



analityk: Adam Anioł

data sporządzenia: 20.03.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
8,60	3 957,9	40,20%	790,3	5,7	1,26

Grupa GTC jest jedną z czołowych spółek sektora nieruchomości komercyjnych w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowej. Grupa zajmuje się budowaniem nieruchomości biurowych i handlowych o wysokim standardzie. Obecnie GTC jest właścicielem i zarządcą 36 budynków komercyjnych oferujących ponad 593 000 m kw. powierzchni biurowej i handlowej w Polsce, Serbii, Rumunii, Chorwacji, Bułgarii i na Węgrzech.

Wyniki kwartalne (mln EUR)	4Q '16	4Q '15	r/r	4Q '16	4Q '16 - konsensus	różnica
Przychody	29,8	29,4	1,4%	29,8	31,6	-5,7%
Zysk brutto z działalności operacyjnej	21,8	20,4	6,9%	21,8	-	-
marża brutto ze sprzedaży	73,2%	69,4%		73,2%		
EBIT	62,2	43,8	42,0%	62,2	21,2	193,4%
marża EBIT	208,7%	149,0%		208,7%	67,1%	
Rewaluacja	45,1	27,9	61,6%	-	-	
Zysk netto	51,9	28,4	82,7%	51,9	41,3	25,7%
marża netto	174,2%	96,6%		174,2%	130,7%	
Wartość księgowa na akcję (EUR)	1,72	1,35				

## Komentarz do wyników

Przychody Spółki utrzymują się na poziomie z minionych kwartałów - GTC wypracował w 4Q'16 29,8 mln EUR obrotu (+4% q/q i +1,4% r/r). **Względem ubiegłego roku, poprawę o 9,4 mln EUR zanotował wskaźnik NOI (zysk operacyjny netto), co było rezultatem kontynuowanej strategii zwiększenia portfela nieruchomości.** W całym 2016 roku GTC przeznaczyło na ten cel 162 mln EUR, nabywając pięć nieruchomości o łącznej powierzchni najmu ok. 59 tys. m<sup>2</sup>, a także kończąc budowy dwóch obiektów biurowych w Polsce oraz Serbii. Tym samym **wartość aktywów generujących dochód wzrosła do 1 261 mln EUR, kiedy na koniec 2015 roku wynosiła 1 052 mln (+19,8% r/r).**

Powierzchnia do wynajęcia w portfelu Spółki wynosi obecnie 596 tys. m<sup>2</sup>, co oznacza wzrost w okresie roku o 85 tys. m<sup>2</sup> (+16,6% r/r) – 74% powierzchni przypada na biura, a pozostała część na nieruchomości handlowe. Powyższe przełożyło się na **istotny wzrost zadłużenia z 739 mln EUR na koniec 2015 r. do 893 mln EUR**, który wynikał przede wszystkim z zaciągnięcia nowych zobowiązań pod nowe inwestycje (nabywane oraz w budowie). Wskaźnik zadłużenia netto do wartości nieruchomości (LTV) ukształtował się na poziomie 43% na koniec 2016 r. względem 39% w 4Q'15. Z drugiej strony **należy podkreślić stabilny poziom kosztów finansowych w całym minionym roku (28 vs 29 mln EUR w 2015 r.),** który został utrzymany dzięki refinansowaniu zadłużenia.

Jednym z głównych zaskoczeń w wynikach raportowanego kwartału był zysk z rewaluacji (+45,1 vs 27,9 mln EUR w 4Q'15), odnotowany przy dodatnich wycenach dokonywanych w ciągu roku nie przekraczających jednak 20 mln EUR. Dodatkowo przeszacowanie wartości nieruchomości dotyczyło obiektów będących zarówno w budowie (Galeria Północna, FortyOne II / III, University Business Park B), jak i już działających. Z wyłączeniem efektu rewaluacji, EBIT wyniósł 17,1 mln EUR (+7,5% r/r). **Wyraźnie pozytywny wpływ na wynik netto miało również obniżenie kosztów finansowych,** co wynikało z obniżenia średniego poziomu oprocentowania posiadanego długu z 3,4% w 2015 r. do 3,2% w 2016 r.



## GTC

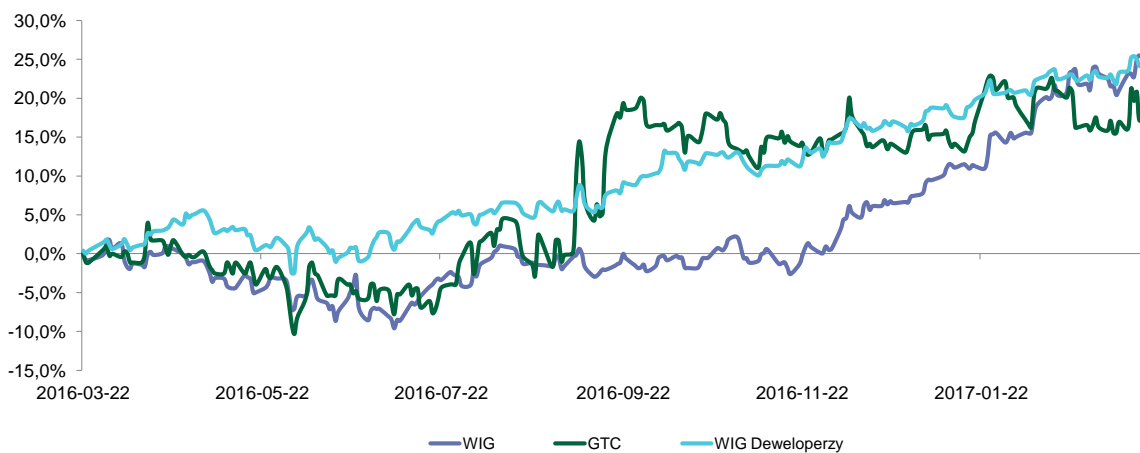
### Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

**Wyniki GTC oceniamy pozytywnie.** Dobra sytuacja Spółki wynika z wdrażanej od ponad roku strategii polegającej na restrukturyzacji zadłużenia oraz poprawie jakości portfela nieruchomości. **Pozytywnie należy ocenić poziom wynajmu który wynosi obecnie średnio 94%** (93% dla biur oraz 95% dla powierzchni handlowej), mimo iż w nabywanych wcześniej obiektach poziom ten nie przekraczał 90%. Obecnie Spółka posiada w budowie obiekty o powierzchni najmu na poziomie 139 tys. m<sup>2</sup>, z czego 83 tys. m<sup>2</sup> jest planowane do oddania w roku bieżącym (m.in. Galeria Północna 3Q'17, FortyOne III 1Q'17, Artico Q3'17).

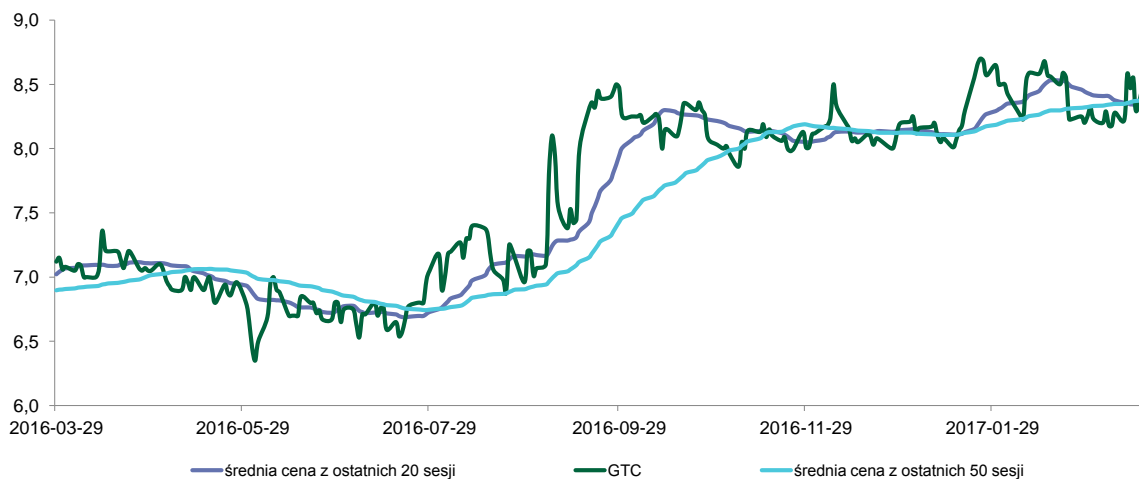
**Ponadto w przygotowaniu znajduje się 6 projektów**, których planowana powierzchnia do wynajęcia to ok. 181 tys. m<sup>2</sup>. Do powyższych należy Galeria Wilanów (61 tys. m<sup>2</sup>), gdzie Spółka cały czas jest w procesie uzyskiwania pozwolenia na budowę – GTC liczy na rozwiązanie tej kwestii w najbliższych 3-4 miesiącach. **Spółka negocjuje także akwizycje „średniej wielkości” obiektów przede wszystkim w Polsce, Bułgarii oraz Rumunii.**

Przy okazji publikacji wyników, **Zarząd zarekomendował dywidendę z zysku za 2016 r. na poziomie 0,27 PLN akcja, co implikuje stopę dywidendy (DY) na poziomie ok. 3,1%**, przewyższając tym samym oczekiwania rynkowe. Dodatkowo, wg Zarządu realizacja strategii Spółki pozwoli na rekomendowanie dwucyfrowych wzrostów dywidendy w kolejnych latach. Obecnie Spółka wyceniana jest na poziomie 1,21x dla wskaźnika C/WK, tym samym podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów GTC.

### GTC vs WIG vs WIG - Deweloperzy



### Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





**Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego**      telefon      adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl">michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	<a href="mailto:kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl">kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl">adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno**      telefon      adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	<a href="mailto:damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl">damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl</a>
Paulina Rudolf	22 507 52 73	<a href="mailto:paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl">paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bgzbnpparibas.pl">monika.dudek@bgzbnpparibas.pl</a>
Przemysław Borycki	22 566 97 04	<a href="mailto:przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl">przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl">s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl</a>

**Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego**      telefon      adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	<a href="mailto:marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl">marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl</a>
-----------------	--------------	--

**Internetowe serwisy transakcyjne**

**bmBGZ.net**

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

**eIPO.bmBGZ**

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny  
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych  
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów  
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)  
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją  
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej  
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję  
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji  
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji  
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży  
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości  
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej  
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

**Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

**Neutralnie** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

**Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)