

28 maja 2010

Aktualizacja raportu

**Deweloperzy**

Polska

|                                |                   |
|--------------------------------|-------------------|
| <b>Cena bieżąca</b>            | <b>23,8 PLN</b>   |
| <b>Cena docelowa</b>           | <b>23,9 PLN *</b> |
| Kapitalizacja                  | 5,2 mld PLN       |
| Free float                     | 2,3 mld PLN       |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 19,54 mln PLN     |

\* 5,98 EUR; dla docelowego kursu EUR/PLN = 4,0

**Struktura akcjonariatu**

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| Kardan N.V. (poprzez GTC REH) | 43,14% |
| AVIVA OFE BZ WBK              | 7,24%  |
| ING OFE                       | 6,24%  |

Free float 43,38%

**Profil spółki**

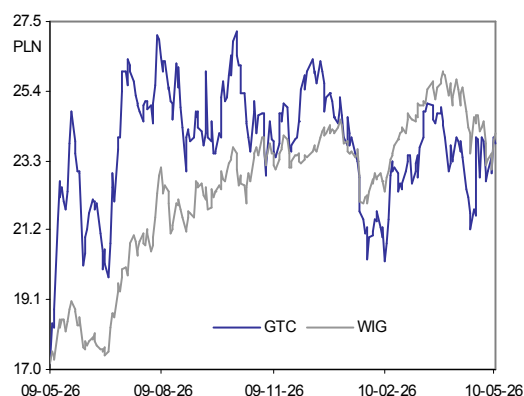
GTC jest jednym z największych deweloperów działającym na rynku nieruchomości komercyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Spółka posiada w portfelu nieruchomości o łącznej powierzchni do wynajęcia ok. 457 tys. mkw. Dodatkowym segmentem działalności GTC jest budowa i sprzedaż mieszkań.

**Ważne daty**

31.08.2010 - raport PSr 2010  
15.11.2010 - raport Q3 2010

**Strategia dotycząca sektora**

Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów mieszkaniowych. Uważamy, że sektor jest bezpieczniejszy niż branża budowlana i posiada większy potencjał wzrostowy niż najwięksi deweloperzy komercyjni. Sektor deweloperów komercyjnych oceniamy stosunkowo neutralnie, przysługując, że ma on obecnie cechy defensywne.

**Kurs akcji GTC na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

**GTC**

GTCE.WA; GTC.PW

**Trzymaj**

(Podtrzymana)

**Defensywna spółka, ale potencjału brak**

GTC charakteryzuje się obecnie walorami spółki defensywnej. Deweloper posiada bardzo duży bank wybudowanych obiektów, którego potencjał do generowania wyniku operacyjnego powinien pozostawać stabilny. Pojedyncze pozytywne zdarzenia, takie jak sprzedaż dwóch biurów w Warszawie, mają bardzo ograniczone przełożenie na wycenę spółki. Transakcja może przy założeniu pełnego reinwestowania środków zwiększyć wycenę dewelopera o co najwyżej 1,5% (spółka ma bardzo duże aktywa). Najważniejszymi determinantami wartości walorów GTC pozostają czynniki makro, a więc rentowność obligacji i stopy kapitalizacji nieruchomości. Spadek stóp kapitalizacji w rejonie Europy Środkowej jest już naszym zdaniem właściwie uwzględniony w wycenie spółki. Deweloper notowany jest z premią do wartości księgowej (P/BV = 1,35), co jednak jest uzasadnione oczekiwanym wzrostem wyceny nieruchomości i programem inwestycyjnym. Możliwość przekroczenia prognoz w zakresie nowych inwestycji są raczej ograniczone. Pomimo trudnej sytuacji związanej z pogorszeniem koniunktury gospodarczej, na rynku komercyjnym brakuje typowych distressed assets. Z uwagi na lepsze niż oczekiwane parametry dotyczące aktywów (dane opublikowane w marcu 2010), podnosimy naszą cenę docelową, nie zmieniamy jednak rekomendacji inwestycyjnej. Większy potencjał dostrzegamy w innych spółkach z sektora deweloperskiego.

**Dane o aktywach a koniec 2009 roku a złożenia DI BRE**

Dane dotyczące aktywów GTC, opublikowane przez spółkę po wynikach 2009 roku, oceniamy pozytywnie. Wyższe od naszych założeń okazały się stopy kapitalizacji, co świadczy o bardziej konserwatywnych założeniach przyjętych w wycenach na koniec ubiegłego roku. Zjawisko wzrostu stóp kapitalizacji jest naszym zdaniem przejściowe i powinno w najbliższym czasie się odwrócić. Z drugiej strony, wyższe niż oczekiwaliśmy okazały się czynsze. Mimo, iż w wybranych obiektach są one wysokie na tle rynku, ich poziom powinien pozostać stabilny, ze względu na długoterminowy charakter umów najmu.

**Konwergencja stóp kapitalizacji a wycena innych spółek**

Wycena GTC dyskontuje przyszłą konwergencję stóp kapitalizacji. Uważamy, że zjawisko to faktycznie będzie miało miejsce i uwzględniamy je w prognozach. Stopy kapitalizacji nieruchomości w wybranych krajach są znacznie wyższe niż rentowność obligacji rządowych. Przykładowo, w przypadku Polski jest to aktualnie (5,8% dla obligacji 10-letnich i 6,9-8,5% dla nieruchomości komercyjnych). Uważamy, że różnica między rentownością obligacji a stopami kapitalizacji będzie w przyszłości zbliżać się do około 1% średnio (przedział 0,25%-1,5%).

| (mln EUR)            | 2008  | 2009   | 2010P | 2011P | 2012P |
|----------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Przychody            | 114,5 | 156,4  | 193,0 | 188,2 | 205,4 |
| EBIT bez rewaluacji  | 48,3  | 50,1   | 80,5  | 84,5  | 91,4  |
| marża EBIT           | 42,1% | 32,0%  | 41,7% | 44,9% | 44,5% |
| Wycena nieruchomości | 235,6 | -172,3 | 193,0 | 227,8 | 223,9 |
| EBIT z rewaluacją    | 283,9 | -122,1 | 273,6 | 312,3 | 315,3 |
| Zysk netto           | 165,2 | -125,2 | 184,3 | 175,3 | 182,9 |
| P/BV                 | 1,2   | 1,4    | 1,1   | 1,0   | 0,9   |
| P/E                  | 7,9   | -      | 7,1   | 7,4   | 7,1   |
| P/CE                 | 7,9   | -      | 7,1   | 7,4   | 7,1   |
| EV/EBITDA            | 7,5   | -20,2  | 9,4   | 8,6   | 8,7   |
| DYield               | 0,0%  | 0,0%   | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |

## Wyniki Q1 2010

### Q1 2010: wyniki nie zaskakują

Wyniki GTC za Q1 2010 oceniamy neutralnie, pomimo odchyień na poszczególnych poziomach rachunku wyników, w stosunku do prognozy. Odchylenie na poziomie przychodów tłumaczymy głównie zbyt wysokim poziomem prognozowanych przychodów z działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym. Przychody w segmencie determinowane są przez moment przekazywania lokali klientom. Wynik w ramach działalności komercyjnej jest bliski oczekiwaniom. Brak pozytywnej wyceny nieruchomości w budowie interpretujemy neutralnie. Nie ma znaczenia, w którym kwartale wycena ta wystąpi (w Q2, czy w Q1). Wyniki Q1 2010 nie mają raczej wpływu na ocenę atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Najważniejsza dla akcjonariuszy GTC jest wartość aktywów spółki, a ta z kolei związana jest głównie z rozwojem sytuacji makro. Dane finansowe, zgodnie z metodologią prognozy wyników Q1 2010, przedstawiamy w PLN. Obecnie postanowiliśmy, zgodnie z konsensusem prognoz i wycen, dokonać zmiany waluty, w której dokonujemy prognoz, na EUR.

### Wyniki GTC Q1 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

| (mln PLN)                        | Q1 2010 | Q1 2010P | Różnica | konsensus PAP | Różnica | Q1 2009 | Zmiana  |
|----------------------------------|---------|----------|---------|---------------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży           | 148,2   | 220,5    | -32,8%  | 162,3         | -8,7%   | 203,2   | -27,1%  |
| Zysk brutto ze sprzedaży         | 98,0    | 104,6    | -6,3%   | -             | -       | 95,9    | 2,2%    |
| Marża %                          | 66,1%   | 47,4%    | -       | -             | -       | 47,2%   | -       |
| EBIT bez rewaluacji              | 75,7    | 79,3     | -4,5%   | -             | -       | 38,8    | 95,0%   |
| Marża %                          | 51,1%   | 36,0%    | -       | -             | -       | 19,1%   | -       |
| Wycena nieruchomości             | -1,7    | 22,5     | -107,6% | -             | -       | 113,5   | -101,5% |
| EBIT                             | 74,0    | 101,8    | -27,3%  | 85,7          | -13,6%  | 152,3   | -51,4%  |
| Marża %                          | 50,0%   | 46,2%    | -       | 52,8%         | -       | 75,0%   | -       |
| Zysk brutto przed opodatkowaniem | 22,9    | 55,3     | -58,6%  | -             | -       | 100,3   | -77,2%  |
| Marża %                          | 15,4%   | 25,1%    | -       | -             | -       | 49,3%   | -       |
| Zysk netto                       | 24,8    | 40,6     | -38,9%  | 39,3          | -36,7%  | 9,7     | 157,4%  |
| Marża %                          | 16,8%   | 18,4%    | -       | 24,2%         | -       | 4,7%    | -       |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC, PAP

Przychody GTC w Q1 2010 były istotnie niższe od naszych oczekiwań, co wynika z przeszacowania przychodów z działalności deweloperskiej w segmencie mieszkaniowym. Przychody w segmencie działalności mieszkaniowej i usług wyniosły łącznie 53,9 mln PLN (prognoza: 194,3 mln PLN). Łączna marża brutto dla obu segmentów wyniosła 6,9%, czyli była niższa, niż prognozowaliśmy (12,5%). Wyższe za to niż oczekiwania były przychody z najmu netto (94,3 mln PLN, prognoza: 92,5 mln PLN).

### Wyniki GTC Q1 2010 w segmentach vs. prognoza

| (mln PLN)   | Wynajem | Usługi | Dz. deweloperska |
|-------------|---------|--------|------------------|
| Przychody   |         | 28,0   | 25,9             |
| Koszty      |         | 26,7   | 23,5             |
| Zysk brutto | 94,3    | 1,3    | 2,4              |
| Marża %     |         | 4,6%   | 9,3%             |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC, PAP

Niższe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólne (22,6 mln PLN, prognoza: 24,7 mln PLN). Zamiast zysku na wycenie nieruchomości w budowie w wysokości 22,5 mln PLN, GTC zaprezentował stratę na wycenie nieruchomości w wysokości 1,7 mln PLN. Zaskoczenie na poziomie wyceny nieruchomości oceniamy neutralnie. Nie ma naszym zdaniem znaczenia, czy wycena nieruchomości w budowie będzie miała w Q1 2010, czy w Q2 2010. Pozostałe przychody operacyjne netto były o 1 mln PLN wyższe, niż prognozowaliśmy.

Działalność finansowa obniżyła wynik GTC o 51,1 mln PLN (prognoza: 46,6 mln PLN). Głównym czynnikiem odchyień był niższy udział w wyniku jednostek stowarzyszonych (5,3 mln PLN, prognoza: 14,8 mln PLN). W tej pozycji zakładaliśmy rewaluacje inwestycji w toku w Czechach. Rewaluacja ta mogła nie nastąpić, co wpłynęło na niższy wynik. Koszty odsetkowe netto wyniosły 61,4 mln PLN (prognoza: 54,6 mln PLN), ujemne różnice kursowe zaś -1,85 mln PLN (prognoza: 0 mln PLN).

Podatek odroczony wyniósł 6,8 mln PLN (prognoza: 10,5 mln PLN), strata mniejszości zaś 8,8

mIn PLN (prognozowany zysk w wysokości 4,1 mln PLN). Ostatecznie, zysk netto wyniósł 24,8 mln PLN (prognoza: 40,6 mln PLN).

## Wycena aktywów GTC

### Portfel ukończonych aktywów komercyjnych

Poniżej prezentujemy wycenę poszczególnych aktywów GTC. W porównaniu do poprzedniego raportu, uwzględniamy informacje zamieszczone w danych o aktywach, opublikowanych w marcu 2010 roku. Wyższe w porównaniu do naszych wcześniejszych założeń stopy kapitalizacji na koniec 2009 roku i wyższe czynsze implikują wyższą wycenę aktywów.

#### Ukończone inwestycje komercyjne GTC (% , m2, EUR/m2, %, mIn EUR)

| Nazwa                      | Miasto            | Udział GTC | Powierzchnia * | Średni czynsz |       | Yield  |       | Wycena * |         |
|----------------------------|-------------------|------------|----------------|---------------|-------|--------|-------|----------|---------|
|                            |                   |            |                | 2009          | 2010P | 2009   | 2010P | 2009     | 2010P   |
| <b>Biura</b>               |                   |            |                |               |       |        |       |          |         |
| Globis Poznań              | Poznań            | 100,0%     | 13 000         | 15,0          | 15,5  | 7,35%  | 7,0%  | 30,4     | 34,4    |
| Topaz **                   | Warszawa          | 100,0%     | 11 080         | 16,0          | 16,5  | 7,50%  | 7,0%  | 28,0     | 0,0 **  |
| Galileo                    | Kraków            | 100,0%     | 10 300         | 11,8          | 12,8  | 8,25%  | 7,0%  | 20,5     | 22,6    |
| Newton                     | Kraków            | 100,0%     | 10 480         | 11,8          | 12,2  | 8,10%  | 7,0%  | 21,0     | 21,8    |
| Edison                     | Kraków            | 100,0%     | 10 400         | 17,0          | 17,5  | 7,75%  | 7,0%  | 24,2     | 31,2    |
| Nothus (Okęcie BP)         | Warszawa          | 100,0%     | 9 140          | 18,0          | 18,5  | 7,50%  | 7,0%  | 22,9     | 29,0    |
| Zephyrus                   | Warszawa          | 100,0%     | 9 140          | 17,0          | 17,5  | 7,75%  | 7,0%  | 22,4     | 27,4    |
| Platinum 1                 | Warszawa          | 100,0%     | 9 040          | 21,0          | 21,6  | 7,50%  | 7,3%  | 27,0     | 32,4    |
| Platinum 2                 | Warszawa          | 100,0%     | 8 900          | 21,0          | 21,6  | 7,60%  | 7,3%  | 26,0     | 31,7    |
| Platinum 3                 | Warszawa          | 100,0%     | 11 300         | 17,0          | 17,5  | 7,50%  | 7,0%  | 25,7     | 33,7    |
| Nefryt **                  | Warszawa          | 100,0%     | 15 300         | 19,0          | 19,6  | 7,50%  | 7,0%  | 42,8     | 0,0 **  |
| Globis Wrocław             | Wrocław           | 100,0%     | 14 700         | 16,0          | 16,5  | 7,75%  | 7,0%  | 36,1     | 41,4    |
| CB Kazimierz               | Kraków            | 100,0%     | 15 300         | 18,0          | 18,5  | 7,75%  | 7,0%  | 38,1     | 48,1    |
| Center Point I + II        | Budapeszt         | 100,0%     | 41 760         | 14,0          | 14,4  | 7,75%  | 7,0%  | 102,7    | 102,5   |
| Spiral 1+2                 | Budapeszt         | 100,0%     | 31 069         | 14,0          | 14,4  | 8,75%  | 7,5%  | 46,0     | 70,9    |
| GTC House                  | Belgrad           | 100,0%     | 13 500         | 18,0          | 18,9  | 9,00%  | 8,3%  | 38,0     | 36,9    |
| Avenue 19                  | Belgrad           | 100,0%     | 17 846         | 19,0          | 19,6  | 9,00%  | 8,3%  | 47,3     | 49,3    |
| GTC Square                 | Belgrad           | 100,0%     | 23 590         | 16,0          | 16,5  | 9,00%  | 8,3%  | 41,9     | 54,5    |
| City Gate                  | Bukareszt         | 61,8%      | 43 000         | 23,0          | 25,0  | 9,50%  | 8,0%  | 164,0    | 160,0   |
| Prague Marina 1            | Praga             | 32,1%      | 4 241          | 14,5          | 14,5  | 7,80%  | 7,0%  | 6,2      | 10,6    |
| <b>Biurowo-komercyjne</b>  |                   |            |                |               |       |        |       |          |         |
| Avenue Center, Avenue Mall | Zagrzeb           | 70,0%      | 33 500         | 28,9          | 30,0  | 7,30%  | 7,0%  | 176,3    | 172,3   |
| <b>Biurowo-magazynowe</b>  |                   |            |                |               |       |        |       |          |         |
| Sarka BP                   | Praga             | 32,1%      | 7 509          | 7,0           | 5,3   | 10,50% | 8,7%  | 4,7      | 5,7     |
| <b>Centra Handlowe</b>     |                   |            |                |               |       |        |       |          |         |
| Galeria Kazimierz          | Kraków            | 50,0%      | 19 100         | 22,0          | 24,5  | 7,00%  | 7,0%  | 80,0     | 80,2    |
| Galeria Mokotów            | Warszawa          | 50,0%      | 31 050         | 30,5          | 32,5  | 6,90%  | 6,9%  | 183,6    | 175,5   |
| Galeria Jurajska           | Częstochowa       | 100,0%     | 49 000         | 24,0          | 24,7  | 7,50%  | 7,0%  | 179,3    | 207,4   |
| Galeria Suceava            | Suceava (Rumunia) | 50,0%      | 5 400          | 10,0          | 13,0  | 9,80%  | 8,3%  | 9,1      | 9,1     |
| Galeria Buzau              | Buzau (Rumunia)   | 50,0%      | 6 700          | 13,0          | 13,4  | 9,00%  | 8,3%  | 13,4     | 13,4    |
| Galeria Piatra Neamt       | Piatra (Rumunia)  | 50,0%      | 6 400          | 12,0          | 12,4  | 9,73%  | 8,3%  | 11,0     | 11,4    |
| Suma EUR                   |                   |            |                |               |       |        |       | 1 462,4  | 1 502,9 |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC; \* dane przedstawione wg. metody konsolidacji w bilansie GTC; \*\* oczekiwane zawarcie transakcji sprzedaży

### Przewartościowane biurowce w Polsce?

W wybranych biurowcach w Polsce czynsze najmu powierzchni są znacząco wyższe, niż obowiązujące na rynku stawki najmu. Chodzi tu głównie o budynki Platinum 1 i 2 w Warszawie. Budynki te wynajęte zostały w okresie, gdy kurs EUR/PLN był niski. Wysokie stawki najmu w budynkach nie podlegały istotnej korekcie w 2009 roku, pomimo trudnej sytuacji ekonomicznej. Nie zakładamy, aby korekta stawek czynszów mogła mieć miejsce przed wygaśnięciem umów najmu w tych budynkach (rok 2013). Relatywnie wysokie stawki najmu na tle rynku występują także na przykład w budynkach Nothus, CB Kazimierz. Generalnie, nie uwzględniamy w wycenie długoterminowego ryzyka niższego niż inflacja wzrostu stawek najmu w wybranych obiektach. Ryzyko to odnosi się do lat 2013+ i jak pokazują przykłady rynkowe (sprzedaż biurowca Nefryt) nie są także w pełni uwzględniane przez inwestorów zagranicznych. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że GTC posiada dwa budynki o bardzo niskich stawkach najmu (Galileo, Newton). Umowy najmu w tych budynkach będą przedłużane w latach 2010-2012, co powinno przynieść wzrost stawek najmu.

### Obiekty o wyróżniających się na tle rynku stawkach najmu (% , m2, EUR/m2)

| Nazwa              | Miasto   | Udział GTC | Powierzchnia | Stawka najmu | Zapadalność umów | Obiekt porównywalny | Stawka najmu |
|--------------------|----------|------------|--------------|--------------|------------------|---------------------|--------------|
| Galileo            | Kraków   | 100,0%     | 10 300       | 11,8         | 2010-2012        | Edison              | 17,0         |
| Newton             | Kraków   | 100,0%     | 10 480       | 11,8         | 2012             | Edison              | 17,0         |
| Nothus (Okęcie BP) | Warszawa | 100,0%     | 9 140        | 18,0         | 2013             | Zepirus             | 17,0         |
| Platinum 1         | Warszawa | 100,0%     | 9 040        | 21,0         | 2013             | Platinum 3          | 17,0         |
| Platinum 2         | Warszawa | 100,0%     | 8 900        | 21,0         | 2013             | Platinum 3          | 17,0         |
| Nefryt             | Warszawa | 100,0%     | 15 300       | 19,0         | 2013             | Platinum 3          | 17,0         |
| CB Kazimierz       | Kraków   | 100,0%     | 15 300       | 18,0         | 2014             | -                   | -            |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC

### Obiekty komercyjne w budowie

#### Inwestycje GTC do ukończenia w 2010 roku (% , m2, EUR/m2, %, mln EUR)

| Nazwa                | Miasto                  | Udział GTC | Powierzchnia * | Średni czynsz |       | Yield |       | Wycena * |       |
|----------------------|-------------------------|------------|----------------|---------------|-------|-------|-------|----------|-------|
|                      |                         |            |                | 2009          | 2010P | 2009  | 2010P | 2009     | 2010P |
| GTC Metro            | Budapeszt               | 100,0%     | 15 800         | 12,0          | 12,6  | 8,0%  | 7,3%  | 25,2     | 33,0  |
| Galeria Varna        | Varna (Bułgaria)        | 65,0%      | 38 243         | 19,3          | 19,3  | 9,7%  | 8,3%  | 60,5     | 106,0 |
| Galeria Stara Zagora | Stara Zagora (Bułgaria) | 75,0%      | 25 812         | 19,3          | 19,3  | 9,7%  | 8,3%  | 41,7     | 71,6  |
| Galeria Arad         | Arad (Rumunia)          | 75,0%      | 24 000         | 16,0          | 16,0  | 9,3%  | 8,3%  | 41,2     | 55,2  |
| Galeria Harfa        | Praga                   | 32,1%      | 13 055         | 23,2          | 23,2  | 7,3%  | 7,0%  | 35,3     | 51,6  |
| CB Francuska **      | Katowice                | 100,0%     | 21 000         |               | 14,5  | 8,3%  | 7,0%  | 29,2     | 51,8  |
| University BP **     | Łódź                    | 100,0%     | 36 800         |               | 11,5  | 7,5%  | 7,3%  | 37,6     | 69,0  |
| Suma EUR             |                         |            |                |               |       |       |       | 235,4    | 386,5 |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC; \* dane przedstawione wg. metody konsolidacji w bilansie GTC; \*\* na koniec 2009 roku wycena w koszcie budowy, pozostałe nieruchomości wycenione wg. fair value

#### Inwestycje GTC do ukończenia w 2011/2012 roku (% , m2, EUR/m2, %, mln EUR)

| Nazwa          | Miasto             | Udział GTC | Powierzchnia * | Średni czynsz | Yield |       | Wycena * |       |       |
|----------------|--------------------|------------|----------------|---------------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                |                    |            |                | 2011P         | 2011P | 2012P | 2011P    | 2012P |       |
| Platinum 4     | Warszawa           | 100,0%     | 12 500         | 17,0          | 7,2%  | 6,7%  | 24,8     | 39,2  |       |
| Okęcie BP 3    | Warszawa           | 100,0%     | 9 000          | 17,0          | 7,2%  | 6,7%  | 17,9     | 28,2  |       |
| Aurora BP      | Bukareszt          | 100,0%     | 28 900         | 11,5          | 8,3%  | 7,7%  | 33,6     | 53,3  |       |
| Galeria Osijek | Osijek (Chorwacja) | 100,0%     | 26 000         | 18,0          | 7,0%  | 6,7%  | 80,2     | 86,3  |       |
| Galeria Burgas | Burgas (Bułgaria)  | 65,0%      | 35 680         | 17,0          | 8,3%  | 7,7%  | 74,5     | 97,4  |       |
| Jarosova       |                    | 70,0%      | 11 500         | 15,0          | 8,0%  | 6,7%  | 22,0     | 31,8  |       |
| Suma EUR       |                    |            |                |               |       |       |          | 253,0 | 336,3 |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC; \* dane przedstawione wg. metody konsolidacji w bilansie GTC

**Wspólna inwestycja GTC i Polnordu do rozpoczęcia w 2011 roku (% , m2, EUR/m2, %, mln EUR)**

| Nazwa      | Miasto   | Udział GTC | Powierzchnia * | Średni czynsz | Yield (P) |      |      | Wycena * (P) |      |       |
|------------|----------|------------|----------------|---------------|-----------|------|------|--------------|------|-------|
|            |          |            |                | 2011          | 2011      | 2012 | 2013 | 2011         | 2012 | 2013  |
| CH Wilanów | Warszawa | 50,0%      | 30 000         | 25,0          | 7,7%      | 7,0% | 6,7% | 29,2         | 83,6 | 134,3 |

Źródło: DI BRE Banku S.A., GTC: \* dane przedstawione wg. metody konsolidacji w bilansie GTC

**Założenia dotyczące wycen nieruchomości i wydatków kapitałowych**
**Podsumowanie założeń dotyczących wyceny nieruchomości i CAPEX-u**

| (mln EUR)   | Q4 2009 | Q4 2010P | 2011P   | 2012P   | 2013P   |
|---|---------|----------|---------|---------|---------|
| <b>Nieruchomości komercyjne</b>                     |         |          |         |         |         |
| w tym ukończone                                     | 1 457,5 | 1 889,4  | 2 054,1 | 2 544,4 | 2 620,8 |
| w budowie, wyceniane wg. fair value                 | 158,3   | 47,5     | 253,0   | 0,0     | 0,0     |
| w budowie, w koszcie budowy                         | 356,1   | 274,0    | 225,0   | 225,0   | 225,0   |
| Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych            | 49,5    | 70,1     | 74,9    | 79,8    | 81,9    |
| CH Wilanów  |         | 9,5      | 29,2    | 83,6    | 134,3   |
| <b>Zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych</b> |         |          |         |         |         |
| w tym ukończone                                     |         | 111,3    | 130,2   | 154,1   | 76,3    |
| w budowie, wyceniane wg. fair value                 |         | 59,4     | 34,5    | 0,0     | 0,0     |
| w budowie, w koszcie budowy                         |         | 14,0     | 55,1    | 49,5    | 0,0     |
| Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych            |         | 12,6     | 4,8     | 4,9     | 2,1     |
| CH Wilanów  |         | 0,0      | 8,0     | 20,4    | 21,0    |
| <b>Wydatki kapitałowe</b>                           |         |          |         |         |         |
| w tym ukończone                                     |         | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| w budowie, wycenione                                |         | 91,7     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| w budowie, w koszcie budowy                         |         | 33,4     | 101,4   | 33,8    | 0,0     |
| Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych            |         | 8,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| CH Wilanów  |         | 9,5      | 11,8    | 34,0    | 29,7    |
| <b>Sprzedaż aktywów</b>                             |         |          |         |         |         |
| Wartość księgową                                    |         | 70,8     |         |         |         |
| Cena sprzedaży                                      |         | 79,1     |         |         |         |
| Zysk brutto   |         | 8,3      |         |         |         |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Inwestycje mieszkaniowe**
**Inwestycje mieszkaniowe GTC (% , m2, sztuki)**

| Nazwa                        | Miasto     | Udział GTC | PUM *  | Łącznie lokale | Lokale sprzedane | Lokale pozostałe |
|------------------------------|------------|------------|--------|----------------|------------------|------------------|
| Osiedle Konstancja faza D    | Warszawa   | 100%       | 10 200 | 36             | 29               | 7                |
| Osiedle Konstancja faza E *  | Warszawa   | 100%       | 9 100  | 38             | 0                | 38               |
| Sasad Resort F1              | Budapeszt  | 50,1%      | 12 024 | 271            | 202              | 69               |
| Rose Garden                  | Bukareszt  | 50,1%      | 42 084 | 908            | 592              | 316              |
| Felicity F1                  | Bukareszt  | 50,1%      | 11 022 | 162            | 105              | 57               |
| Felicity F2                  | Bukareszt  | 50,1%      | 11 022 | 162            | 0                | 162              |
| Vinohrady E1/A&B             | Bratysława | 70%        | 19 000 | 177            | 117              | 60               |
| Park Apartments (Block 19 A) | Belgrad    | 100%       | 20 000 | 181            | 181              | 0                |
| Prague Marina                | Praga      | 32,1%      | 12 840 | 340            | 257              | 83               |
| Zelene Mesto                 | Praga      | 32,1%      | 14 766 | 430            | 280              | 150              |
| Ogrody Galileo *             | Kraków     | 100%       | 41 000 | 300            | 0                | 300              |

Źródło: DI BRE Banku S.A.; \* nowy projekt

**Prognozy przekazania, wyników finansowych i pozycji zapasów (szt., mln EUR)**

|  | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liczba mieszkań do przekazania, sprzedaż (szt.)</b> |       |       |       |       |
| Gotowe do przekazania                                  | 742   | 364   | 500   | 200   |
| Sprzedaż / przekazania                                 | 416   | 326   | 300   | 200   |
| Pozostałe  | 326   | 38    | 200   | 0     |
| Nowe inwestycje gotowe do przekazania                  | 38    | 462   | 0     | 0     |
| <b>Wyniki finansowe</b>                                |       |       |       |       |
| Przychody  | 59,2  | 46,5  | 59,5  | 39,7  |
| Koszt własny sprzedaży                                 | 54    | 42    | 51    | 34    |
| <i>Marża</i>   | 10,5% | 10,5% | 17,7% | 17,7% |
| <b>Bilans</b>  |       |       |       |       |
| Zapasy: mieszkania w budowie                           | 67,3  | 63,2  | 33,7  | 0,0   |
| Zapasy: grunty   | 124,0 | 124,0 | 124,0 | 124,0 |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Prognozy wyników operacyjnych GTC**
**Prognozy wyników operacyjnych GTC, 2008-2013P**

| (mln PLN)     |                | 2008   | 2009   | 2010P  | 2011P  | 2012P  | 2013P  |
|---------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Grupa         | Przychody      | 114,5  | 156,4  | 193,0  | 188,2  | 205,4  | 190,0  |
|               | Zysk brutto    | 62,7   | 85,2   | 107,4  | 112,1  | 119,8  | 120,2  |
|               | <i>Marża %</i> | 54,71% | 54,48% | 55,62% | 59,58% | 58,34% | 63,27% |
| Komercyjne    | Sprzedaż       | 72,1   | 96,2   | 133,9  | 141,7  | 145,9  | 150,3  |
|               | Zysk brutto    | 53,5   | 73,9   | 101,7  | 107,7  | 110,9  | 114,2  |
|               | <i>Marża %</i> | 74,25% | 76,80% | 76,00% | 76,00% | 76,00% | 76,00% |
| Mieszkaniaowe | Sprzedaż       | 42,5   | 60,1   | 59,2   | 46,5   | 59,5   | 39,7   |
|               | Zysk brutto    | 9,1    | 11,3   | 5,6    | 4,4    | 8,9    | 5,9    |
|               | <i>Marża %</i> | 21,52% | 18,76% | 9,50%  | 9,50%  | 15,00% | 15,00% |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Wyceny akcji GTC**

Dokonałiśmy wyceny dwoma metodami – metodą wartości aktywów oraz metodą porównawczą. Większą wagę (90%) przyznajemy metodzie wartości aktywów, ze względu na lepsze uwzględnienie perspektyw i specyfiki GTC, a także planów inwestycyjnych na najbliższe lata. Wyznaczamy cenę docelową akcji GTC na 23,9 PLN/akcję (6,0 EUR/akcję, kurs docelowy EUR/PLN = 4,0). Cena docelowa jest wyższa o 0,5% od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy trzymanie walorów GTC.

**Wycena akcji GTC**

|  | Wycena      |
|--|-------------|
| Metoda wartości aktywów (EUR/akcję)      | 5,6         |
| Metoda porównawcza (EUR/akcję)           | 4,9         |
| Wycena 1 akcji GTC (EUR/akcję)           | 5,5         |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 8,0%        |
| <b>Cena docelowa (EUR/akcję)</b>         | <b>6,0</b>  |
| Docelowy kurs EUR/PLN                    | 4,0         |
| <b>Cena docelowa (PLN/akcję)</b>         | <b>23,9</b> |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Wycena akcji GTC metodą wartości aktywów**

Uważamy, że w długim horyzoncie, potencjalny nabywca akcji GTC będzie kierował się wartością księgową dewelopera w odniesieniu do kapitalizacji rynkowej. W efekcie, za wycenę akcji GTC można naszym zdaniem przyjąć przyszłą, wiarygodną wartość księgową. Podejście to jest naszym zdaniem równoznaczne z przyszłą wyceną aktywów (nie planujemy rewidować

wyceny banku ziemi). W efekcie, za wycenę akcji dewelopera proponujemy przyjąć zdyskontowaną kosztem kapitału przyszłą wartość kapitałów własnych. Problem jednak w tym, że oczekiwane wzrosty wartości nieruchomości inwestycyjnych powodują, że zdyskontowana wartość kapitałów własnych rośnie do 2016 roku, potem zaś spada.

Zgodnie z prognozami, wartość aktywów GTC będzie rosła, tak ze względu na działalność deweloperską (budowa nowych obiektów), jak i wzrost wartości obecnych nieruchomości. Działalność deweloperską uwzględniamy w prognozach do roku 2012. Wartość portfela gotowych nieruchomości będzie rosła, tak ze względu na wzrost czynszów, jak i spadek stóp kapitalizacji. Ze względu na przewidywaną konwergencję stóp kapitalizacji do poziomu krajów UE w 2016 roku, po roku 2016 wzrost wartości nieruchomości będzie następował jedynie o stopę inflacji / stopę wzrostu czynszów.

Ostatecznie uważamy, że najrozsądniejszym podejściem jest dyskontowanie wartości kapitałów własnych dewelopera na koniec 2012 roku. Podejście to ujmuje tak w pełni możliwości finansowania inwestycji, jak i duże koszty ogólne, pomijane często przez wyceny majątkowe. Prognozy uwzględniają poziom stóp kapitalizacji portfela nieruchomości GTC w 2012 roku w wysokości 6,7% (czyli przykładowo o 1% wyżej, niż wynosi obecnie oprocentowanie 10-letnich obligacji Skarbu Państwa w Polsce). Uważamy, że obecnie nie jest uzasadnione dyskontowanie w wycenie pełnej, uwzględnionej w prognozach, konwergencji stóp kapitalizacji do poziomu 5,5% w 2016 roku (możliwa data dołączenia do strefy EURO). Takie podejście narażałoby nas na faworyzowanie GTC na tle innych spółek. Wyceny innych firm również powinny rosnąć, wraz ze spadkiem rentowności obligacji (spadek WACC). Taki scenariusz nie jest obecnie dyskontowany na GPW.

#### Założenia poczynione w prognozach:

- Program inwestycyjny zgodny z wcześniejszym opisem.
- Brak istotnego zaangażowania w działalność mieszkaniową (skutek: spadek zapasów, uwolnienie gotówki).
- Wzrost czynszów od 2010 roku o 3% rocznie, z nielicznymi wyjątkami.
- Spadek średnich stóp kapitalizacji portfela GTC z 8,0% w 2009 roku do 6,7% w 2012 roku.
- Stopa dyskontowa estymowana na podstawie WACC.
- Brak nowych inwestycji rozpoczętych w latach 2011+, z wyjątkiem centrum handlowego na Wilanowie.
- Sprzedaż biurowca Topaz i Nefryt.
- Brak sprzedaży kolejnych aktywów.

#### Wycena akcji GTC metodą wartości aktywów

| (mln EUR)                     | 2010P   | 2011P   | 2012P          | 2013P   | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   |
|-------------------------------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Kapitały własne               | 1 148,5 | 1 323,8 | <b>1 506,7</b> | 1 593,1 | 1 670,0 | 1 751,3 | 1 837,5 | 1 928,5 | 2 024,6 | 2 125,8 |
| Stopa dyskontowa              | 8,2%    | 8,1%    | <b>8,1%</b>    | 8,1%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 7,8%    |
| Współczynnik dyskonta         | 95,5%   | 88,3%   | <b>81,7%</b>   | 75,6%   | 70,0%   | 64,9%   | 60,1%   | 55,7%   | 51,6%   | 47,8%   |
| Zdyskontowane kapitały własne | 1 097,0 | 1 169,5 | <b>1 231,5</b> | 1 204,8 | 1 169,8 | 1 136,3 | 1 104,3 | 1 073,6 | 1 044,0 | 1 017,1 |
| Liczba akcji                  | 219,4   | 219,4   | <b>219,4</b>   | 219,4   | 219,4   | 219,4   | 219,4   | 219,4   | 219,4   | 219,4   |
| Kapitały wł. na akcję (EUR)   | 5,0     | 5,3     | <b>5,6</b>     | 5,5     | 5,3     | 5,2     | 5,0     | 4,9     | 4,8     | 4,6     |
| EUR/PLN                       | 4,0     | 4,0     | <b>4,0</b>     | 4,0     | 4,0     | 4,0     | 4,0     | 4,0     | 4,0     | 4,0     |
| Kapitały wł. na akcję (PLN)   | 20,0    | 21,3    | <b>22,5</b>    | 22,0    | 21,3    | 20,7    | 20,1    | 19,6    | 19,0    | 18,5    |
| WACC                          | 8,2%    | 8,1%    | 8,1%           | 8,1%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 8,0%    | 7,8%    |
| Koszt długu                   | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%           | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 7,0%    | 6,8%    |
| Stopa wolna od ryzyka         | 5,8%    | 5,8%    | 5,8%           | 5,8%    | 5,8%    | 5,8%    | 5,8%    | 5,8%    | 5,8%    | 5,6%    |
| Premia za ryzyko kredytowe    | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%           | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%    | 1,2%    |
| Efektywna stopa podatkowa     | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%          | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   | 19,0%   |
| Dług netto / EV               | 51,2%   | 52,1%   | 53,0%          | 53,0%   | 55,4%   | 55,4%   | 55,4%   | 55,4%   | 55,4%   | 55,4%   |
| Koszt kapitału własnego       | 10,8%   | 10,8%   | 10,8%          | 10,8%   | 10,8%   | 10,8%   | 10,8%   | 10,8%   | 10,8%   | 10,6%   |
| Premia za ryzyko kredytowe    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%           | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    | 5,0%    |

Źródło: Dł BRE Banku S.A.

## Wycena akcji GTC metodą porównawczą

Dokonałiśmy wyceny akcji GTC również przy wykorzystaniu metody porównawczej. Naszą bazą porównawczą są zagraniczne spółki deweloperskie, koncentrujące swoją działalność w segmencie komercyjnym. Przy wyborze grupy docelowej kierowaliśmy się następującymi kryteriami:

- bezpieczny poziom LTV (50-60%), nie budzący ryzyka przetrwania spółki (kryterium eliminuje np. Orco Property Group);
- aktywa złożone w przeważającej części (70%+) z wybudowanych obiektów komercyjnych. Mały udział wartości gruntów w wartości aktywów (poniżej 30%), co do których ceny nabycia można mieć wątpliwości. Kryterium dużego udziału gotowych aktywów wykluczyło z grupy porównawczej m.in. Plaza Centers, czy AFI Development.

Ostatecznie, spółki porównywalne to w większości podmioty koncentrujące się na działalności w bieżących nieruchomościach komercyjnych. Generalnie, firmy eksponowane są przeważnie na kraje rozwinięte (Francja, Niemcy, Austria, Wielka Brytania,...). Powoduje to, że dobór grupy porównawczej może zaniżyć wycenę GTC (w krajach rozwiniętych perspektywy do wzrostu wartości nieruchomości są naszym zdaniem zdecydowanie mniejsze). W celu ujęcia w wycenie programu inwestycyjnego GTC, największą wagę w wycenie porównawczej przyznajemy latom 2011 i 2012.

Zastosowanie metody porównawczej pozwala na wycenę walorów GTC na 18,5 PLN/akcję (9-miesięczna cena docelowa to 20,0 PLN/akcję).

### Wycena akcji GTC metodą porównawczą

|                                | P/BV 2009   | P/BV 2010P  | P/BV 2011P  | P/BV 2012P  |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Echo Investment                | 1,04        | 0,99        | 0,90        |             |
| Sparkassen Immo                | 0,63        | 0,62        | 0,55        | 0,51        |
| CA Immo International          | 0,65        | 0,74        | 0,71        |             |
| Corio N.V.                     | 0,87        | 0,86        | 0,82        | 0,73        |
| Citycon Oyj                    | 0,72        | 0,73        | 0,70        | 0,68        |
| Deutsche Euroshop              | 0,95        | 0,94        | 0,90        | 0,85        |
| Hammerson                      | 0,90        | 0,83        | 0,78        | 0,73        |
| Klepierre                      | 1,04        | 0,94        | 0,95        | 0,73        |
| Capital Shopping Centers Group | 0,76        | 0,95        | 0,90        | 0,83        |
| Unibail Rodamco                | 0,93        | 0,94        | 0,86        | 0,79        |
| British Land                   | 1,03        | 0,99        | 0,87        | 0,81        |
| <b>Mediana</b>                 | <b>0,85</b> | <b>0,88</b> | <b>0,82</b> | <b>0,72</b> |
| <b>GTC</b>                     | 1,31        | 1,10        | 0,95        | 0,84        |
| Premia                         | 54,09%      | 25,09%      | 16,06%      | 17,09%      |
| Waga roku                      | 5,0%        | 15,0%       | 50,0%       | 30,0%       |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

**Rachunek wyników**

| (mln EUR)  | 2006         | 2007         | 2008         | 2009          | 2010P        | 2011P        | 2012P        |
|--|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Przychody ze sprzedaży</b>                      | <b>80,9</b>  | <b>73,6</b>  | <b>114,5</b> | <b>156,4</b>  | <b>193,0</b> | <b>188,2</b> | <b>205,4</b> |
| <i>zmiana</i>                                      | -15,4%       | -9,0%        | 55,6%        | 36,5%         | 23,4%        | -2,5%        | 9,2%         |
| Przychody: wynajem powierzchni                     | 65,0         | 52,3         | 72,1         | 96,2          | 133,9        | 141,7        | 145,9        |
| Przychody: budownictwo mieszkaniowe                | 15,9         | 21,3         | 42,5         | 60,1          | 59,2         | 46,5         | 59,5         |
| Koszt własny sprzedaży                             | 32,1         | 23,7         | 51,9         | 71,2          | 85,7         | 76,1         | 85,6         |
| Zysk brutto na sprzedaży                           | 48,8         | 49,9         | 62,7         | 85,2          | 107,4        | 112,1        | 119,8        |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>                   | 60,3%        | 67,9%        | 54,7%        | 54,5%         | 55,6%        | 59,6%        | 58,3%        |
| Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni      | 46,1         | 41,1         | 53,5         | 73,9          | 101,7        | 107,7        | 110,9        |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>                   | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%         | 0,0%         |
| Zysk brutto na sprzedaży: budownictwo mieszkaniowe | 2,7          | 8,8          | 9,1          | 11,3          | 5,6          | 4,4          | 8,9          |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i>                   | 17,0%        | 41,3%        | 21,5%        | 18,8%         | 9,5%         | 9,5%         | 15,0%        |
| Koszty sprzedaży                                   | -2,9         | -4,3         | -4,3         | -5,0          | -5,2         | -5,3         | -5,5         |
| Koszty ogólnego zarządu                            | -14,9        | -17,2        | -18,1        | -20,1         | -20,7        | -21,3        | -21,9        |
| Pozostała działalność operacyjna netto             | 2,5          | 2,3          | 8,0          | -10,0         | -1,0         | -1,0         | -1,1         |
| <b>EBIT bez wyceny nieruchomości</b>               | <b>33,5</b>  | <b>30,8</b>  | <b>48,3</b>  | <b>50,1</b>   | <b>80,5</b>  | <b>84,5</b>  | <b>91,4</b>  |
| Wycena nieruchomości inwestycyjnych                | 199,1        | 292,4        | 235,6        | -172,3        | 193,0        | 227,8        | 223,9        |
| <b>EBIT</b>  | <b>232,6</b> | <b>323,2</b> | <b>283,9</b> | <b>-122,1</b> | <b>273,6</b> | <b>312,3</b> | <b>315,3</b> |
| <i>zmiana</i>                                      | 18,8%        | 38,9%        | -12,2%       | -143,0%       | -324,0%      | 14,2%        | 1,0%         |
| <i>marża EBIT</i>                                  | 287,6%       | 439,0%       | 247,8%       | -78,1%        | 141,7%       | 166,0%       | 153,5%       |
| Wynik na działalności finansowej                   | 0,8          | -28,7        | -14,9        | -37,1         | -64,5        | -72,8        | -74,6        |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych                       | 4,2          | 4,7          | -1,0         | -2,5          | 12,6         | 4,8          | 4,9          |
| <b>Zysk brutto</b>                                 | <b>237,6</b> | <b>299,1</b> | <b>267,9</b> | <b>-161,7</b> | <b>221,7</b> | <b>244,3</b> | <b>245,5</b> |
| Podatek dochodowy                                  | -39,6        | -37,7        | -78,8        | 25,4          | -25,6        | -46,4        | -46,7        |
| Zysk akcjonariuszy mniejszościowych                | 2,9          | 27,0         | 23,9         | -11,1         | 11,8         | 22,5         | 16,0         |
| <b>Zysk netto</b>                                  | <b>195,1</b> | <b>234,4</b> | <b>165,2</b> | <b>-125,2</b> | <b>184,3</b> | <b>175,3</b> | <b>182,9</b> |
| <i>zmiana</i>                                      | -            | 20,2%        | -29,5%       | -177,6%       | -243,6%      | -4,9%        | 4,3%         |
| <i>marża</i>                                       | 241,2%       | 318,5%       | 144,3%       | -80,1%        | 95,5%        | 93,2%        | 89,0%        |
| Amortyzacja  | 0,3          | 0,3          | 0,5          | 0,4           | 0,4          | 0,4          | 0,4          |
| <b>EBITDA</b>                                      | <b>232,8</b> | <b>323,5</b> | <b>284,3</b> | <b>-121,7</b> | <b>274,0</b> | <b>312,7</b> | <b>315,7</b> |
| <i>zmiana</i>                                      | 18,8%        | 38,9%        | -12,1%       | -142,8%       | -325,1%      | 14,1%        | 1,0%         |
| <i>marża EBITDA</i>                                | 287,9%       | 439,4%       | 248,2%       | -77,8%        | 141,9%       | 166,2%       | 153,7%       |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)                  | 215,3        | 220,4        | 220,2        | 219,4         | 219,4        | 219,4        | 219,4        |
| EPS  | 0,9          | 1,1          | 0,8          | -0,6          | 0,8          | 0,8          | 0,8          |
| CEPS   | 0,9          | 1,1          | 0,8          | -0,6          | 0,8          | 0,8          | 0,8          |
| ROAE   | 30,6%        | 27,7%        | 16,1%        | -12,1%        | 17,4%        | 14,2%        | 12,9%        |
| ROAA   | 17,2%        | 15,3%        | 7,5%         | -4,8%         | 6,8%         | 5,9%         | 5,6%         |

**Bilans**

| (mln EUR)                                | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           | 2010P          | 2011P          | 2012P          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>AKTYWA</b>                            | <b>1 210,8</b> | <b>1 861,2</b> | <b>2 558,4</b> | <b>2 622,6</b> | <b>2 829,5</b> | <b>3 110,8</b> | <b>3 407,3</b> |
| <b>Majątek trwały</b>                    | <b>775,8</b>   | <b>1 219,8</b> | <b>1 931,4</b> | <b>2 083,3</b> | <b>2 406,7</b> | <b>2 752,4</b> | <b>3 048,9</b> |
| Pożyczki udzielone jednostkom zależnym   | 12,2           | 22,1           | 52,3           | 54,0           | 54,0           | 54,0           | 54,0           |
| Nieruchomości inwestycyjne               | 712,0          | 1147,3         | 1827,8         | 1971,9         | 2220,5         | 2561,4         | 2853,0         |
| Rzeczowe aktywa trwałe                   | 0,0            | 0,0            | 1,4            | 1,1            | 1,1            | 1,1            | 1,1            |
| Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych | 28,5           | 27,9           | 44,9           | 49,5           | 70,1           | 74,9           | 79,8           |
| Grunty przeznaczone pod zabudowę         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 54,2           | 54,2           | 54,2           |
| Pozostałe                                | 23,0           | 22,5           | 5,1            | 6,8            | 6,8            | 6,8            | 6,8            |
| <b>Majątek obrotowy</b>                  | <b>435,0</b>   | <b>641,4</b>   | <b>627,0</b>   | <b>539,3</b>   | <b>422,9</b>   | <b>358,5</b>   | <b>358,3</b>   |
| Zapasy                                   | 115,8          | 212,9          | 322,0          | 270,8          | 191,4          | 187,2          | 157,7          |
| Należności, depozyty i zaliczki          | 38,5           | 65,9           | 100,6          | 51,3           | 100,4          | 97,8           | 101,8          |
| Instrumenty pochodne                     | 0,7            | 12,0           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty       | 277,6          | 345,6          | 200,8          | 185,6          | 86,6           | 26,4           | 50,4           |
| Inne                                     | 2,5            | 5,0            | 3,6            | 31,5           | 44,5           | 47,0           | 48,4           |
| <b>(mln EUR)</b>                         | <b>2006</b>    | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010P</b>   | <b>2011P</b>   | <b>2012P</b>   |
| <b>PASYWA</b>                            | <b>1 210,8</b> | <b>1 861,2</b> | <b>2 558,4</b> | <b>2 622,6</b> | <b>2 829,5</b> | <b>3 110,8</b> | <b>3 407,3</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                    | <b>731,1</b>   | <b>958,7</b>   | <b>1 098,9</b> | <b>964,2</b>   | <b>1 148,5</b> | <b>1 323,8</b> | <b>1 506,7</b> |
| Kapitał mniejszości                      | 0,0            | 29,4           | 57,0           | 46,5           | 58,4           | 80,9           | 96,8           |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>       | <b>326,4</b>   | <b>697,7</b>   | <b>1 160,8</b> | <b>1 420,3</b> | <b>1 457,0</b> | <b>1 550,2</b> | <b>1 642,8</b> |
| Pożyczki i kredyty                       | 258,5          | 578,5          | 926,1          | 1 234,0        | 1 234,0        | 1 284,0        | 1 334,0        |
| Rezerwa na podatek odroczone             | 54,3           | 93,7           | 154,4          | 117,3          | 154,0          | 197,3          | 239,8          |
| Instrumenty pochodne                     | 0,0            | 0,0            | 67,9           | 62,5           | 62,5           | 62,5           | 62,5           |
| Rezerwy i inne                           | 13,6           | 25,5           | 12,4           | 6,4            | 6,4            | 6,4            | 6,4            |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>      | <b>153,3</b>   | <b>175,5</b>   | <b>241,7</b>   | <b>191,6</b>   | <b>165,7</b>   | <b>155,9</b>   | <b>160,9</b>   |
| Pożyczki i kredyty                       | 54,8           | 33,1           | 50,7           | 59,7           | 59,7           | 59,7           | 59,7           |
| Instrumenty pochodne                     | 0,1            | 0,0            | 5,2            | 14,3           | 14,3           | 14,3           | 14,3           |
| Zobowiązania handlowe i pozostałe        | 64,9           | 41,4           | 117,3          | 96,9           | 82,1           | 72,9           | 82,1           |
| Otrzymane zaliczki                       | 14,1           | 60,2           | 51,4           | 20,6           | 9,4            | 8,9            | 4,7            |
| Rozliczenia międzyokresowe               | 19,5           | 40,8           | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Inne                                     | 0,0            | 0,0            | 17,2           | 0,2            | 0,2            | 0,2            | 0,2            |
| Dług                                     | 313,3          | 611,6          | 976,8          | 1 293,7        | 1 293,7        | 1 343,7        | 1 393,7        |
| Dług netto                               | 35,6           | 266,0          | 776,0          | 1 108,0        | 1 207,1        | 1 317,3        | 1 343,3        |
| (Dług netto / Kapitał własny)            | 4,9%           | 27,7%          | 70,6%          | 114,9%         | 105,1%         | 99,5%          | 89,2%          |
| (Dług netto / EBITDA)                    | 0,2            | 0,8            | 2,7            | -9,1           | 4,4            | 4,2            | 4,3            |
| BVPS                                     | 3,4            | 4,3            | 5,0            | 4,4            | 5,2            | 6,0            | 6,9            |



## Przepływy pieniężne

| (mln EUR)                               | 2006         | 2007          | 2008          | 2009          | 2010P        | 2011P         | 2012P        |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>Przepływy operacyjne</b>             | <b>-16,0</b> | <b>-4,7</b>   | <b>-86,5</b>  | <b>23,4</b>   | <b>29,3</b>  | <b>76,3</b>   | <b>116,8</b> |
| Zysk brutto                             | 237,6        | 299,1         | 267,9         | -164,8        | 221,7        | 244,3         | 245,5        |
| Amortyzacja                             | 0,3          | 0,3           | 0,5           | 0,4           | 0,4          | 0,4           | 0,4          |
| Kapitał obrotowy                        | -38,8        | -29,0         | -125,3        | -25,9         | -62,7        | -5,5          | 29,1         |
| Pozostałe                               | -199,1       | -292,4        | -243,5        | 172,3         | -193,0       | -227,8        | -223,9       |
|   | -15,9        | 17,2          | 13,9          | 41,4          | 62,9         | 64,9          | 65,6         |
| <b>Przepływy inwestycyjne</b>           | <b>127,0</b> | <b>-192,3</b> | <b>-417,1</b> | <b>-299,8</b> | <b>-63,9</b> | <b>-113,6</b> | <b>-68,2</b> |
| CAPEX                                   | 121,1        | -209,3        | -324,6        | -267,7        | -63,5        | -113,2        | -67,7        |
| Inwestycje kapitałowe                   | 21,6         | 44,9          | -53,4         | -22,9         | 0,0          | 0,0           | 0,0          |
| Pozostałe                               | -15,7        | -27,9         | -39,1         | -9,2          | -0,4         | -0,4          | -0,4         |
| <b>Przepływy finansowe</b>              | <b>114,8</b> | <b>276,8</b>  | <b>366,9</b>  | <b>275,9</b>  | <b>-64,5</b> | <b>-22,8</b>  | <b>-24,6</b> |
| Emisja akcji                            | 122,1        | -1,4          | -3,2          | 0,2           | 0,0          | 0,0           | 0,0          |
| Dług                                    | -6,7         | 277,5         | 404,9         | 324,8         | 0,0          | 50,0          | 50,0         |
| Dywidenda (buy-back)                    | -0,6         | 0,6           | -34,9         | -49,2         | -64,5        | -72,8         | -74,6        |
| <b>Różnice kursowe</b>                  | <b>-9,9</b>  | <b>-11,7</b>  | <b>-8,1</b>   | <b>-14,6</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>    | <b>0,0</b>   |
| <b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b> | <b>215,8</b> | <b>68,0</b>   | <b>-144,9</b> | <b>-15,1</b>  | <b>-99,1</b> | <b>-60,2</b>  | <b>24,0</b>  |
| Środki pieniężne na koniec okresu       | 277,6        | 345,6         | 200,8         | 185,6         | 86,6         | 26,4          | 50,4         |
| DPS (PLN)                               | 0,0          | 0,0           | 0,0           | 0,0           | 0,0          | 0,0           | 0,0          |
| FCF                                     | 137,4        | -162,6        | -462,9        | -266,4        | -45,7        | -34,2         | 52,7         |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)        | -149,8%      | 284,3%        | 283,4%        | 171,2%        | 32,9%        | 60,1%         | 33,0%        |

## Wskaźniki rynkowe

|   | 2006       | 2007    | 2008    | 2009    | 2010P   | 2011P   | 2012P   |
|---|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| P/E                                       | 6,6        | 5,6     | 7,9     | -10,4   | 7,1     | 7,4     | 7,1     |
| P/CE                                      | 6,6        | 5,6     | 7,9     | -10,5   | 7,1     | 7,4     | 7,1     |
| P/BV                                      | 1,8        | 1,4     | 1,2     | 1,4     | 1,1     | 1,0     | 0,9     |
| P/S                                       | 15,8       | 17,8    | 11,4    | 8,3     | 6,8     | 6,9     | 6,4     |
| FCF/EV                                    | 10,4%      | -10,1%  | -21,6%  | -10,8%  | -1,8%   | -1,3%   | 1,9%    |
| EV/EBITDA                                 | 5,7        | 5,0     | 7,5     | -20,2   | 9,4     | 8,6     | 8,7     |
| EV/EBIT                                   | 5,7        | 5,0     | 7,5     | -20,1   | 9,4     | 8,7     | 8,7     |
| EV/S                                      | 16,3       | 21,8    | 18,7    | 15,7    | 13,3    | 14,4    | 13,4    |
| DYield                                    | 0,0%       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    |
| <b>Cena (EUR) dla kursu EUR/PLN = 4,0</b> | <b>6,0</b> |         |         |         |         |         |         |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)         | 215,3      | 220,4   | 220,2   | 219,4   | 219,4   | 219,4   | 219,4   |
| MC (mln PLN)                              | 1280,8     | 1311,5  | 1310,0  | 1305,3  | 1305,3  | 1305,3  | 1305,3  |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)      | 0,0        | 29,4    | 57,0    | 46,5    | 58,4    | 80,9    | 96,8    |
| EV (mln PLN)                              | 1 316,5    | 1 606,9 | 2 143,1 | 2 459,8 | 2 570,8 | 2 703,4 | 2 745,4 |



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

#### Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analicycy:

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

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, Deweloperzy

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

#### 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)

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62  
[grzegorz.stepien@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.stepien@dibre.com.pl)

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76  
[grzegorz.strublewski@dibre.com.pl](mailto:grzegorz.strublewski@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  
[micchal.rozmiej@dibre.com.pl](mailto:micchal.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”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26  
Dyrektor BSOZ  
[jacek.szczepanski@dibre.com.pl](mailto:jacek.szczepanski@dibre.com.pl)

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@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 stanowił 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. Wylimitowanie 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             | Akumuluj   | Trzymaj    | Redukuj    | Trzymaj    |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2010-02-12 | 2010-03-05 | 2010-04-07 | 2010-05-06 |
| kurs z dnia rekomendacji | 20,30      | 23,00      | 24,95      | 22,20      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 37322,52   | 39885,37   | 43562,01   | 41287,90   |