inwestorów do zwiększenia aktywności. Kluczową barierą jest właśnie niepewna sytuacja gospodarek regionu.

## Stopy kapitalizacji nieruchomości biurowych w Q2 2011



Źródło: CBRE; jasnym kolorem oznaczone rynki, na których GTC posiada lub planuje inwestycje

## Nasze założenia odnośnie rozwoju sytuacji na polskim rynku

Nasze dotychczasowe założenia przewidywały spadek stóp kapitalizacji nieruchomości inwestycyjnych w Polsce. Chociaż fundamenty polskiego rynku wciąż są mocne, dalsza kompresja stóp kapitalizacji jest uzależniona od popytu inwestycyjnego. Silny popyt wciąż jest domeną segmentu *prime*. Inwestorzy nieufnie podchodzą do zakupów drugorzędnych nieruchomości, a globalne spowolnienie gospodarcze może podtrzymywać to zjawisko. Sądzymy, że w najbliższych dwóch latach stopy kapitalizacji najlepszych obiektów mogą wciąż spadać. W przypadku pozostałych nieruchomości komercyjnych bardziej prawdopodobna wydaje się stabilizacja, bądź wzrost stóp kapitalizacji. Według *JLL* w Q3 2011 yieldy w Warszawie nie uległy zmianie i nie powinny się zmienić również w Q4 2011. Podtrzymujemy nasze założenie odnośnie inflacyjnego tempa wzrostu poziomu czynszów w przyszłości. Na rynkach z utrzymującym się niedoborem nowej powierzchni (np. rynek powierzchni handlowej w Warszawie) prawdopodobny jest wzrost stawek czynszów.

Nasze założenia dla rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce na lata 2011-2013:

- stabilizacja **stóp kapitalizacji** na obecnym poziomie,
- stabilizacja realnych stawek **czynszów** na obecnym poziomie,
- spadek poziomu **pustostanów** w istniejących obiektach.

Ciągły rozwój polskiego rynku ma ogromne znaczenie z punktu widzenia GTC. 46% aktywów Spółki generujących przychody z czynszów jest zlokalizowanych w Polsce. W zaktualizowanym programie inwestycyjnym na lata 2011-2014 8 z 15 nieruchomości ma

powstać w Polsce. W banku ziemi, przeznaczonym pod inwestycje komercyjne, około 36% wartości gruntów stanowią działki zlokalizowane w Polsce.

### Na rynkach SEE nie widać poprawy

Na innych rynkach istotnych z punktu widzenia GTC poprawa jest znacznie wolniejsza niż w Polsce lub nie następuje wcale. W Budapeszcie wskaźnik pustostanów na koniec 2011 r. wciąż przekraczał 20%. Podaż nowych obiektów w 2011 r. szacuje się na 90 tys. m<sup>2</sup>, natomiast szacunki C&W na 2012 r. zakładają dostarczenie zaledwie 19 tys. m<sup>2</sup>. Oprócz wysokiego współczynnika pustostanów, podaż będzie również ograniczona brakiem dostępu do finansowania. W Q2 2011 w Budapeszcie nie zawarto żadnej umowy typu pre-lease, co stanowi istotną barierę dla budowy kolejnych obiektów biurowych. Jones Lang LaSalle prognozuje, że popyt na biura w Budapeszcie utrzyma się w zeszłym roku na poziomie zbliżonym do 2010 r. Przy niskiej podaży oznaczałoby to spadek poziomu pustostanów do około 18% na koniec 2011 r. W GTC 11% ukończonych inwestycji stanowią biurowce w Budapeszcie. Center Point i Metro są prawie w całości wynajęte. Dzięki podpisanej w Q4 umowie na 29 tys. m<sup>2</sup> również w biurowcu Spirala pustostany spadły do kilku procent. Osobną sprawą jest budowa nowych biurowców na gruntach posiadanych w Budapeszcie. Rozpoczęcie nowych budów przy tak małym zainteresowaniu najemców umowami typu pre-let jest mało prawdopodobne, tymczasem na posiadanych gruntach GTC może zbudować aż 200 tys. m<sup>2</sup> biur.

W H1 2011 w Rumunii oddano do użytku zaledwie 37 tys. m<sup>2</sup> nowej powierzchni handlowej, przy czym żadne większe centrum handlowe nie zostało otwarte. Jest to najniższa podaż od 2003 r. Według CBRE popyt na powierzchnię handlową w najlepszych centrach handlowych w kraju jest dobry i w niektórych przypadkach prowadzi do wzrostu czynszów. Obiekty w mniejszych lokalizacjach nie są już tak popularne wśród najemców. Tego typu galerie posiada w swoim portfelu GTC. Suceava, Buzau oraz Pieatra Neamt to miasta posiadające 100-130 tys. mieszkańców. Do tego grona można zaliczyć także galerie w Osijek (114 tys. mieszkańców) w Chorwacji oraz galerię w Starej Zagorze (154 tys. mieszkańców) w Bułgarii. Łącznie stanowią one ok. 9% wartości gotowych nieruchomości GTC. Największe odpisy wartości nieruchomości w Q2 i Q3 2011 dotyczyły właśnie gotowych i realizowanych galerii w krajach SEE. Uważamy, że w kolejnych kwartałach dalsze odpisy są prawdopodobne.

Nasze założenia dla rynku nieruchomości komercyjnych w krajach SEE na lata 2011-2013:

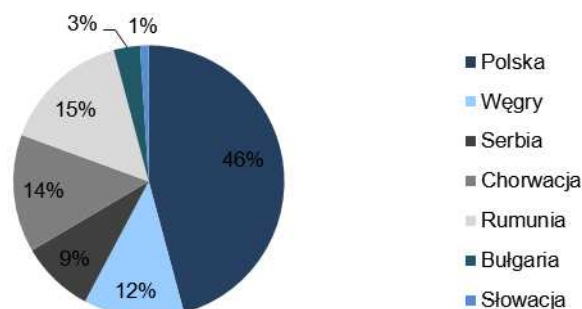
- stabilizacja **stóp kapitalizacji** na obecnym poziomie,
- spadek realnych stawek **czynszów**,
- spadek poziomu **pustostanów** w istniejących obiektach.

## Wycena aktywów i prognozy wyników finansowych

### Portfel ukończonych aktywów komercyjnych

W Q2 2011 GTC dokonał odpisu wartości nieruchomości inwestycyjnych na 51 mln EUR. Jest to kwota netto. Część aktywów zlokalizowanych w Polsce została przeszacowana w górę. Największe odpisy dotyczyły natomiast nieruchomości zlokalizowanych w krajach SEE, w tym nieruchomości gruntowych. W Q3 2011 dewaluacja nieruchomości wyniosła aż 140 mln EUR i po raz kolejny utrata wartości dotyczyła głównie rynków SEE. W Q3 2011 wśród ukończonych nieruchomości Spółki 59% jest zlokalizowanych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Węgry i Słowacja). Pozostałe 41% znajduje się w Rumunii, Bułgarii, Chorwacji i Serbii.

### Ukończone inwestycje GTC (ważone wartością bilansową)



Źródło: GTC



Poniższa tabela zawiera dane o powierzchni, wartości bilansowej, czynszach oraz stopach kapitalizacji ukończonych nieruchomości GTC. Z naszych szacunków wynika, że obecnie osiągnęte czynsze w trzech rumuńskich galeriach, bułgarskiej Galerii Stara Zagora oraz Galerii Osijek w Chorwacji są zdecydowanie poniżej ich docelowego poziomu. Większość czynszów w galeriach na południu Europy stanowią czynsze od obrotu, bez kwoty minimalnej. Niska siła nabywcza mieszkańców oraz słaby popyt wewnętrzny w państwach SEE są przyczyną bardzo niskich obrotów w galeriach handlowych tego regionu. Przekłada się to bezpośrednio na przychody GTC z czynszów, które aktualnie szacujemy na 5 EUR w Rumunii, 5,5 EUR w Starej Zagorze oraz 8 EUR w Osijek. Obecne wyceny bilansowe dyskontują wzrost stawek czynszów do 10-15 EUR w długim okresie. Wzrost przychodów z czynszów w przyszłości jest uzasadniony. Niewiadomą jest tempo i skala tego wzrostu. Uważamy, że w obecnej sytuacji makroekonomicznej ryzyko stagnacji przychodów z czynszów na obecnym niskim poziomie jest w GTC duże. Taki scenariusz mógłby się przełożyć na kolejne odpisy wartości bilansowych galerii. Nasze prognozy wyników finansowych w latach 2012-2013 nie zakładają dużych odpisów wartości nieruchomości w krajach SEE, lecz w samej wycenie przyłożyliśmy dyskonto do powyższych nieruchomości.

### Szacunkowe parametry ukończonych nieruchomości GTC na koniec Q3 11 (m<sup>2</sup>; EUR; mln EUR)

	Biura				Centra handlowe				Suma			
	NRA	Yield*	Czynsz**	BV	NRA	Yield*	Czynsz**	BV	NRA	Yield*	Czynsz**	BV
Polska	176 200	8,2%	16,1	418,3	67 600	7,8%	23,5	243,3	243 800	8,0%	18,2	661,6
Węgry	88 629	8,8%	14,3	173,0	-	-	-	-	88 629	8,8%	14,3	173,0
Serbia	53 900	8,3%	16,2	126,4	-	-	-	-	53 900	8,3%	16,2	126,4
Chorwacja	-	-	-	-	60 500	7,5%	20,8	202,1	60 500	7,5%	20,8	202,1
Rumunia	47 000	7,1%	22,0	173,7	37 000	4,7%	5,0	47,0	84 000	6,6%	14,5	220,7
Bułgaria	-	-	-	-	24 943	3,6%	5,5	45,2	24 943	3,6%	5,5	45,2
Słowacja	11 250	8,6%	9,5	14,9	-	-	-	-	11 250	8,6%	9,5	14,9
<b>Suma</b>	<b>376 979</b>	<b>8,1%</b>	<b>16,2</b>	<b>906,4</b>	<b>190 043</b>	<b>7,1%</b>	<b>16,7</b>	<b>537,6</b>	<b>567 022</b>	<b>7,7%</b>	<b>16,4</b>	<b>1 444,0</b>

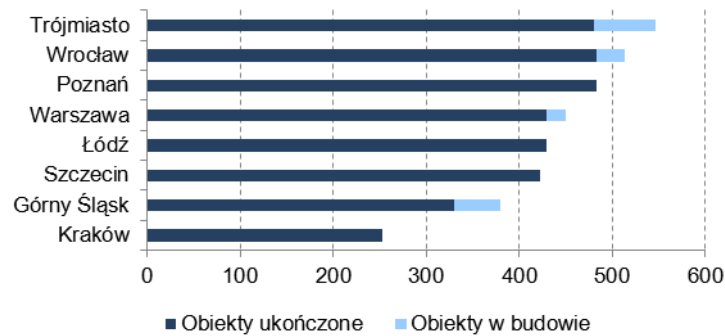
Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC; \*szacunkowe bieżące NOI/bieżąca wartość bilansowa nieruchomości, \*\*szacunkowa bieżąca wartość

Galerie w Suceavie, Buzau, Pieatra Neamt, Starej Zagorze oraz Osijek są wycenione na koniec Q3 2011 na około 132 mln EUR. Gdyby założyć, że obecne stawki czynszów nie wzrosną w przyszłości, przy stopie kapitalizacji równej 11%, wartość godziwa nieruchomości wyniosłaby 59 mln EUR. Tak skorygowaną wartość uwzględniamy również w naszej wycenie Spółki (korekta o 52,6 mln EUR (udział GTC)).

Ryzyko spadku wyceny dostrzegamy w przypadku dwóch biurowców w Belgradzie (GTC House oraz Avenue 19). Czynsze w tych biurowcach są około 3 EUR powyżej dzisiejszych stawek rynkowych. Szacujemy, że obecna wycena bilansowa nie dyskontuje spadku stawek czynszów w przyszłości, dlatego na potrzeby wyceny korygujemy wartość biur w Belgradzie o 18,6 mln EUR.

W przypadku pozostałych nieruchomości ryzyko utraty wartości jest dużo mniejsze. Komentarza wymaga biurowiec City Gate w Bukareszcie, gdzie szacowany przez nas stosunek bieżącego NOI do wyceny bilansowej wynosi 7,1%. Mimo że stopa kapitalizacji City Gate jest niska jak na rynek rumuński, nie sądzimy, by budynek był przewartościowany. Biurowiec pozytywnie wyróżnia się na tle oferowanej w Bukareszcie powierzchni biurowej. Jest korzystnie zlokalizowany przy trasie z lotniska do centrum miasta. 100% powierzchni biurowca jest już wynajęta, struktura najemców jest atrakcyjna, a terminy zapadalności umów najmu odległe (lata 2014-2020). Uważamy, że obecne wartości bilansowe biurowców w Polsce i na Węgrzech uwzględniają zbliżające się terminy zapadalności umów i ryzyko podpisania nowych po niższych stawkach rynkowych. Spółka przyjmuje też wyższe stopy kapitalizacji w obiektach, gdzie poziom pustostanów jest wysoki (Katowice i Łódź). Po przeszacowaniu w dół w Q2 2011 Galerii Jurajskiej w Częstochowie, widzimy niskie ryzyko pogłębienia przeceny zlokalizowanych w Polsce obiektów handlowych. Centra handlowe w Krakowie i Częstochowie stanowią ok. 17% wartości portfela ukończonych inwestycji GTC. Oba obiekty są zlokalizowane blisko ścisłych centrów swoich miast. Galeria Jurajska jest ponadto największym centrum handlowo-rozrywkowym w regionie. Kraków posiada najniższy poziom nasycenia powierzchnią handlową spośród dużych polskich aglomeracji, a podaż nowej powierzchni jest ograniczona. Chociaż wycena bilansowa powyższych aktywów wydaje się bliska cenie możliwej do osiągnięcia w przypadku sprzedaży, ostrożnie przykładamy do niej 5% dyskonta. Zwracamy uwagę na to, że Echo Investment wycenia nieruchomości w bilansie poniżej wartości rynkowych. Przykłady innych spółek z branży pokazują, że dziś rynek przykładą dyskonto również do aktywów lepszej jakości niż te w GTC.

## Powierzchnia w centrach handlowych na 1000 mieszkańców



Źródło: CBRE

### Obiekty komercyjne w budowie

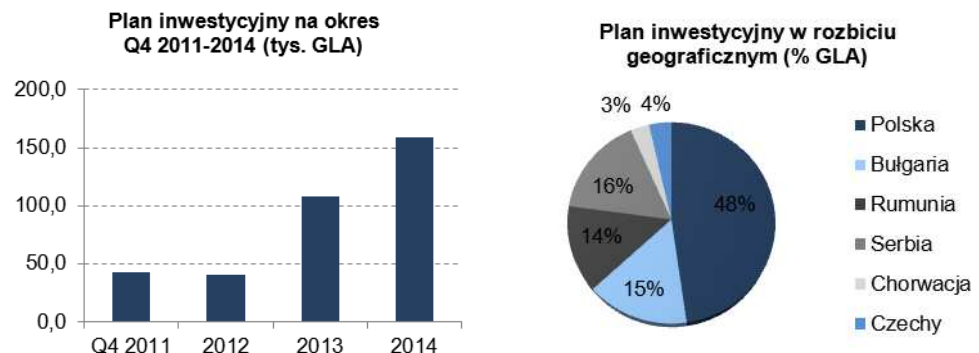
Przedstawiony w listopadzie 2011 okrojony plan inwestycyjny przewiduje ukończenie 148 tys. m<sup>2</sup> powierzchni komercyjnej w latach 2012-2013. Na 9 projektów 2 (Platinum 5 i Galeria Burgas) zostaną ukończone relatywnie szybko, bo do końca H1 2012. Realizacja pozostałych jest odleglejszą kwestią i zależy od postępu wcześniejszej komercjalizacji.

Największe ryzyko niezrealizowania w zamierzonym czasie projektów zaplanowanych na 2013 r. widzimy w Łodzi i Zagrzebiu. W Łodzi wskaźnik pustostanów jest wciąż największy spośród polskich miast regionalnych. Chociaż komercjalizacja budynku A postępuje w dobrym tempie, nowa podaż może przeszkodzić GTC w ukończeniu drugiego budynku. W Zagrzebiu stawki czynszów w Q2 2011 spadły o 6,2% q/q, a wartość nieruchomości biurowych średnio o 3,4% (źródło: JLL). Jones Lang LaSalle prognozuje kontynuację tego trendu w kolejnych dwunastu miesiącach. Na koniec Q2 2011 w mieście budowano 157 tys. m<sup>2</sup> nowej powierzchni biurowej (około 20% istniejących zasobów). Przy utrzymaniu się popytu na obecnym poziomie, wskaźnik pustostanów w mieście zapewne wzrośnie w tym roku.

Na 2014 r. przewidziane jest ukończenie 25 tys. m<sup>2</sup> biur w Belgradzie. W Belgradzie sytuacja na rynku biurowym jest nieco lepsza niż w Zagrzebiu. W H1 2011 nie nastąpił spadek stawek czynszów. Nie zanoszą się również, by istotnie miała wzrosnąć podaż biur. Statystyki realizowanych projektów deweloperskich znacznie się od siebie różnią. JLL podaje, że na koniec H1 2011 około 118 tys. m<sup>2</sup> biur było w budowie. CBRE pisze tylko o 50 tys. m<sup>2</sup> zaznaczając, że termin zakończenia tych inwestycji jest niepewny. Wysoki, 25%, wskaźnik pustostanów może skutecznie powstrzymać realizację kolejnych obiektów biurowych w tym mieście.

Spodziewamy się, że realizacja powyżej opisanych obiektów może opóźnić się w czasie i taki scenariusz zakładamy w wycenie. Nie wykluczone, że w zaprezentowanym przez GTC w listopadzie planie inwestycyjnym pojawią się inne inwestycje. Spółka posiada między innymi gotowe projekty we Wrocławiu i Krakowie, które w najnowszej prezentacji wyleciały z planu inwestycyjnego. Rozpoczęcie dodatkowych projektów jest uzależnione od popytu na powierzchnię i możliwości finansowych GTC.

### Plan inwestycyjny GTC



Źródło: GTC

W planach GTC na 2014 r. jest również ukończenie dwóch dużych obiektów handlowych w Warszawie: CH Wilanów i CH Białoleka. Są to największe i najbardziej dochodowe projekty Spółki. Sądzymy, że kwestia komercjalizacji nie będzie stanowiła przeszkody przy rozpoczynaniu inwestycji. Zapotrzebowanie na nową powierzchnię handlową w Warszawie jest duże. Jesteśmy natomiast sceptyczni co do terminu realizacji obu inwestycji. Spółka wciąż gromadzi dokumenty niezbędne do złożenia wniosku o pozwolenie na budowę. W przypadku inwestycji na Białolece, do zakupienia pozostało około 10% okolicznych gruntów. Zakładamy, że budowa w Wilanowie rozpocznie się w Q4 2012, natomiast na Białolece w Q2 2013. Otwarcia obu obiektów spodziewamy się w 2015 r.

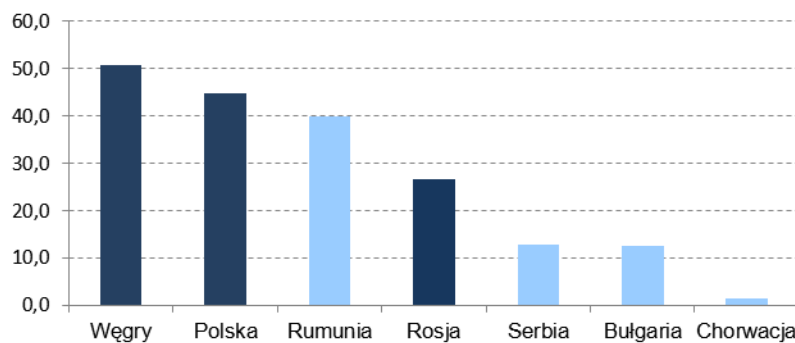
W aktualnym planie inwestycyjnym znajdują się galerie handlowe, na których budowę większość nakładów inwestycyjnych została już poniesiona: Galerie Burgas oraz Varna. Do ich wyceny stosujemy te same, konserwatywne założenia, których użyliśmy do oszacowania wartości ukończonych nieruchomości handlowych w Rumunii i Bułgarii. Abstrahując od dyskonta na potrzeby wyceny, sądzymy, że GTC dokona jeszcze odpisu wartości powyższych obiektów w swoim bilansie, co uwzględniamy w naszych prognozach wyników finansowych.

### Dyskonto do banku ziemi

Oprócz projektów, zaplanowanych do ukończenia do końca 2014 r., GTC posiada w swoim banku ziemi nieruchomości gruntowe o potencjale ok. 850 tys. m<sup>2</sup> powierzchni najmu. Ich wartość bilansową na koniec Q3 2011 szacujemy na 190 mln EUR. Największe zapasy gruntów dotyczą krajów CEE (65%). Na Węgrzech i w Polsce Spółka posiada grunty pod inwestycje biurowe. W przypadku Węgier wszystkie grunty są zlokalizowane w Budapeszcie. Do wybudowania jest około 200 tys. m<sup>2</sup> powierzchni najmu. Grunty zlokalizowane w Polsce dysponują podobnym potencjałem i są zlokalizowane w większości poza stolicą (Kraków, Wrocław, Katowice, Poznań, Łódź). Z inwestycji zlokalizowanych w krajach CEE Spółka posiada jeszcze grunty w Petersburgu. Wartość banku ziemi znajdującego się w krajach SEE szacujemy na około 67 mln EUR (35% wartości banku ziemi pod działalność komercyjną).

Większość posiadanych przez Spółkę gruntów nie pozwala na rozpoczęcie projektów w przewidywalnym czasie. Przy pogorszeniu sytuacji makroekonomicznej w krajach regionu, możliwa jest też utrata wartości nieruchomości gruntowych. Nawet przy poprawie klimatu inwestycyjnego zdolność GTC do realizacji inwestycji na posiadanych gruntach byłaby ograniczona z powodu znacznego zadłużenia Spółki, dlatego przykładamy 30% dyskonta do banku ziemi zlokalizowanego w krajach CEE oraz 60% dyskonta do nieruchomości gruntowych zlokalizowanych w krajach SEE. Łącznie oznacza to 77,0 mln EUR dyskonta w stosunku do obecnej wartości bilansowej banku ziemi.

### Szacunkowy bank ziemi przeznaczony pod działalność komercyjną (mln EUR)\*



Źródło: DI BRE S.A., GTC; \*grunty, na których inwestycje komercyjne zostaną zakończone po 2014 r.

### Możliwości finansowania projektów inwestycyjnych

Szacujemy, że w celu zrealizowania okrojonego programu inwestycyjnego GTC będzie zmuszone wygospodarować ok. **280 mln EUR** gotówki do końca 2013 r. Zakładamy również przeznaczenie **25 mln EUR** na nabycie nowych gruntów. Potrzeby gotówkowe GTC na tym się nie kończą. Wyłączając Park Biurowy Platinum, GTC w latach 2012-2013 ma do spłaty ponad 150 mln EUR kredytów i 125 mln EUR obligacji. Dodatkowe 126 mln EUR to kredyty, w których złamane zostały kowenanty. Uważamy, że rolowanie całości powyższych zobowiązań będzie niemożliwe. Zakładamy, że w latach 2012-2013 Spółka będzie zmuszona do spłaty około 30% zapadającego długu (**80 mln EUR**).



## Wycena nieruchomości inwestycyjnych

(mln EUR)	Q4 11P	2012P	2013P
<b>Nieruchomości inwestycyjne (początek okresu)</b>	<b>1 777,8</b>	<b>1 802,5</b>	<b>1 861,6</b>
CAPEX	26,0	82,3	172,6
Zakup gruntów	5,0	10,0	10,0
Aktualizacja wartości godziwej	-6,3	-4,3	55,0
Sprzedaż	0,0	-28,9	-38,6
<b>Nieruchomości inwestycyjne (koniec okresu)</b>	<b>1 802,5</b>	<b>1 861,6</b>	<b>2 060,6</b>

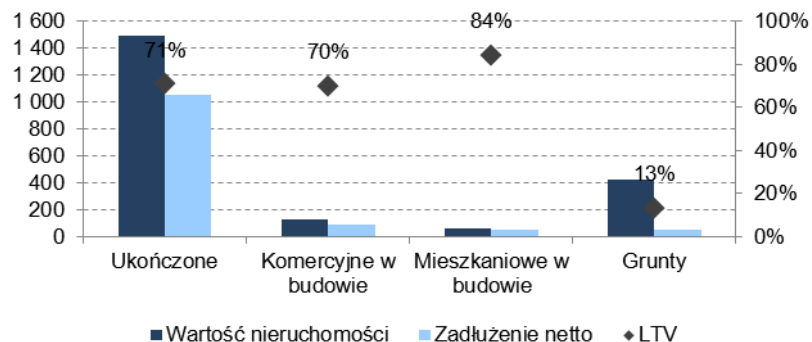
Źródło: DI BRE Banku

Źródła finansowania w Spółce są ograniczone. Średnie LTV dla całego portfela nieruchomości wyniosło na koniec Q3 2011 60%, jednak nieruchomości generujące przychody z czynszów są zalewarowane aż w 71%. Jest to górna granica, do jakiej banki były do niedawna skłonne refinansować nieruchomości inwestycyjne. Dziś uzyskanie tak wysokiego wskaźnika może być trudniejsze. LTV w przypadku nieruchomości w budowie wynosi również 70%, co oznacza, że obiekty planowane do przekazania najemcom w ciągu najbliższego roku, były w dużym stopniu finansowane za pomocą kredytu.

Biorąc pod uwagę obecne zadłużenie inwestycji w budowie, dalsze finansowanie inwestycji długiem może być utrudnione. Dotyczy to głównie projektów Galeria Burgas i Galeria Varna. Wartość projektów, których ukończenie zakładamy w 2013 r. wynosi 187 mln EUR. Uzyskanie finansowania na nowe projekty może być coraz trudniejsze w kolejnych kwartałach, stąd zakładamy LTV na poziomie 40% dla projektów kończonych po 2012 r. Przy powyższych założeniach do końca 2013 r. GTC może pozyskać ok. **110 mln EUR** kredytów.

Kolejne **60 mln EUR** to środki pozyskane ze sprzedaży Platinum BP. Przy naszych prognozach przychodów, jedynie ok. **10-20 mln EUR** gotówki pochodzący z bieżącej działalności operacyjnej (większość zysku operacyjnego pochłonięły koszty obsługi zadłużenia). Obecnie nie widzimy dużych szans na szybkie odzyskanie gotówki zamrożonej w aktywach mieszkaniowych. LTV realizowanych inwestycji mieszkaniowych wyniosło na koniec Q3 2011 84%. Nie dość, że sprzedaż mieszkań postępuje wolno, to gotówka ze sprzedaży posłuży spłacie obecnego zadłużenia.

## Wskaźnik LTV w GTC na koniec Q3 2011



Źródło: GTC

Podsumowując, potrzeby gotówkowe GTC do końca 2013 r. szacujemy na 385 mln EUR. 190 mln EUR Spółka może pozyskać ze sprzedaży Platinum BP, refinansując planowane projekty komercyjne oraz z bieżącej działalności. Brakujące 195 mln EUR pomniejszyłoby saldo gotówki w bilansie, które 30 czerwca 2011 wynosiło łącznie z depozytami krótkoterminowymi 203 mln EUR). Jak widać, przy powyższych założeniach GTC może mieć poważny problem z finansowaniem własnego programu inwestycyjnego. Bez dalszej sprzedaży nieruchomości Spółka może być zmuszona do rozciągnięcia inwestycji w czasie. W każdym razie, realizacja inwestycji na większą skalę niż przez nas zakładana, może być niemożliwa. Żeby tak się stało, polityka banków odnośnie finansowania nieruchomości komercyjnych musiałaby ulec rozluźnieniu. Dziś wydaje się to mało prawdopodobne.

## Prognozy wyników operacyjnych

Po pierwszych dwóch kwartałach 2011 r. cały zysk brutto ze sprzedaży został wygenerowany przez działalność komercyjną. Segment mieszkaniowy ma obecnie śladowy wpływ na wynik finansowy. Zakładamy, że w kolejnych latach marże na sprzedaży mieszkań pozostaną na poziomie ok. 2%. Jednocześnie spodziewamy się utrzymania niskich wolumenów sprzedaży.

Uważamy, że wyniki segmentu komercyjnego (bez uwzględniania rewaluacji) będą w 2012 r. zbliżone do ubiegłorocznych. Wynika to z niewielkiej liczby nowych obiektów przekazanych w 2012 r., podczas gdy część przychodów z czynszów występujących w 2011 r. nie powtórzy się w przyszłości (wpływ sprzedaży Galerii Mokotów oraz Platinum Business Park). W 2013 r. spodziewamy się 10% wzrostu zysku brutto ze sprzedaży. Powyższa dynamika jest efektem:

- stopniowego spadku wskaźnika pustostanów w ukończonych obiektach,
- indeksacji czynszów o wskaźnik inflacji,
- realizacji programu inwestycyjnego Spółki.

Potencjał do wzrostu przychodów z czynszów jest wyższy niż to wynika z naszych szacunków. Warunkiem jest poprawa koniunktury gospodarczej na rynkach, gdzie działa GTC. Z tytułu zlikwidowania pustostanów przychody z czynszów wzrosłyby o kolejne 4-5% w 2013 r. Oprócz dodatkowych przychodów z czynszów, Spółka zyskałaby dzięki wyższemu wpływowi z opłat serwisowych. Obecnie część opłat pokrywa GTC właśnie z powodu występowania pustostanów. Równie silnie na przychody z czynszów wpłynęłyby wzrost obrotów w galeriach w regionie SEE. W Rumunii i Bułgarii prawie wszystkie czynsze są uzależnione od obrotów. Z naszych szacunków wynika, że średnie czynsze w rumuńskich galeriach wynoszą obecnie około 5 EUR. W kolejnych dwóch latach zakładamy ich stabilizację na obecnym poziomie, tymczasem poprawa sytuacji gospodarczej wpłynęłaby na zdecydowany wzrost obrotów w galeriach i tym samym wzrost przychodów z czynszów.

### Prognozy wyników operacyjnych

(mln EUR)	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody z wynajmu i usług	124,1	127,5	127,5	140,2
Koszty wynajmu i usług	-29,7	-33,9	-33,9	-37,3
<b>Wynik brutto z segmentu biurowego i komercyjnego</b>	<b>94,4</b>	<b>93,5</b>	<b>93,5</b>	<b>102,9</b>
marża %	76,1%	73,4%	73,4%	73,4%
Przychody ze sprzedaży domów i mieszkań	44,9	28,9	33,7	24,8
Koszty własny sprzedaży domów i mieszkań	-42,6	-27,5	-32,9	-24,1
<b>Wynik brutto z segmentu mieszkaniowego</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>
marża %	5,1%	4,8%	2,5%	2,5%

Źródło: DI BRE Banku, GTC

## Wyceny akcji GTC

Akcje GTC wyceniliśmy dwoma metodami – metodą wartości aktywów netto oraz metodą porównawczą. Metodzie NAV przypisaliśmy wagę 70%. Przy kursie EUR/PLN = 4,0 wyznaczamy cenę docelową akcji GTC równą 9,4 PLN. Oznacza to, że potencjał wzrostu notowań GTC wynosi 5%. W związku z tym rekomendujemy trzymanie walorów dewelopera.

### Wycena akcji GTC

(EUR)	Wycena
Metoda wartości aktywów	2,1
Metoda porównawcza	2,5
Wycena 1 akcji GTC	2,2
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%
<b>Cena docelowa 1 akcji</b>	<b>2,4</b>
Docelowy kurs EUR/PLN	4,0
<b>Cena docelowa 1 akcji (PLN)</b>	<b>9,4</b>

Źródło: DI BRE Banku S.A.

### Wycena akcji GTC metodą wartości aktywów netto

W tej metodzie punktem wyjścia jest zdyskontowana wartość aktywów netto w 2013 r. Zmiana wartości aktywów netto wynika z założeń dotyczących:

- realizacji planu inwestycyjnego Spółki,
- zmiany wartości godziwej portfela ukończonych nieruchomości,
- przychodów z działalności komercyjnej i mieszkaniowej,
- pośrednich i bezpośrednich kosztów prowadzenia działalności.

Szacujemy, że na koniec 2013 r. NAV Spółki wyniesie 919 mln EUR. Oznacza to wzrost o zaledwie 6,7% w stosunku do NAV z końca Q3 2011. Przyjęcie przez nas kosztu kapitału własnego w wysokości 10,8% sprawia, że zdyskontowany na dziś NAV(2013) jest o 13,1% niższy niż bieżący NAV GTC. Inaczej mówiąc, w ciągu najbliższych trzech lat spodziewamy się utraty realnej wartości aktywów GTC, co jest następstwem ostrożnych założeń odnośnie rozwoju sytuacji gospodarczej. Nasze prognozy zakładają utrzymanie słabej koniunktury w krajach regionu SEE oraz stabilizację na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce.

#### Założenia istotne dla oszacowania NAV:

- Realizacja zakładanego przez Spółkę planu inwestycyjnego na lata 2011-2014 z przesunięciem inwestycji w Łodzi i Zagrzebiu na 2014 r. oraz przesunięciem o rok wszystkich inwestycji zaplanowanych na 2014 r.,
- Średnia marża deweloperska: biurowce w Polsce i Rumunii: 25%; centra handlowe w Rumunii, Bułgarii i Serbii: -14% (spółka częściowo odpisała wartość tych nieruchomości), centra handlowe w Warszawie: 32%,
- Spadek poziomu pustostanów w istniejących obiektach z obecnych 15% do 4% w 2013 r.,
- Wakacje czynszowe w nowych inwestycjach od 3 do 6 miesięcy,
- Spadek przychodów z czynszów w Rumunii i Bułgarii o 2% w 2012 r. oraz wzrost o 1% w 2013 r.; wzrost przychodów z czynszów o 2% rocznie w pozostałych krajach; korekta wysokości czynszów w wybranych obiektach, w których zbliżają się terminy renegotjacji, a czynsze odbiegają od rynkowych,
- Wzrost stóp kapitalizacji w Rumunii i Bułgarii o 0,2p.p. w 2012 r.; stabilizacja yieldów w pozostałych przypadkach.

Na potrzeby wyceny dokonujemy korekty wartości niektórych nieruchomości inwestycyjnych. Korygowane są aktywa, w których przypadku ryzyko utraty wartości jest największe. Są to nieruchomości zlokalizowane głównie w krajach Europy Południowo-Wschodniej, które silnie reagują na kryzys zadłużeniowy w Grecji.

#### Korekty NAV:

- 53 mln EUR:** wycena galerii w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji przy utrzymaniu obecnych przychodów z czynszów oraz stopy kapitalizacji równej 11%,
- 19 mln EUR:** wycena biurowców w Belgradzie przy założeniu spadku czynszów do 15 EUR oraz stopy kapitalizacji równej 9%,
- 77 mln EUR:** wycena obiektów handlowych w budowie w Rumunii i Bułgarii,
- 37 mln EUR:** 30% dyskonta do wartości banku ziemi w krajach CEE,
- 40 mln EUR:** 60% dyskonta do wartości banku ziemi w krajach SEE,
- 81 mln EUR:** 40% dyskonta do wartości zapasów mieszkaniowych oraz banku ziemi przeznaczonego pod projekty mieszkaniowe,
- 59 mln EUR:** 5% dyskonta do wartości pozostałych ukończonych nieruchomości (głównie rynek polski i węgierski).

#### Wpływ scenariuszy na wycenę aktywów GTC

	BV 09.2011	Scenariusz bazowy		Scenariusz pesymistyczny	
		Korekta	%	Korekta	%
Galerie w Rumunii, Bułgarii i Chorwacji	132	-53	-40%	-53	-40%
Biurowce w Belgradzie	126	-19	-15%	-25	-20%
Galerie w budowie w Rumunii i Bułgarii	164	-77	-47%	-82	-50%
Bank ziemi w krajach CEE	122	-37	-30%	-49	-40%
Bank ziemi w krajach SEE	67	-40	-60%	-40	-60%
Aktywa mieszkaniowe: zapasy i bank ziemi	203	-81	-40%	-101	-50%
Pozostałe wybudowane nieruchomości*	1 186	-59	-5%	-123	-10%
<b>Suma</b>	<b>2 000</b>	<b>-365</b>	<b>-18%</b>	<b>-473</b>	<b>-24%</b>

Źródło: DI BRE Banku, GTC; \*nieruchomości wybudowane z wyłączeniem galerii w Rumunii i Bułgarii oraz biurowców w Belgradzie

Suma powyższych korekt wynosi 365 mln EUR, co stanowi około 6,7 PLN na akcję (EUR/PLN=4,0). Korekty uwzględniamy w naszej wycenie akcji GTC. Odzwierciedlają one ryzyko dalszego pogorszenia się koniunktury w krajach SEE oraz niską rentowność niektórych aktywów w portfelu Spółki. Ich wartość będzie się zmniejszać wraz z poprawą sytuacji na rynku nieruchomości w analizowanych krajach.

Dodatkowo prezentujemy scenariusz pesymistyczny, w którym zakładamy wyższe dyskonto do wartości księgowej obiektów w Rumunii, Bułgarii, Chorwacji i Serbii oraz do wartości banku ziemi posiadanego przez Spółkę. W pesymistycznym scenariuszu przyjmujemy wzrost stóp kapitalizacji o 1p.p. w przypadku gotowych nieruchomości zlokalizowanych w Polsce i na Węgrzech (ok. 10% dyskonta). Uwzględnienie powyższych dyskont, obniżyłoby naszą wycenę akcji GTC z 9,4 do 8,2 PLN/akcję.

### Wycena metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln) EUR	2011P	2012P	2013P
Nieruchomości inwestycyjne	1 802,5	1 861,6	2 060,6
Nieruchomości ukończone	1 318	1 321	1 328
Nieruchomości do ukończenia w latach 2011-2013	220	252	275
Pozostałe grunty	265	289	457
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	57	63	68
Zapasy	145	135	144
Grunty pod projekty mieszkaniowe	55	55	55
Gotówka i depozyty krótkoterminowe	164	126	14
Pozostałe aktywa	210	77	76
<b>Suma aktywów</b>	<b>2 434</b>	<b>2 318</b>	<b>2 418</b>
Zobowiązania	1 575	1 455	1 499
<b>NAV</b>	<b>859</b>	<b>863</b>	<b>919</b>
Korekty wartości NAV	-365	-365	-365
<b>NAV skorygowany</b>	<b>494</b>	<b>498</b>	<b>554</b>
Stopa dyskontowa	10,8%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	100,0%	90,3%	81,5%
<b>Zdyskontowany NAV</b>	<b>494</b>	<b>449</b>	<b>451</b>
Liczba akcji	219,4	219,4	219,4
NAV na akcję (EUR)	2,3	2,0	2,1
Kurs EUR/PLN	4,0	4,0	4,0
<b>NAV na akcję (PLN)</b>	<b>9,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0

Źródło: Dł BRE Banku S.A.

### Wycena akcji GTC metodą porównawczą

Do wyceny porównawczej wybraliśmy polskie i zagraniczne spółki działające w segmencie nieruchomości komercyjnych. Powołując się na wskaźnik P/BV(2011) widzimy, że GTC jest notowany z 15% dyskonta w stosunku do spółek porównywanych. Dyskonto spada do 15% w 2013 r., co wynika z prognoz silnego wzrostu NAV w porównywalnych spółkach zlokalizowanych w Polsce.

Wśród zagranicznych spółek premiovane są Unibail-Rodamco oraz Deutsche Euroshop, których wycena rynkowa jest wyższa od wartości NAV. Większość aktywów obu spółek to centra handlowe z segmentu *prime*, zlokalizowane w krajach starej Unii (Niemcy, Francja, Holandia, Skandynawia). Nieruchomości te mają bardzo niskie wskaźniki pustostanów oraz wieloletnie umowy najmu. Niskie jest również zadłużenie obu spółek. LTV w Unibail-Rodamco wynosi 38%, natomiast w Deutsche Euroshop 47%. Na drugim biegunie znajduje się IVG o wskaźniku P/BV równym 0,28. Spółka jest mocno zadłużona (LTV=86%), a zysk z wynajmu powierzchni nie pokrywa odsetek od kredytów. Dwie inne spółki notowane z wyższym dyskontem do wartości księgowej to Immofinanz oraz CA Immo. Ich kondycja finansowa nie różni się znacznie od sytuacji w GTC, a niższy yield portfela można tłumaczyć znacznym udziałem nieruchomości w Niemczech i Austrii.

## Charakterystyka spółek porównywanych

Wskaźnik	GTC	IVG Immobilien	Immofinanz	CA Immo
Rynek	CEE, SEE	DE	DE, AT, CEE	DE, AT, CEE
LTV (dług netto/wartość nieruchomości)	51%	86%	49%	55%
Dług netto / kapitały własne	126%	523%	87%	173%
Zadłużenie krótkoterminowe / zadłużenie	25%	28%	17%	18%
Udział pustostanów	13,0%	10,9%	10,0%	15,0%
Stopa kapitalizacji portfela nieruchomości	8,0%	5,2%	6,7%	6,2%

Źródło: Spółki

Przy konstruowaniu mnożnika założyliśmy jednakowe wagi dla grupy spółek zagranicznych i polskich. 9-cio miesięczna cena docelowa przy zastosowaniu metody porównawczej to 10,7 PLN/akcję.

## Wycena akcji GTC metodą porównawczą

	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/BV 2013P
Echo Investment	0,75	0,67	0,63
BBI Development	0,67	0,67	0,65
P.A. Nova*	0,73	0,63	0,54
<b>Mediana</b>	<b>0,73</b>	<b>0,67</b>	<b>0,63</b>
<b>Waga</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
Atrium European Real Estate	0,56	0,54	0,52
CA Immobilien Anlagen	0,38	0,38	0,38
Conwert Immobilien Invest SE	0,54	0,50	0,48
Deutsche Euroshop AG	1,05	1,02	1,01
Immofinanz AG	0,41	0,43	0,42
IVG Immobilien	0,28	0,30	0,30
Klepierre	1,04	1,05	1,01
Segro	0,62	0,66	0,63
Unibail Rodamco SE	1,14	1,07	0,99
Sparkassen Immobilien AG	0,58	0,53	0,51
<b>Mediana</b>	<b>0,57</b>	<b>0,54</b>	<b>0,52</b>
<b>Waga</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,65</b>	<b>0,60</b>	<b>0,57</b>
<b>GTC</b>	0,53	0,52	0,49
Premia	-18,0%	-13,1%	-14,8%
<b>Implikowana wycena</b>			
Mediana	0,65	0,60	0,57
Waga roku	33%	33%	33%
BVPS	3,92	4,00	4,29
<b>Wartość firmy na akcję (EUR)</b>	<b>2,47</b>		

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg, \*P/BV korygowane



## Rachunek wyników

(mln EUR)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>73,6</b>	<b>114,5</b>	<b>156,4</b>	<b>169,0</b>	<b>157,2</b>	<b>161,3</b>	<b>165,1</b>
<i>zmiana %</i>	-9,0%	55,6%	36,5%	8,1%	-7,0%	2,6%	2,4%
Przychody: wynajem powierzchni	52,3	72,1	96,2	124,1	128,3	127,6	140,4
Przychody: budownictwo mieszkaniowe	21,3	42,5	60,1	44,9	28,9	33,7	24,8
Koszt własny sprzedaży	-23,7	-51,9	-71,2	-72,3	-61,6	-66,9	-61,6
Zysk brutto na sprzedaży	49,9	62,7	85,2	96,7	95,6	94,4	103,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	67,9%	54,7%	54,5%	57,2%	60,8%	58,5%	62,7%
Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni	41,1	53,5	73,9	94,4	94,3	93,5	102,9
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	78,7%	74,3%	76,8%	76,1%	73,4%	73,3%	73,3%
Zysk brutto na sprzedaży: budownictwo mieszkaniowe	8,8	9,1	11,3	2,3	1,4	0,9	0,6
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	41,3%	21,5%	18,8%	5,1%	4,8%	2,5%	2,5%
Koszty sprzedaży	-4,3	-4,3	-5,0	-6,3	-6,9	-7,1	-7,3
Koszty ogólnego zarządu	-17,2	-18,1	-20,1	-21,7	-19,3	-19,9	-20,5
Pozostała działalność operacyjna netto	2,3	8,0	-10,0	-1,3	-3,5	-2,6	-2,6
<b>EBIT bez rewaluacji</b>	<b>30,8</b>	<b>48,3</b>	<b>50,1</b>	<b>67,4</b>	<b>65,9</b>	<b>64,8</b>	<b>73,1</b>
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	292,4	235,6	-172,3	43,2	-184,0	-4,3	55,0
<b>EBIT</b>	<b>323,2</b>	<b>283,9</b>	<b>-122,1</b>	<b>110,6</b>	<b>-118,1</b>	<b>60,6</b>	<b>128,1</b>
<i>zmiana %</i>	38,9%	-12,2%	-143,0%	-190,5%	-206,8%	-151,3%	111,5%
<i>marża EBIT</i>	439,0%	247,8%	-78,1%	65,4%	-75,1%	37,5%	77,6%
Wynik na działalności finansowej	-28,7	-14,9	-40,2	-69,5	-80,9	-61,5	-64,6
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	4,7	-1,0	-2,5	4,7	-0,5	5,5	5,1
<b>Zysk brutto</b>	<b>299,1</b>	<b>267,9</b>	<b>-164,8</b>	<b>45,7</b>	<b>-199,5</b>	<b>4,5</b>	<b>68,7</b>
Podatek dochodowy	-37,7	-78,8	25,4	-17,1	-5,3	-0,9	-13,0
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	27,0	23,9	-11,1	-13,3	-45,5	-13,3	-8,2
<b>Zysk netto</b>	<b>234,4</b>	<b>165,2</b>	<b>-128,3</b>	<b>41,9</b>	<b>-159,4</b>	<b>17,0</b>	<b>63,8</b>
<i>zmiana %</i>	20,2%	-29,5%	-177,6%	-132,7%	-480,0%	-110,7%	275,5%
<i>marża %</i>	318,5%	144,3%	-82,1%	24,8%	-101,4%	10,5%	38,7%
Amortyzacja	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
<b>EBITDA</b>	<b>323,5</b>	<b>284,3</b>	<b>-121,7</b>	<b>111,1</b>	<b>-117,5</b>	<b>61,2</b>	<b>128,7</b>
<i>zmiana %</i>	38,9%	-12,1%	-142,8%	-191,3%	-205,7%	-152,1%	110,4%
<i>marża EBITDA</i>	439,4%	248,2%	-77,8%	65,8%	-74,7%	37,9%	77,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	220,4	219,4	219,4	219,4	219,4	219,4	219,4
EPS	1,1	0,8	-0,6	0,2	-0,7	0,1	0,3
CEPS	1,1	0,8	-0,6	0,2	-0,7	0,1	0,3
ROAE		16,1%	-12,4%	4,3%	-17,1%	2,0%	7,0%
ROAA	15,3%	7,5%	-5,0%	1,6%	-6,2%	0,7%	2,7%

**Bilans**

(mln EUR)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 861,2</b>	<b>2 558,4</b>	<b>2 622,6</b>	<b>2 728,4</b>	<b>2 434,1</b>	<b>2 318,3</b>	<b>2 418,0</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>1 219,8</b>	<b>1 931,4</b>	<b>2 133,3</b>	<b>2 259,1</b>	<b>2 083,4</b>	<b>2 013,9</b>	<b>2 218,1</b>
Pożyczki udzielone i inne należności	20,3	52,3	54,0	19,6	21,4	21,4	21,4
Nieruchomości inwestycyjne	1147,3	1827,8	1971,9	2117,6	1802,5	1861,6	2060,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	1,4	1,1	2,0	1,9	1,9	1,9
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	27,9	44,9	49,5	56,3	57,4	62,9	68,0
Grunty przeznaczone pod zabudowę	0,0	0,0	50,1	52,4	55,0	55,0	55,0
Pozostałe	24,3	5,1	6,8	11,1	145,3	11,2	11,2
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>641,4</b>	<b>627,0</b>	<b>489,2</b>	<b>469,3</b>	<b>350,7</b>	<b>304,4</b>	<b>199,9</b>
Zapasy	212,9	322,0	220,8	201,8	145,0	135,3	144,3
Należności, depozyty i zaliczki	65,9	100,6	80,7	72,6	62,0	42,2	34,7
Instrumenty pochodne	12,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	345,6	200,8	185,6	191,7	136,9	120,2	14,1
Inne	5,0	3,6	2,1	3,1	6,8	6,8	6,8
<b>(mln EUR)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 861,2</b>	<b>2 558,4</b>	<b>2 622,6</b>	<b>2 728,4</b>	<b>2 434,1</b>	<b>2 318,3</b>	<b>2 418,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>958,7</b>	<b>1 098,9</b>	<b>964,2</b>	<b>1 008,8</b>	<b>860,2</b>	<b>877,2</b>	<b>941,0</b>
Kapitał mniejszości	29,4	57,0	46,5	44,1	-0,8	-14,1	-22,3
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>697,7</b>	<b>1 160,8</b>	<b>1 420,3</b>	<b>1 486,9</b>	<b>1 164,4</b>	<b>1 124,9</b>	<b>1 169,0</b>
Pożyczki i kredyty	578,5	926,1	1 234,0	1 294,9	978,0	939,4	973,0
Rezerwa na podatek odroczoney	93,7	154,4	117,3	127,1	113,5	112,7	123,1
Instrumenty pochodne	0,0	67,9	62,5	54,2	63,2	63,2	63,2
Rezerwy i inne	25,5	12,4	6,4	10,8	9,6	9,6	9,6
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>175,5</b>	<b>241,7</b>	<b>191,6</b>	<b>188,6</b>	<b>410,2</b>	<b>330,2</b>	<b>330,2</b>
Pożyczki i kredyty	31,6	54,3	65,1	83,2	318,9	238,9	238,9
Instrumenty pochodne	0,0	5,2	14,3	15,1	20,5	20,5	20,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe	41,4	113,7	91,5	78,0	65,0	65,0	65,0
Otrzymane zaliczki	60,2	51,4	20,6	12,1	5,8	5,8	5,8
Rozliczenia międzyokresowe	40,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inne	1,5	17,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dług	610,1	980,4	1 299,1	1 378,1	1 296,9	1 178,2	1 211,8
Dług netto	264,4	779,7	1 113,4	1 186,4	1 160,0	1 058,1	1 197,7
(Dług netto / Kapitał własny)	27,6%	70,9%	115,5%	117,6%	134,8%	120,6%	127,3%
(Dług netto / EBITDA)	0,8	2,7	-9,1	10,7	-9,9	17,3	9,3
<b>BVPS</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>

**Rachunek przepływów pieniężnych**

(mln EUR)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-4,7</b>	<b>-86,5</b>	<b>20,2</b>	<b>77,6</b>	<b>39,5</b>	<b>71,9</b>	<b>63,9</b>
Zysk brutto	299,1	267,9	-164,8	45,7	-199,5	4,5	68,7
Amortyzacja	0,3	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Kapitał obrotowy	-29,0	-125,3	-25,9	12,7	-6,6	8,1	-7,2
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-292,4	-243,5	172,3	-43,2	184,0	4,3	-55,0
Pozostałe	17,2	13,9	38,2	61,8	61,0	54,3	56,9
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-192,3</b>	<b>-417,1</b>	<b>-280,2</b>	<b>-51,9</b>	<b>-87,0</b>	<b>74,6</b>	<b>-140,2</b>
CAPEX / zbycie nieruchomości	-209,3	-324,6	-267,7	-135,2	-181,9	-92,9	-183,2
Inwestycje kapitałowe	-81,6	-53,4	0,0	-9,4	-5,0	0,0	0,0
Sprzedaż nieruchomości inwestycyjnych	126,5	0,0	5,1	90,5	97,1	163,0	38,6
Pozostałe	-27,9	-39,1	-17,6	2,2	2,9	4,5	4,5
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>276,8</b>	<b>366,9</b>	<b>259,5</b>	<b>-20,7</b>	<b>-10,7</b>	<b>-163,3</b>	<b>-29,7</b>
Emisja akcji	0,1	0,0	1,6	0,8	1,0	0,0	0,0
Dług	277,5	404,9	324,8	58,7	43,2	-118,7	33,6
Odsetki zapłacone	0,0	-35,8	-37,7	-68,0	-63,0	-66,0	-69,1
Pozostałe	-0,9	-2,2	-29,2	-12,1	8,2	21,4	5,7
<b>Różnice kursowe</b>	<b>-11,7</b>	<b>-8,1</b>	<b>-14,6</b>	<b>1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>68,0</b>	<b>-144,9</b>	<b>-15,1</b>	<b>6,1</b>	<b>-54,8</b>	<b>-16,8</b>	<b>-106,0</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	345,6	200,8	185,6	191,7	136,9	120,2	14,1
DPS (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-289,1	-462,9	-243,5	-64,4	-127,6	-20,0	-117,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	284,3%	283,4%	171,2%	80,0%	115,7%	57,6%	111,0%

**Wskaźniki rynkowe**

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	2,0	2,8	-3,6	10,9	-2,9	27,0	7,2
P/CE	2,0	2,8	-3,6	10,8	-2,9	26,1	7,1
P/BV	0,48	0,42	0,48	0,46	0,53	0,52	0,49
P/S	6,3	4,0	2,9	2,7	2,9	2,8	2,8
FCF/EV	-38,3%	-35,7%	-15,0%	-3,8%	-7,9%	-1,3%	-7,2%
EV/EBITDA	2,3	4,6	-13,3	15,2	-13,8	24,6	12,7
EV/EBIT	2,3	4,6	-13,3	15,3	-13,7	24,8	12,8
EV/S	10,3	11,3	10,4	10,0	10,3	9,3	9,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (EUR) dla kursu EUR/PLN = 4,3</b>	<b>2,09</b>						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	220,4	219,4	219,4	219,4	219,4	219,4	219,4
MC (mln EUR)	461,3	459,2	459,2	459,2	459,2	459,2	459,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln EUR)	29,4	57,0	46,5	44,1	-0,8	-14,1	-22,3
EV (mln EUR)	755,2	1 295,8	1 619,1	1 689,6	1 618,3	1 503,1	1 634,6

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.marczak@dibre.com.pl)  
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

**Departament Analiz:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17  
[piotr.grzybowski@dibre.com.pl](mailto:piotr.grzybowski@dibre.com.pl)  
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41  
[maciej.stoklosa@dibre.com.pl](mailto:maciej.stoklosa@dibre.com.pl)  
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40  
[jakub.szkopek@dibre.com.pl](mailto:jakub.szkopek@dibre.com.pl)  
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37  
[iza.rokicka@dibre.com.pl](mailto:iza.rokicka@dibre.com.pl)  
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36  
[gabriela.borowska@dibre.com.pl](mailto:gabriela.borowska@dibre.com.pl)  
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01  
[piotr.zybala@dibre.com.pl](mailto:piotr.zybala@dibre.com.pl)  
Deweloperzy

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22  
Dyrektor  
[piotr.dudzinski@dibre.com.pl](mailto:piotr.dudzinski@dibre.com.pl)

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

**Maklerzy:**

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63  
[emil.onyszczyk@dibre.com.pl](mailto:emil.onyszczyk@dibre.com.pl)

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44  
[michal.jakubowski@dibre.com.pl](mailto:michal.jakubowski@dibre.com.pl)

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@dibre.com.pl](mailto:tomasz.jakubiec@dibre.com.pl)

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25  
[michal.stepkowski@dibre.com.pl](mailto:michal.stepkowski@dibre.com.pl)

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68  
[pawel.majewski@dibre.com.pl](mailto:pawel.majewski@dibre.com.pl)

**Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych**

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46  
Kierownik Zespołu  
[adam.prokop@dibre.com.pl](mailto:adam.prokop@dibre.com.pl)

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64  
[michal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:michal.rozmiej@dibre.com.pl)

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64  
[jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl](mailto:jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl)

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85  
[jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl](mailto:jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl)

**„Prywatny Makler”**

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70  
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży  
[jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://www.dibre.com.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

**EBIT** - Zysk operacyjny

**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** - wartość księgową

**WNDB** - wynik na działalności bankowej

**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

**Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu  
**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące GTC**

Rekomendacja	Kupuj	Trzymaj
data wydania	2011-05-27	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	19,25	8,84
WIG w dniu rekomendacji	49215,53	39518,87