BOŚ DOM MAKLERSKI

Publiczna Oferta Akcji

3/2016/IPO (127) 19 października, 2016

Biuro Inwestycji Kapitałowych

Uwolnić zmagazynowaną wartość

Analityk:
Maciej Wewiórski

BOŚ DOM MAKLERSKI

Publiczna Oferta Akcji

3/2016/IPO (127) 18 października, 2016

Analityk: Maciej Wewiórski

Sektor: Nieruchomości

Biuro Inwestycji Kapitałowych

BIK (Biuro Inwestycji Kapitałowych) działa na rynku nieruchomości komercyjnych, specjalizując się przede wszystkim w budowie, wynajmie i zarządzaniu nowoczesnymi powierzchniami magazynowymi. Do chwili obecnej Spółka wybudowała i skomercjalizowała siedem obiektów, z czego trzy zostały sprzedane z zyskiem. Kapitał ze sprzedaży nowych akcji Spółka zamierza przeznaczyć na budowę dwóch centrów logistycznych i jednego parku handlowego. Szacujemy, iż nowe inwestycje pozwolą zwiększyć kapitał własny Spółki o ok. 40% w ciągu dwóch lat.

Większość wskaźników sektora wskazuje na bardzo dobrą kondycję panującą na rynku magazynów. Choć ilość budowanej i oddawanej przez deweloperów do użytku powierzchni znajduje się na historycznie rekordowym poziomie, to wskaźnik pustostanów maleje z kwartału na kwartał. Rosnąca sieć dróg szybkiego ruchu i autostrad oraz dynamiczny rozwój sektora e-commerce odpowiadają za doskonałą koniunkturę na tym rynku.

BIK posiada obecnie 3 w pełni funkcjonalne obiekty magazynowo-logistyczne zlokalizowane w południowej Polsce. O atrakcyjności tych obiektów świadczą łatwy i szybki dostęp do głównych węzłów komunikacyjnych oraz fakt, że zostały one zbudowane zgodnie z najwyższymi standardami rynkowymi w zakresie magazynów klasy A.

Celem emisji 1 130 000 akcji jest zapewnienie środków na rozbudowę powierzchni komercyjnych z 62,7 tys. mkw. obecnie do 110,7 tys. mkw. na gruntach już posiadanych przez Spółkę. Jako że szereg pozwoleń administracyjnych została już wydana, BIK liczy, iż do końca 2018 roku rozbuduje i w pełni skomercjalizuje nowe obiekty.

Oceniamy, iż największe ryzyka dla oszacowanej przez nas wartości Spółki stanowią: (i) opóźnienia w realizacji programu inwestycyjnego, (ii) znaczne umocnienie się złotego względem euro, (iii) spadek stawek najmu za powierzchnię magazynową, (iv) wzrost stóp kapitalizacji w segmencie nieruchomości komercyjnych, oraz (v) wzrost stóp procentowych i spadek dostępności długoterminowych kredytów hipotecznych.

Skorygowane zyski
Brak czynników uzasadniających korygowanie zysków.

Podstawowe dane

MSSF, skonsolidowane		2015	2016E	2017E	2018E
Sprzedaż	*mln PLN*	17,5	17,4	18,0	24,8
EBITDA	*mln PLN*	5,3	12,8	36,8	19,2
EBIT	*mln PLN*	5,0	12,6	36,6	18,9
Zysk netto	*mln PLN*	4,5	4,3	25,7	10,4
EPS	*PLN*	1,51	1,05	6,22	2,52
Zmiana EPS rok-na-rok	*%*	-108	-30	491	-59
Dług netto	*mln PLN*	105,3	76,6	133,1	154,4
P/E	*x*	13,9	20,0	3,4	8,3
EV/EBIT	*x*	34,0	13,0	6,0	12,8
EV/Sprzedaż	*x*	9,6	9,4	12,2	9,7
P/BV	*x*	1,0	0,9	0,7	0,7
Stopa dywidendy brutto	*%*	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	*PLN*	0,00	0,00	0,00	0,00
Liczba akcji	*m*	3,0	4,1	4,1	4,1

Wskaźniki skalkulowano przy cenie 21 zł za akcję.
Źródło: szacunki DM BOŚ SA

Harmonogram oferty:

Początek procesu book-building	25 października 2016 roku
Koniec procesu book-building	26 października 2016 roku godz. 15:00
Ustalenie i podanie do publicznej wiadomości ostatecznej ceny emisyjnej oraz ceny sprzedaży, a także informacji o ostatecznej liczbie Akcji Oferowanych i Akcji Sprzedawanych, w tym liczbie Akcji Oferowanych w poszczególnych transzach	27 października 2016 roku do godz. 8:00
Rozpoczęcie Publicznej Oferty oraz przyjmowania zapisów w Transzy Instytucjonalnej i Transzy Indywidualnej	27 października 2016 roku
Zakończenie przyjmowania zapisów w Transzy Indywidualnej	3 listopada 2016 roku
Zakończenie przyjmowania zapisów w Transzy Instytucjonalnej	4 listopada 2016 roku
Przydział Akcji Oferowanych w Transzy Indywidualnej i Transzy Instytucjonalnej	7 listopada 2016 roku
Ostateczny termin zamknięcia Publicznej Oferty	7 listopada 2016 roku

Źródło: Spółka

Katalizatory

1. Spadek rynkowych stóp kapitalizacji
2. Wzrost stawek czynszów
3. Spadek wskaźnika pustostanów
4. Otrzymanie pozwoleń administracyjnych na budowę obiektów handlowych
5. Sprzedaż istniejących centrów logistycznych i centów handlowych

Czynniki ryzyka

1. Wzrost rynkowych stóp kapitalizacji
2. Spadek stawek czynszów
3. Opóźnienia w realizacji projektów
4. Wzrost wskaźnika pustostanów
5. Brak pozwoleń administracyjnych na budowę obiektów handlowych

Spis treści

1. Opinia inwestycyjna 4
2. Historia BIK, akcjonariat, szczegóły oferty i cele emisji 5
2.1. Historia 5
2.2. Akcjonariat 5
2.3. Cele emisji 6
3. Wycena 8
4. Rynek 10
4.1. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej 10
4.2. Rynek powierzchni magazynowej 11
5. Model biznesowy i strategia 13
5.1. Ogólny zarys działalności 13
5.2. Model biznesowy w pigułce 13
5.3. Struktura grupy kapitałowej 14
5.4. Portfel nieruchomości 14
5.4.1. Centrum Logistyczne Kraków I 14
5.4.2. Centrum Logistyczne Kraków II 15
5.4.3. Śląskie Centrum Logistyczne w Sosnowcu 15
5.4.4. Centrum Handlowe w Bielsku Białej 16
5.4.5. Grunt pod zabudowę magazynowo-logistyczną 17
5.5. Strategia 17
5.6. Główne rynki 17
5.7. Pozycja konkurencyjna 18
5.8. Przewagi konkurencyjne 18
5.9. Najemcy 19
5.10. Przychody i koszty najmu 19
5.11. Kurs EUR/PLN a wartość nieruchomości 19
6. Prognozy 20
7. Sprawozdanie finansowe (MSR; skonsolidowane) 21

1. Opinia inwestycyjna

- **Rynek powierzchni magazynowej należy do najbardziej perspektywicznych segmentów rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce.**
- **BIK specjalizuje się w budowie, wynajmie i zarządzaniu nowoczesnymi powierzchniami magazynowymi w południowej Polsce.**
- **Dotychczas BIK zbudował siedem obiektów komercyjnych, z czego trzy zostały sprzedane z zyskiem.**
- **Wpływy z nowej emisji akcji zostaną przeznaczone na budowę dwóch obiektów magazynowych i parku handlowego.**
- **Szacujemy, iż w efekcie realizacji nowych projektów kapitał własny Spółki wzrośnie o około 40% w stosunku do końca roku 2016.**

BIK to deweloper komercyjny – specjalizacja magazyny

BIK działa na rynku nieruchomości komercyjnych, specjalizując się przede wszystkim w budowie, wynajmie i zarządzaniu nowoczesnymi powierzchniami magazynowymi. Do chwili obecnej Spółka wybudowała i skomercjalizowała pięć magazynów, z czego dwa zostały sprzedane z zyskiem.

Większość wskaźników sektora wskazuje na bardzo dobrą kondycję panującą na rynku magazynów. Choć ilość budowanej i oddawanej przez deweloperów do użytku powierzchni jest na historycznie rekordowym poziomie, to wskaźnik pustostanów maleje z kwartału na kwartał. Rosnąca sieć dróg szybkiego ruchu i autostrad i dynamiczny rozwój sektora e-commerce odpowiadają za doskonałą koniunkturę na tym rynku.

Maleje liczba pustostanów

Rosnący rynek komercyjny przyciąga inwestorów zagranicznych zainteresowanych zakupem gotowych i w pełni skomercjalizowanych nieruchomości. W ostatnich latach najwyższe wolumeny transakcji inwestycyjnych w Europie Środkowo-Wschodniej odnotowano właśnie w Polsce, co potwierdza wysokie zainteresowanie rynkiem rosnącej liczby inwestorów zagranicznych.

BIK posiada 3 magazyny...

BIK posiada obecnie 3 w pełni funkcjonalne obiekty magazynowo-logistyczne zlokalizowane w południowej Polsce. O atrakcyjności tych obiektów świadczą łatwy i szybki dostęp do głównych węzłów komunikacyjnych oraz fakt że zostały one zbudowane zgodnie z najwyższymi standardami rynkowymi w zakresie magazynów klasy A.

... i 1 park handlowy

BIK jest również współwłaścicielem niedużego centrum handlowego w Bielsku Białej, które cieszy się powodzeniem wśród najemców i przynosi stały dochód.

Celem emisji 1 130 000 akcji jest zapewnienie środków na rozbudowę powierzchni komercyjnych z 62,7 tys. mkw. obecnie do 110,7 tys. mkw. na gruntach już posiadanych przez Spółkę. Jako że szereg pozwoleń administracyjnych została już wydana, BIK liczy, iż do końca 2018 rozbuduje i w pełni skomercjalizuje nowe obiekty.

Wycena

Szacujemy, iż w efekcie realizacji nowych projektów kapitał własny Spółki wzrośnie o około 40% w stosunku do końca roku 2016. Zastosowana wycena metodą zdyskontowanego NAV z końca 2018 roku dała wartość 25,4 zł na akcję, a metoda porównawcza 28,4 zł na akcję.

Ryzyka

Oceniamy, iż największe ryzyka dla oszacowanej przez nas wartości Spółki stanowią: (i) opóźnienia w realizacji programu inwestycyjnego, (ii) znaczne umocnienie się złotego względem euro, (iii) spadek stawek najmu za powierzchnię magazynową, (iv) wzrost stóp kapitalizacji w segmencie nieruchomości komercyjnych, oraz (v) wzrost stóp procentowych i spadek dostępności długoterminowych kredytów hipotecznych.

2. Historia BIK, akcjonariat, szczegóły oferty i cele emisji

- **BIK rozpoczął swoją działalność w 1996 r.**
- **Podmiot jest kontrolowany przez osoby prywatne**
- **Środki pozyskane ze sprzedaży nowych akcji mają zostać przeznaczone na budowę magazynu w Krakowie i Sosnowcu, oraz małego centrum handlowego w Dzierżoniowie**

2.1. Historia

20 lat historii

Biuro Inwestycji Kapitałowych zostało założone w 1996 r. przez lokalnych biznesmenów, a działalność operacyjną w obecnym kształcie prowadzi od roku 2000. BIK działa na rynku nieruchomości komercyjnych, specjalizując się przede wszystkim w budowie, wynajmie i zarządzaniu nowoczesnymi powierzchniami magazynowymi. Dotychczas Spółka zrealizowała inwestycje w Ożarowie Mazowieckim, Pruszczu Gdańskim, Sosnowcu oraz dwie inwestycje w Krakowie o łącznej powierzchni wynajmu przekraczającej 80 tys. mkw. Obiekty w Ożarowie Mazowieckim oraz w Pruszczu Gdańskim wraz z infrastrukturą towarzyszącą zostały sprzedane przez Grupę odpowiednio w roku 2005 i 2008. Łączna powierzchnia użytkowa obecnie posiadanych obiektów magazynowych wynosi około 55,8 tys. mkw.

Od 2010 roku Spółka prowadzi również działalność deweloperską w zakresie budowy i wynajmu nieruchomości handlowych, w segmencie parków handlowych (*retail park*). BIK zrealizował dotychczas dwa takie obiekty: Park Handlowy w Puławach w 2012 r. i Retail Park Karpacka w Bielsku-Białej w 2014 r., o łącznej powierzchni najmu około 9 tys. mkw.

2.2. Akcjonariat

Akcjonariat przed IPO

Obecna liczba akcji wynosi 3 000 000, z czego 190 000 akcji uprzywilejowanych daje prawo do 5 głosów na Walnym Zgromadzeniu, pozostałe akcje uprzywilejowane tj. 1 910 000 akcji daje prawo do 2 głosów na Walnym Zgromadzeniu Spółki.

Wykres 1. *BIK; Struktura akcjonariatu przed IPO*

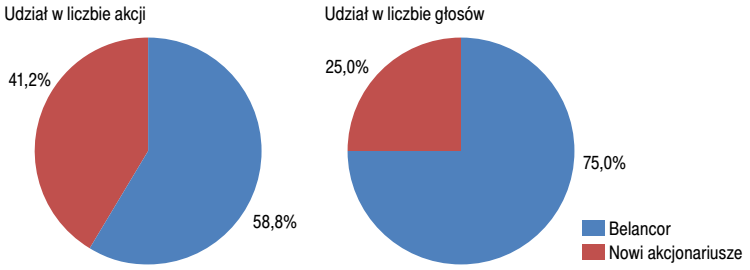
Źródło: Spółka

Akcjonariat po IPO

Planowane wprowadzenie Biura Inwestycji Kapitałowych na GPW ma się odbyć poprzez podwyższenie kapitału Spółki i sprzedaż niewielkiego pakietu przez dotychczasowych akcjonariuszy. Oferta obejmuje emisję do 1 130 000 nowych akcji serii I i 569 606 akcji serii H. Po emisji liczba walorów Spółki wzrośnie do 4 130 000.

Przy założeniu, że dotychczasowi akcjonariusze sprzedadzą 569 606 akcji serii H i nie obejmą akcji serii I, a Spółka wyemituje 1 130 000 nowych akcji, udział obecnych akcjonariuszy w kapitale akcyjnym spadnie do 58,8% a w głosach na WZA do 75%.

Wykres 2. *BIK; Struktura akcjonariatu po IPO*



Źródło: Spółka

2.3. Cele emisji

Celem emisji jest pozyskanie środków na realizację następujących inwestycji:

1. **Rozbudowa Centrum Logistycznego w Sosnowcu** – BIK planuje budowę dwóch kolejnych hal magazynowych o łącznej powierzchni najmu około 25 tys. mkw. Nakłady inwestycyjne konieczne jeszcze do poniesienia na realizację tej inwestycji Spółka szacuje na kwotę 27,0 mln zł. Dotychczas BIK poniósł nakłady inwestycyjne na zakup gruntu i uzbrojenie terenu. BIK planuje sfinansowanie dalszych nakładów inwestycyjnych zarówno ze środków własnych pochodzących z emisji (w wysokości łącznej około 7 mln zł) oraz z kredytu bankowego.

2. **Budowa Centrum Logistycznego Kraków III** – Spółka planuje budowę nowego Centrum Logistycznego w Targowisku, bezpośrednio przy zjeździe z autostrady A4 – węzeł Szarów, o łącznej powierzchni najmu około 18 tys. mkw. Nakłady inwestycyjne konieczne jeszcze do poniesienia wyniosą 22,5 mln zł. Dotychczas Spółka poniosła nakłady inwestycyjne na zakup gruntu i wstępne przygotowanie projektu. Spółka planuje sfinansować dalszą realizację inwestycji ze środków własnych (około 7,0 mln zł) oraz z kredytu bankowego.

3. **Budowa Parku Handlowego w Dzierżoniowie** – BIK planuje budowę parku handlowego o łącznej powierzchni najmu około 5 tys. mkw. Spółka planuje odkupienie wszystkich udziałów od Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego Deweloperskiego Nieruchomości Komercyjnych „Satus" (FIZ) w spółce celowej przygotowującej inwestycję w Dzierżoniowie oraz uzupełnienie środków niezbędnych na zrealizowanie projektu. Łączny koszt inwestycji szacowany jest na 26,6 mln zł. Spółka planuje sfinansowanie projektu zarówno ze środków własnych (8,5 mln zł), jak i kredytu bankowego.

   Obiekt zlokalizowany będzie w samym centrum miasta Dzierżoniów (województwo dolnośląskie). Inwestycja obejmuje budowę obiektu o dwóch kondygnacjach wraz ze 105 miejscami parkingowymi. W procesie inwestycyjnym został dotychczas zakupiony grunt, otrzymano pozwolenie na budowę, wybrano generalnego wykonawcę dla budowy obiektu, a obecnie trwa proces komercjalizacji.

   Park Handlowy Dzierżoniów będzie pierwszym nowoczesnym obiektem handlowym w Dzierżoniowie. Park będzie posiadać doskonałą lokalizację, bezpośrednio przy starówce, zaledwie 150 metrów od rynku. Będzie to obiekt dwupoziomowy, każdy poziom będzie miał własny, niezależny dostęp od ulicy.

Tabela 1. *BIK; Szczegółowy opis planowanych inwestycji, które zostaną sfinansowane ze środków pochodzących z emisji akcji serii I (PLN m)*

Wyszczególnienie	Łączne nakłady	Wycena dotychczas poniesionych nakładów	Nakłady do poniesienia	Nakłady do poniesienia ze środków z emisji	Nakłady do poniesienia z kredytów
Rozbudowa Centrum Logistycznego w Sosnowcu	33.00	6.00	27.00	7.00	20.00
Budowa Parku Handlowego w Dzierżoniowie	26.60	0.00	26.60	8.50	18.10
Budowa Centrum Logistycznego Kraków III	25.63	3.13	22.50	7.00	15.50
Razem	**85.23**	**9.13**	**76.1**	**22.5**	**53.6**

**wskazane pozycje uwzględniają wycenione wg. wartości rynkowej wartości zakupionych gruntów*

Źródło: Spółka

3. Wycena

- **Zastosowaliśmy dwie metody wyceny, zdyskontowanego NAV i metodę porównawczą**
- **W naszej wycenie zakładamy pozyskanie środków w kwocie 23,7 mln zł ze sprzedaży nowych akcji.**
- **Wycena metodą zdyskontowanego NAV z końca 2018 roku dała wartość 25,4 zł na akcję, a metoda porównawcza 28,4 zł na akcję.**

Dwie metody wyceny

Wyceny Biura Inwestycji Kapitałowych dokonaliśmy dwiema metodami, zdyskontowanego NAV i porównawczą bazując na wskaźniku C/WK.

Dokonując wyceny metodą dochodową wzięliśmy pod uwagę istniejące powierzchnie magazynowe i park handlowy Spółki, jak i planowane obiekty, które mają zostać sfinansowane ze środków pochodzących z emisji akcji serii I i mają zostać ukończone do końca 2018 roku.

Wycenę poszczególnych centrów handlowych otrzymujemy poprzez skapitalizowanie już uzyskiwanych (bądź szacowanych) czynszów pomniejszonych o koszty administracyjne obiektów. Zastosowane stopy kapitalizacji (pomiędzy 8% i 7,25%) odzwierciedlają naszym zdaniem obecne warunki rynkowe.

Szacujemy, iż w efekcie realizacji projektów kapitał własny Spółki wzrośnie o około 40% w stosunku do końca roku 2016 i wyniesie 129,4 mln zł, co po zdyskontowaniu (10%) daje 104,8 mln zł lub 25,4 zł na jedną akcję (przy założeniu emisji 1 130 000 akcji serii I).

Porównujemy BIK do innych deweloperów komercyjnych, w tym notowanych na GPW, posługując się szacowanym wskaźnikiem C/WK na lata 2016, 2017 i 2018. Oszacowana w ten sposób wartość kapitału własnego na jedną akcję Spółki wynosi 28,4 zł. Nie stosujemy jakiejkolwiek premii czy dyskonta względem spółek użytych w porównaniu, zwracamy natomiast uwagę na fakt szybko rosnącej prognozowanej wartości księgowej Spółki pomiędzy 2016 a 2018 rokiem.

Wycena zawiera się w przedziale 25,4-28,4 zł na akcję

Podsumowując, wycena metodą zdyskontowanego NAV z końca 2018 roku dała wartość 25,4 zł na akcję, a metoda porównawcza 28,4 zł na akcję.

Tabela 2. *BIK; Wycena porównawcza*

	C/WK		
	2016E	**2017E**	**2018E**
MLP	1.1	1.0	0.9
GOODMAN	1.5	1.5	1.4
Prologis	1.5	1.5	1.9
WDP	1.9	1.6	1.2
Corem	0.8	0.7	0.7
Immofinanz	0.6	0.6	0.6
PHN	0.4	0.4	0.4
GTC	1.2	1.1	1.0
Echo	1.2	1.1	1.0
Capital Park	0.7	0.6	0.6
Mediana	**1.2**	**1.0**	**0.9**
Kapitał własny BIKu (PLN m)	93.3	119.0	129.4
Implikowana wartość kapitału własnego BIKu (PLN m)	109.2	122.2	120.3
Liczba akcji	4.1	4.1	4.1
Implikowana wartość kapitału własnego na akcję BIKu (PLN)	26.43	29.59	29.13
Wartość kaptiału własnego na akcję (średnia dla lat 2016E-2018E) (PLN)		**28.4**	

Source: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 3. BIK; Projekty istniejące

	Powierzchnia najmu netto (tys. mkw.)	Czynsz netto na 1 mkw. miesięcznie (EUR)	Roczny czynsz netto (PLN tys.)	Stopa kapitalizacji (yield)	Procentowy udział Spółki w projekcie	Wycena (DM BOŚ SA) (PLN m)
Śląskie centrum logistyczne I	35,1	3,2	5,797	8,0%	100%	72,5
Centrum Logistyczne w Krakowie I	9,6	5,1	2,495	8,0%	100%	31,2
Centrum Logistyczne w Krakowie II	11,1	4,2	2,371	8,0%	100%	29,6
Park Handlowy Karpacka w Bielsku Białej	6,9	9,0	3,204	7,3%	47%	20,8
Total:	**62,7**		**13,867**			**154,1**

Source: Bloomberg, DM BOŚ SA

Tabela 4. BIK; Projekty w przygotowaniu

	Powierzchnia najmu netto	Czynsz netto na 1 mkw. miesięcznie (EUR)	Roczny czynsz netto (PLN tys.)	Stopa kapitalizacji (yield)	Wycena (DM BOŚ SA) (PLN m)	Nakłady inwestycyjne poczynione (poza zakupem ziemi) (PLN m)	Całkowite nakłady inwestycyjne (PLN m)	Termin rozpoczęcia budowy	Termin zakończenia budowy	Pozwolenie na budowę	Procentowy udział Spółki w projekcie
Centrum logistyczne w Krakowie III	18,0	3,3	3,065	8,0%	38	3,1	25,6	4Q17 I etap i 2Q18 II etap	2Q18 I etap i 4Q18 II etap	brak	100%
Centrum Logistyczne w Sosnowcu II	25,0	3,3	4,296	8,0%	54	6,0	33,0	4Q16	3Q17 I etap i 4Q17 II etap	jest	100%
Park Handlowy w Dzierżoniowie	5,0	9,5	2,451	7,5%	33	-	26,6	1Q17	1Q18	jest	100%
	48,0		**9,812**		**124,7**	**9,1**	**85,2**				

Source: Bloomberg, DM BOŚ SA

4. Rynek

- **Pierwsza połowa br. była najlepszym półroczem w historii polskiego rynku powierzchni magazynowych.**
- **Bardzo wysoki popyt przesądził o spadku współczynnika pustostanów do najniższego poziomu w historii rynku.**
- **Operatorzy logistyczni i sieci handlowe tgo dziś najbardziej aktywni najemcy na rynku magazynowym w Polsce.**
- **Na koniec 1H16w budowie było 742 000 mkw powierzchni magazynowych, z czego 51% na zasadach spekulacyjnych.**

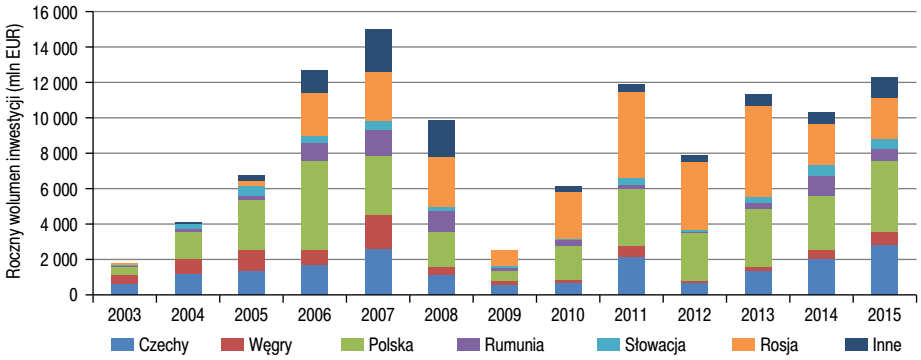
4.1. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej

Polska jest największym rynkiem biurowym w Europie Środkowo-Wschodniej

Rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce rozwija się od ponad 25 lat. Pod koniec lat 80. powierzchnię biurową na wynajem oferowały jedynie Pałac Kultury i Nauki oraz budynek hotelu Marriott. Na początku lat 90. jednym z pierwszych budynków biurowych na wynajem był WCC przy ul. Emilii Plater w Warszawie, w którym ceny najmu osiągały poziom 45-50 USD/mkw./m-c. Od tego czasu rynek nieruchomości komercyjnych w Polsce rozwijał się w szybkim tempie i stał jest znaczącym rynkiem Europy Środkowo-Wschodniej (Polska, Czechy, Słowacja, Rumunia, Węgry oraz rynki o nieco mniejszym znaczeniu: Bułgaria, Chorwacja, Estonia, Litwa, Łotwa, Serbia oraz Ukraina). W ostatnich latach najwyższe wolumeny transakcji inwestycyjnych w regionie odnotowano właśnie w Polsce, co potwierdza wysokie zainteresowanie rynkiem rosnącej liczby inwestorów zagranicznych.

Wykres poniżej przedstawia wolumeny transakcji inwestycyjnych w państwach regionu Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2005-2015.

Wykres 2. *Wolumeny sprzedaży inwestycyjnej w państwach regionu Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2005-2015*



Źródło: CBRE

Połowa inwestycji w nieruchomości komercyjne w regionie przypada na Polskę

Według raportu JLL *CEE Investment Pulse H2 2015*, na rynkach nieruchomości Europy Środkowo-Wschodniej w 2015 r. zainwestowano około 9 mld EUR, o 25% więcej niż w 2014 r. Liderem regionu okazała się Polska z ok. 46% udziałem w rynku, drugie miejsce zajęły Czechy (ok. 30%), następnie Węgry (9%), Rumunia (7,5%), Słowacja (4,5%), a 3% przypadło na pozostałe kraje regionu (Bułgaria, Chorwacja, Serbia, Ukraina i kraje bałtyckie). Najniższe stopy kapitalizacji, tzw. *prime yield*, w przypadku nieruchomości komercyjnych zanotowano w Czechach (biura – 5,75%, handel 5,00%, magazyny – 6,50%) oraz w Polsce (biura – 5,75%, handel 5,00%, magazyny – 7,00%). Według JLL w 2015 roku w polskich miastach regionalnych zainwestowano ponad 480 mln EUR w sektorze biurowym, a stopy kapitalizacji spadły do poziomu 6,5-7,5%. Ostatnie transakcje inwestycyjne na najlepszych aktywach biurowych pokazały dalszą kompresję stóp procentowych do 5,5% w Warszawie oraz 6,15-6,5% w miastach regionalnych.

4.2. Rynek powierzchni magazynowej

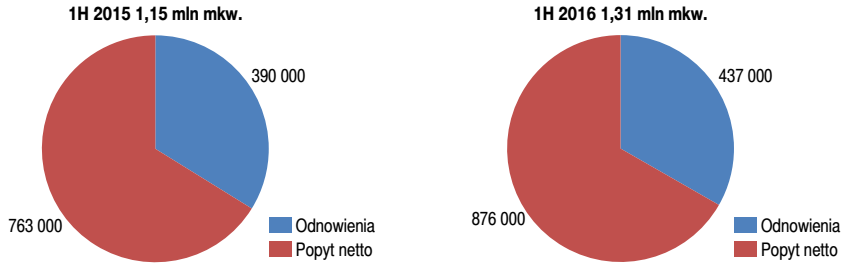
Większość wskaźników sektora wskazuje na bardzo dobrą kondycję panującą na rynku magazynów. Choć ilość budowanej i oddawanej przez deweloperów do użytku powierzchni znajduje się na historycznie rekordowym poziomie, to wskaźnik pustostanów spada z kwartału na kwartał.

Krajowy rynek powierzchni magazynowej to już ponad 10 mln mkw. powierzchni

Jak wskazuje portal *magazyny.pl*, w I kw. 2016 r. podpisano umowy najmu na łącznie 680 000 m kw. To najlepszy wynik zanotowany w pierwszym kwartale w ostatnich 10 latach i bardzo dobry prognostyk na pozostałą część roku. Co więcej, w I kw. łączne zasoby powierzchni magazynowej w Polsce przekroczyły 10 milionów mkw., co umocniło ją na dziewiątym miejscu w Europie pod względem podaży.

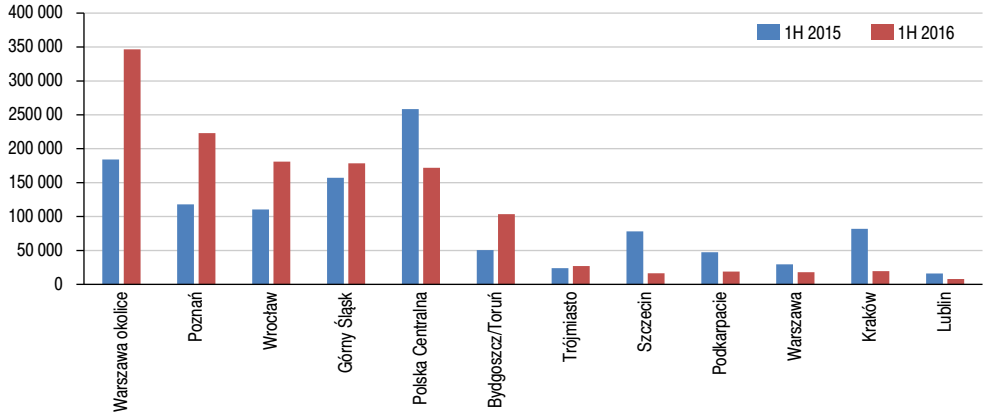
Najwięcej powierzchni magazynowej w I kw. wynajęto w okolicach Warszawy (184 000 mkw.), na Górnym Śląsku (142 000 mkw.) oraz w Poznaniu (123 500 mkw.). Największą umowę najmu podpisał Kaufland (45 000 mkw. w Panattoni Park Bydgoszcz).

Wykres 3. *BIK; Wynajęta powierzchnia magazynowa w I połowie 2015 r. i I połowie 2016 r. (popyt brutto)*



Źródło: JLL, magazyny.pl

Wykres 4. *BIK; Wynajęta powierzchnia magazynowa w I połowie 2016 r. (według lokalizacji)*



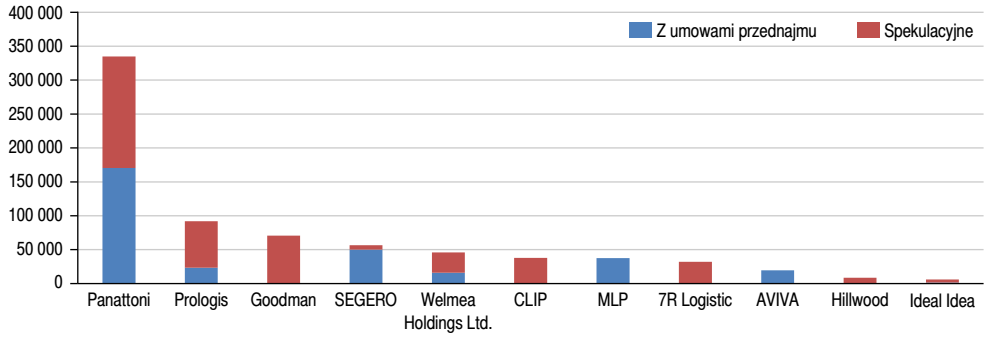
Źródło: JLL, magazyny.pl

Podaż

Na koniec 2014 roku całkowite zasoby nowoczesnej powierzchni magazynowej w Polsce wynosiły według opracowania firmy doradczej Jones Lang LaSalle (JLL) 8,5 mln mkw. (w porównaniu do 7,4 mln mkw. w 2013 r., tj. wzrost o 14,9%), a według firmy doradczej Cushman & Wakefield (C&W) 8,9 mln mkw. Rynek powierzchni magazynowych pomimo zawirowań gospodarczych w okresie 2011-2013 (m.in. spadku dynamiki produktu krajowego brutto) odznaczał się umiarkowanym, lecz stabilnym wzrostem. Znaczny przyrost nowoczesnych powierzchni magazynowych zaobserwowano natomiast w 2014 roku, w którym według szacunków JLL przybyło ok. 1,1 miliona mkw. nowoczesnej powierzchni.

Jak podaje portal *magazyny.pl*, łączne zasoby powierzchni magazynowo – przemysłowej w Polsce sięgnęły 10,4 mln mkw. na koniec I kw. 2016. W pierwszych trzech miesiącach roku do użytku oddano aż 418 000 mkw. nowych magazynów. Większość nowych projektów ukończono w głównych regionach – okolicach Warszawy (137 000 mkw.), Górnym Śląsku (87 000 mkw.) i Polsce Centralnej (85 000 mkw.).

Wykres 5. *BIK; Powierzchnia magazynowa w budowie w I połowie 2016 r. według deweloperów*



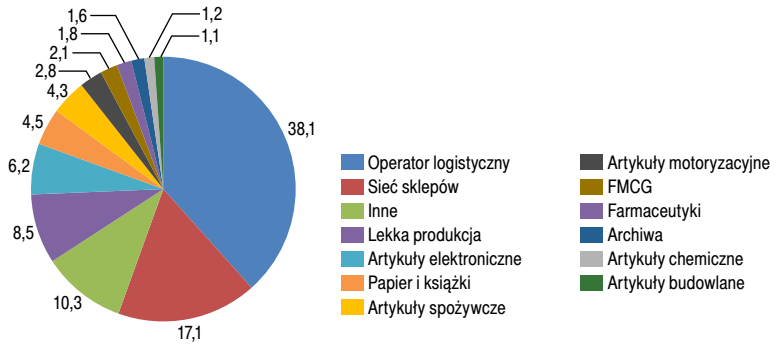
Źródło: JLL, magazyny.pl

Deweloperzy pozostają bardzo aktywni. W budowie jest obecnie 640 000 mkw. powierzchni magazynowo-przemysłowej, co plasuje sektor magazynowy za biurowym, ale przed segmentem centrów handlowych. Najwięcej magazynów powstaje w Poznaniu – 160 000 mkw., w okolicach Warszawy – 108 000 mkw. oraz Polsce Centralnej – 106 000 mkw.

Coraz więcej powierzchni budowane jest spekulacyjnie

Aż 54% powstającej obecnie powierzchni magazynowej realizowane jest na zasadach spekulacyjnych, czyli bez wiążących umów najmu. Dla porównania na koniec I kw. 2014 r. było to jedynie 5,5%. To jasno pokazuje, że deweloperzy darzą polski rynek dużym zaufaniem i widzą dalszy potencjał jego wzrostu.

Wykres 6. *BIK; Wynajęta powierzchnia magazynowa w I połowie 2016 r. według branży najemcy*



Źródło: JLL, magazyny.pl

Pustostany

Na koniec 2014 r. średni współczynnik pustostanów na rynku powierzchni magazynowych (współczynnik dostępnej powierzchni od zaraz) wyniósł według JLL 9,8% (834 tys. mkw.) wobec 11,4% (850 tys. mkw.) na koniec 2013 i 10,4% (713 tys. mkw.) na koniec 2012 r. W ostatnich kilku latach (2005-2014) średnia wartość opisywanego współczynnika oscylowała wokół 10,0%. Największy udział powierzchni dostępnych od zaraz na koniec 2014 r. charakteryzował (podobnie jak w latach poprzednich) rynek Polski Centralnej (15,8%), w dalszej kolejności Trójmiasta (14,3%), Warszawy (11,2%) i Górnego Śląska (11,1%). Najmniejszy udział pustostanów na koniec 2014 r. zanotowano w obrębie Krakowa, Szczecina i Poznania. Wskaźnik pustostanów w zasobach Spółki ma tendencję malejącą. Na koniec roku 2013 odnotowano 7,83% powierzchni niewynajętej, natomiast na koniec 2014 roku wskaźnik ten spadł o ponad 5 punktów procentowych do poziomu 2,4%.

Na koniec I kw. średni współczynnik na rynku powierzchni magazynowych wynosił 6,7%, nieznacznie wzrastając wobec rekordowo niskiego stanu z końca 2015 r. (6,2%). Obecnie najwięcej wolnej powierzchni jest w okolicach Warszawy (11,8% ogólnych zasobów). Małe rynki takie jak Szczecin czy Opole charakteryzują się zerowym poziomem dostępnej powierzchni.

Czynsze

Dobra sytuacja ekonomiczna i rekordowy popyt na powierzchnie magazynowe nie znajduje odzwierciedlenia w czynszach, które do niedawna pozostawały w trendzie spadkowym. Jednak, jak podaje portal *magazyny.pl*, w I kw. br. czynsze bazowe pozostały na niezmienionym poziomie i nadal są najwyższe w Warszawie Mieście (4,1-5,3 euro za mkw. miesięcznie) i Krakowie (3,8-4,5 euro za mkw. miesięcznie). Najniższe stawki za obiekty typu Big Box są w Polsce Centralnej (2,6-3,2 euro za mkw. miesięcznie). Należy jednak zauważyć, że czynsze bazowe nie uwzględniają oferowanych przez deweloperów zachęt i zniżek stanowiąc tym samym stawkę wyjściową do dalszych negocjacji.

5. Model biznesowy i strategia

- **BIK jest deweloperem powierzchni logistyczno-magazynowych i małych centrów handlowych tzw. retail parków**
- **Spółka może pochwalić się zamknięciem cyklu inwestycyjnego trzech projektów**
- **Spółka koncentruje swoją działalność biznesową w Krakowie i Górnym Śląsku**

5.1. Ogólny zarys działalności

BIK to deweloper komercyjny...

BIK działa na rynku nieruchomości komercyjnych, specjalizując się przede wszystkim w budowie, wynajmie i zarządzaniu nowoczesnymi powierzchniami magazynowymi. Dotychczas Spółka zrealizowała inwestycje w Ożarowie Mazowieckim, Pruszczu Gdańskim, Sosnowcu oraz dwie inwestycje w Krakowie o łącznej powierzchni wynajmu przekraczającej 80 tys. mkw. Obiekty w Ożarowie Mazowieckim oraz w Pruszczu Gdańskim wraz z infrastrukturą towarzyszącą zostały sprzedane przez Spółkę odpowiednio w roku 2005 i 2008. Łączna powierzchnia użytkowa obecnie posiadanych obiektów magazynowych wynosi około 55 800 mkw.

...budujący magazyny i parki handlowe

Od 2010 roku BIK prowadzi również działalność deweloperską w zakresie budowy i wynajmu nieruchomości handlowych, tj. parków handlowych (*retail parków*). Retail park to rodzaj obiektu handlowego, w którym brak jest części wspólnych, a do każdego sklepu prowadzi osobne wejście prosto z parkingu. Łatwość dostępu do powierzchni handlowej dla klientów sprawia że jest to coraz powszechniejsza forma prowadzenia handlu. W obiektach tego typu lokują się najczęściej sieci supermarketów oraz dyskontowe sieci odzieżowe. Często uzupełnieniem są niewielkie sklepy spożywcze, placówki banków czy firm usługowych. Od niedawna zainteresowanie tego rodzaju powierzchniami wykazują liczne sieci klubów fitness. Spółka zrealizowała dotychczas dwa takie obiekty, Park Handlowy w Puławach w 2012 r. i Retail Park Karpacka w Bielsku-Białej w 2014 r., o łącznej powierzchni handlowej około 9 tys. mkw. BIK planuje realizacje kolejnego obiektu handlowego, w Dzierżoniowie o powierzchni wynajmu około 5 tys. mkw.

5.2. Model biznesowy w pigułce

Uproszczony model biznesowy Spółki prezentujemy w *Tabeli 2* poniżej. Na podstawie przykładowego magazynu sprawdzamy, czy model biznesowy działa, a w szczególności, czy ma szansę na generowanie zakładanych stóp zwrotu. Poniższy przykład został skalkulowany biorąc pod uwagę obecne warunki rynkowe, takie jak zakup nieruchomości po 10% stopie kapitalizacji czy chęć banków do zrefinansowania inwestycji w 70%.

Pragniemy zaznaczyć natomiast, iż zmiana warunków rynkowych (spadek efektywnego czynszu, wzrost stóp kapitalizacji czy wzrost stóp procentowych) może spowodować, iż Spółka nie będzie w stanie generować satysfakcjonujących stóp zwrotu.

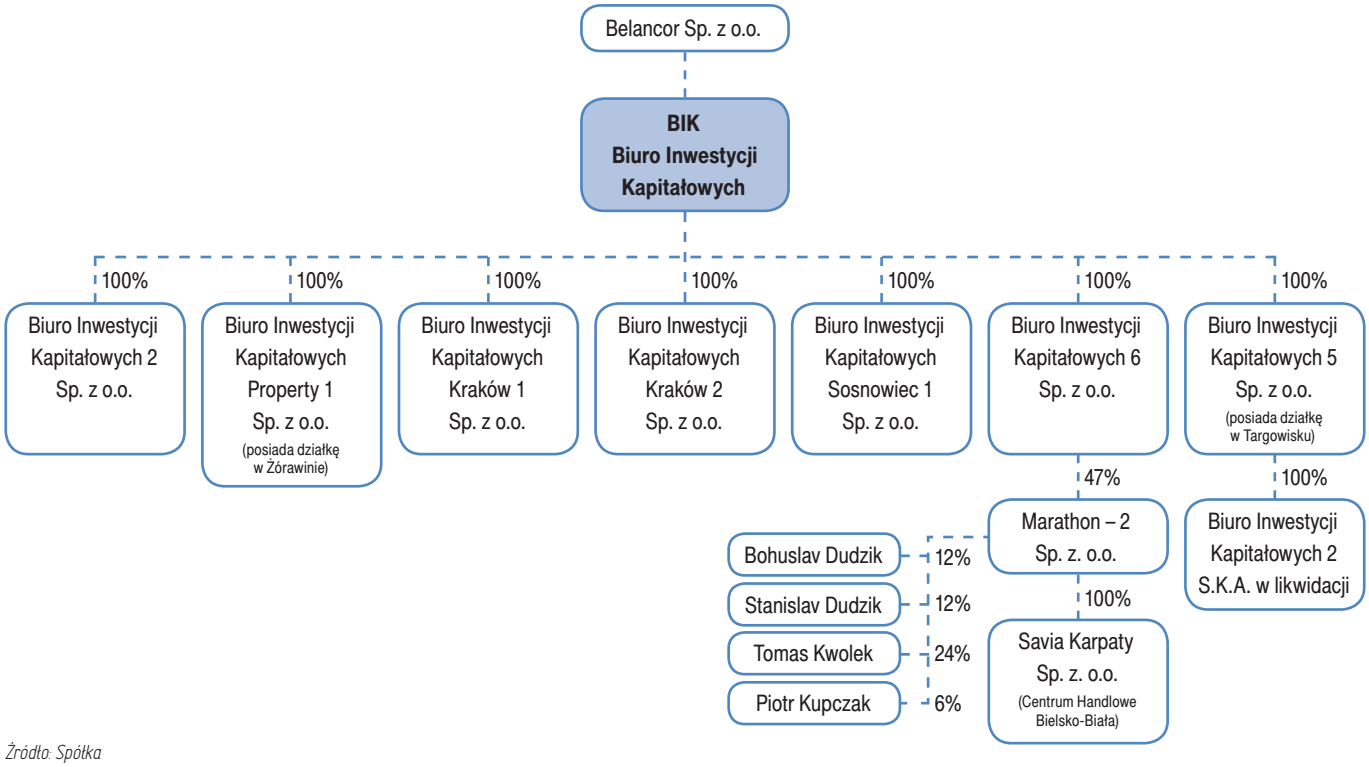
Tabela 5. *BIK; Ekonomika typowego projektu magazynowego (PLN m)*

Kapitał własny	40
Dług	60
Całkowite nakłady inwestycyjne	100
Czynsz netto	10
Stopa kapitalizacji (NOI/Capex)	10%
Stopa kapitalizacji na sprzedaży projektu	8.0%
Wartość rynkowa projektu	125
Zysk	25
ROA	33%
ROE	**63%**

Źródło: DM BOŚ SA

5.3. Struktura grupy kapitałowej

Wykres 7. *BIK; Schemat Grupy Kapitałowej BIK S.A.*



Źródło: Spółka

5.4. Portfel nieruchomości

BIK posiada obecnie 3 w pełni funkcjonalne obiekty magazynowo-logistyczne zlokalizowane w południowej Polsce. Spółka zrealizowała opisywane inwestycje częściowo w odpowiedzi na potrzeby konkretnych klientów (powierzchnie dedykowane – BTS), a w części komercjalizując wybrane powierzchnie w trakcie budowy lub bezpośrednio po jej zakończeniu.

Obiekty mają doskonały dostęp do głównych wzłów komunikacyjnych

Obiekty posiadają łatwy i szybki dostęp do głównych węzłów komunikacyjnych, zostały zbudowane zgodnie z najwyższymi standardami rynkowymi w zakresie magazynów klasy A. Obiekty charakteryzują się elastycznością pod względem doboru odpowiedniej do wymagań klientów powierzchni magazynowej (jako jeden z niewielu deweloperów Spółka buduje obiekty magazynowe posiadające małe pojedyncze moduły, które można dowolnie łączyć, tzw. Small Business Unit [SBU]; Najmniejsze moduły w zależności od lokalizacji wahają się od 500 mkw. do 900 mkw.) oraz relatywnie dużą liczbę doków rozładunkowych.

Na życzenie klienta możliwa jest zmiana przeznaczenia powierzchni z magazynowej na produkcyjną, jak również zwiększenie użyteczności powierzchni poprzez montaż dodatkowych doków załadunkowych, niestandardowych bram oraz instalacji wewnętrznych. Dodatkowo, część powierzchni magazynowej jest przystosowana do przechowywania produktów spożywczych w kontrolowanej temperaturze.

5.4.1. Centrum Logistyczne Kraków I

CL Kraków I cieszy się ciągle powodzeniem wśród najemców

Centrum Logistyczne Kraków I to pierwszy obiekt zrealizowany przez Spółkę w 2000 roku. Oprócz powierzchni magazynowej, na którą składają się 4 segmenty mogące samodzielnie funkcjonować, obiekt posiada 1 681 mkw. powierzchni biurowej. Obiekt zlokalizowany jest w części południowo-wschodniej Krakowa, w dzielnicy przemysłowej Płaszów – Rybitwy. Od centrum Krakowa obiekt oddalony jest o niecałe 8 km, dojazd do centrum odbywa się drogą

czteropasmową. Jednocześnie w odległości 5 km od obiektu przebiega autostrada A4, łącząca Rzeszów z zachodnią granicą Polski, do której dojazd również odbywa się nowoczesną drogą czteropasmową. Położenie Centrum Logistycznego Kraków I stwarza bardzo dobre warunki dla firm zainteresowanych dystrybucją swoich produktów/towarów na terenie Krakowa i okolic.

Tabela 6. BIK; Centrum logistyczne Kraków I

Rok budowy	2000
Lokalizacja	Kraków, Albatrosów 2
Całkowita powierzchnia najmu	9 575 mkw.
Powierzchnia działki	23 741 mkw.
Powierzchnia magazynowa	7 894 mkw.
Powierzchnia biurowa	1 680 mkw.
% wynajętej powierzchni	96%
Wartość z wyceny (mln PLN)	26,4
Liczba najemców	5
Kluczowi najemcy	Fischer Polska, Del Monde Foods, Fedex Polska
Okres umów najmu	3 do 7 lat

Źródło: DM BOŚ SA

5.4.2. Centrum Logistyczne Kraków II

CL Kraków II to nowoczesny obiekt

Centrum Logistyczne Kraków II zlokalizowane jest w tej samej dzielnicy co Centrum Logistyczne Kraków I. Jest to nowoczesny obiekt spełniający wszystkie najnowsze standardy magazynów wysokiego składowania. Charakteryzuje się możliwością wynajęcia małych modułów o powierzchni już od 864 mkw. W skład obiektu wchodzi 12 opisywanych modułów, które można dowolnie łączyć w zależności od potrzeb najemców. Na każdy moduł przypadają dwa doki rozładunkowe oraz niewielka powierzchnia biurowa służąca do obsługi wysyłek z magazynu. Dodatkowo, w obrębie Centrum znajduje się prawie tysiąc mkw. nowoczesnej (w pełni klimatyzowanej) powierzchni biurowej, wykonanej w standardzie B, przeznaczonej dla firm wynajmujących powierzchnie magazynowe. Obiekt wyposażony jest w szeroki plac manewrowy i dwa niezależne wjazdy. Dodatkowo, połowa obiektu została specjalnie przystosowana do możliwości przechowywania artykułów spożywczych w kontrolowanej temperaturze.

Tabela 7. BIK; Centrum logistyczne Kraków II

Rok budowy	2006/2007
Lokalizacja	Kraków, Półłanki 62a
Całkowita powierzchnia najmu	11 070 mkw.
Powierzchnia działki	22 000 mkw.
Powierzchnia magazynowa	10 150 mkw.
Powierzchnia biurowa	919 mkw.
% wynajętej powierzchni	99%
Wartość z wyceny (mln PLN)	26
Liczba najemców	5
Kluczowi najemcy	Eurocash, G4 Garage, Alfa Sped
Okres umów najmu	3 do 5 lat

Źródło: DM BOŚ SA

5.4.3. Śląskie Centrum Logistyczne w Sosnowcu

CL w Sosnowcu to perła w koronie BIK

Śląskie Centrum Logistyczne w Sosnowcu jest dotychczas największym przedsięwzięciem inwestycyjnym zrealizowanym przez BIK. Centrum zlokalizowane jest w bezpośrednim sąsiedztwie skrzyżowania dwóch istotnych arterii komunikacyjnych – autostrady A4 łączącej Rzeszów z zachodnią granicą Polski i wschodniej obwodnicy Śląska – drogi S1 prowadzącej przez Cieszyn na południe Europy. Lokalizacja stanowi doskonałe miejsce do prowadzenia dystrybucji na cały region Górnośląskiego Okręgu Przemysłowego oraz, poprzez doskonały układ komunikacyjny, do południowych sąsiadów Polski. Na powierzchni 9,5 ha Spółka zbudowała dotychczas 3 hale

magazynowe o łącznej powierzchni 35 tys. mkw., z czego 2 tys. mkw. zajmują obecnie powierzchnie biurowe. Powierzchnie poszczególnych modułów magazynowych wahają się od 792 mkw. do 900 mkw. i podobnie jak w obiektach w Krakowie najemcy mogą wynajmować nawet pojedyncze, małe moduły. Obiekty wyposażone są we wszystkie nowoczesne rozwiązania w zakresie składowania i bezpieczeństwa, w tym instalację tryskaczową i monitoring wizyjny. Część obiektów została specjalnie przystosowana do możliwości przechowywania artykułów spożywczych w kontrolowanej temperaturze.

Tabela 8. *BIK; Śląskie Centrum Logistyczne (Sosnowiec)*

Rok budowy	2007 i 2009
Lokalizacja	Sosnowiec, Orląt lwowskich 146
Całkowita powierzchnia najmu	35 105 mkw.
Powierzchnia działki	94 758 mkw.
Powierzchnia magazynowa	33 063 mkw.
Powierzchnia biurowa	2 046 mkw.
% wynajętej powierzchni	99%
Wartość z wyceny (mln PLN)	67,5
Liczba najemców	9
Kluczowi najemcy	Dachser, ND Logisticks Poland, NO Limit Transport, Green Factory Logistics, FM Polska, ILS
Okres umów najmu	Aktualne umowy najmu podpisane są na okres czasu od 6 miesięcy do 8 lat. Ponadto niektóre umowy z najemcami przekształciły się w umowy na czas nieokreślony z 3 do 6-miesięcznym okresem wypowiedzenia

Źródło: DM BOŚ SA

5.4.4. Centrum Handlowe w Bielsku Białej

CH w Bielsku Białej posiada renomowanych najemców

W 2014 roku Spółka wybudowała obiekt Retail Park Karpacka w Bielsku-Białej. Inwestycja w Bielsku-Białej zlokalizowana jest przy zachodniej obwodnicy miasta, w okolicy jednego z największych osiedli mieszkaniowych w Bielsku-Białej, osiedla Karpacka. Obiekt oferuje ok. 6.800 mkw. powierzchni handlowo-usługowej. Do grupy najemców należą następujące podmioty: sieć spożywcza Biedronka, sieć ze sprzętem sportowym Decathlon, sieć odzieżowa Pepco, dystrybutor sprzętu RTV i AGD Neonet, sieć klubów fitness City Fit, apteka Ziko, placówka banku ING oraz sieć odzieżowa KIK. Obecnie wynajęte jest już ok. 95% powierzchni obiektu. BIK posiada 47% udziałów w spółce właściciela inwestycji Marathon 2, pozostałe udziały należą do czterech osób fizycznych.

Tabela 9. *BIK; Główne założenia dla nieruchomości wynajmowanych (wycenionych metodą dochodową)*

Nieruchomość	Wartość księgowa (w tys. zł) na 30.06.2016 r.	Średnioważony okres najmu na 30.06.2016 r.	Zakres średnich stawek najmu (średnia ważona) na dzień 30.06.2016 r.	Stopa kapitalizacji
Kraków – Albatrosów	29,168	37 miesięcy	Od 3,72 € do 4,95 €/mkw. za powierzchnię magazynową i od 7,20 € do 10,00 €/mkw. za powierzchnię biurową (średnia: 4,42 €/mkw. za powierzchnię magazynową, 8,60 €/mkw. za powierzchnię biurową)	8%
Kraków – Półłanki	27,456	16 miesięcy	Od 3,16 € do 4,00 €/mkw. za powierzchnię magazynową i od 4,62 € do 10,00 €/mkw. za powierzchnię biurową (średnia: 3,79 €/mkw. za powierzchnię magazynową, € 8,44/mkw. za powierzchnię biurową)	8%
Sosnowiec	70,204	28 miesięcy	Od 1,80 € do 3,64 €/mkw. za powierzchnię magazynową i od 6,50 € do 10,00 €/mkw. za powierzchnię biurową (średnia: 2,84 €/mkw. za powierzchnię magazynową, 8,60 €/mkw. za powierzchnię biurową)	8%
Bielsko-Biała	43,716	107 miesięcy	Od 6,00 € do 23,05 €/mkw. za powierzchnię handlową (średnia: 8,9 €/mkw. za powierzchnię handlową)	7,25%

Źródło: Spółka

5.4.5. Grunt pod zabudowę magazynowo-logistyczną

BIK posiada grunt o powierzchni 55 660 mkw. – położona w gminie Żórawina koło Wrocławia (województwo dolnośląskie), bezpośrednio przy zjeździe z autostrady A4 – Wrocław Wschód. Zgodnie z zapisami Studium Miejscowego gminy Żórawina, działka ta położona jest w strefie przeznaczonej pod zabudowę magazynowo-logistyczną. BIK planuje zabudowę tego gruntu po roku 2017, tym samym nie planuje przeznaczenia uzyskanych środków finansowych z emisji akcji serii I na realizację opisywanej inwestycji.

5.5. Strategia

Buduj – sprzedaj

Główną działalnością BIK jest realizacja obiektów magazynowo-logistycznych. Strategią jest inwestowanie w obiekty średniej wielkości, przede wszystkim w lokalizacjach miejskich i podmiejskich. Obiekty realizowane przez Spółkę to magazyny składające się z niewielkich modułów, tzw. SBU – Small Business Unit. Obiekty charakteryzują się maksymalną elastycznością, najemcy mają możliwość dowolnego łączenia poszczególnych modułów magazynowych w zależności od swoich potrzeb i wymagań, dodatkowo mają w ramach wynajmowanej powierzchni możliwość korzystania ze sporej ilości doków, co wyraźnie odróżnia obiekty Spółki od tego co oferują na rynku podmioty konkurencyjne. BIK konsekwentnie realizuje tę strategię od początku swojej działalności operacyjnej, tj. od 2000 roku.

W 2009 roku, mając na uwadze kryzys na rynku nieruchomości, który szczególnie dotknął nieruchomości magazynowo-logistyczne, BIK podjął decyzję o rozpoczęciu inwestycji na rynku nieruchomości handlowych. Inwestycje na tym rynku zapewniają Spółce dywersyfikację przychodów z działalności operacyjnej. Na tym rynku BIK w ramach realizowanej strategii rozwoju inwestuje w parki handlowe (retail parki) o powierzchni użytkowej nie większej niż 10 tys. mkw. w miastach o średniej wielkości. Realizowane przez BIK retail parki w założeniu mają być pierwszymi tego typu obiektami w danym mieście lub okolicy. Spółka kieruje swoją ofertę do najemców, którzy najczęściej nie są jeszcze obecni w danej miejscowości. Realizowane obiekty handlowe mają w pierwszej kolejności zaspokajać potrzeby lokalnej społeczności, zamieszkującej najbliższe sąsiedztwo.

5.6. Główne rynki

Szeroki wachlarz obiektów

Spółka koncentruje swoją działalność na budowie i wynajmie nowoczesnych powierzchni magazynowych klientom korporacyjnym. Wynajmowane obiekty służą do składowania i przeładunku produktów i towarów. Dodatkowo, w razie potrzeby, wynajmowane powierzchnie mogą zostać przystosowane do prowadzenia przez najemców prostej działalności produkcyjnej.

Spółka kieruje swoje usługi do szerokiego kręgu odbiorców z różnych gałęzi gospodarki, tym samym popyt na jej usługi w dużej mierze zależy od ogólnej sytuacji gospodarczej, w tym od tempa rozwoju, wielkości inwestycji i konsumpcji w poszczególnych segmentach rynku w ujęciu makroekonomicznym. Stronę podażową powierzchni magazynowych reprezentuje szereg podmiotów krajowych (w tym BIK) jak również duże, międzynarodowe korporacje z silnym zapleczem kapitałowym.

Oprócz działalności w zakresie wynajmu powierzchni magazynowych Spółka zajmuje się również budową, wynajmem i zarządzaniem nowoczesnymi obiektami handlowymi w segmencie parków handlowych. W tym zakresie BIK skupia się na realizacji projektów o powierzchni najmu do 10 tys. mkw., zlokalizowanych w małych lub średnich miastach. Podobnie jak w segmencie działalności magazynowej duży wpływ na sytuację na rynku powierzchni handlowych mają czynniki makroekonomiczne, w tym w szczególności wzrost siły nabywczej konsumentów oraz poziom wydatków na konsumpcję. Stronę podażową stanowi szereg zarówno krajowych, jak i zagranicznych podmiotów wyspecjalizowanych w budowie i zarządzaniu obiektami handlowymi.

5.7. Pozycja konkurencyjna

4 graczy kontroluje ponad połowę rynku

Według szacunków JLL w 2014 r. czterech największych graczy kontrolowało około 69% istniejącej powierzchni magazynowej w Polsce. Największy udział posiadał Prologis i Segro, każda z udziałem na poziomie 26%, następnie Logicor (Blackstone) (11%), Goodman (6%), Prologis i MLP Group, każda z udziałem na poziomie 6%. W 2013 r. miała miejsce transakcja przejęcia części posiadanych przez Panattoni powierzchni magazynowych w Polsce przez ww. Blackstone. Transakcja spowodowała utratę przez Panattoni dotychczasowej pozycji wicelidera rynku. Do pozostałych znaczących graczy należy zaliczyć, CA Immobilien Anlagen, Clip Group, Valad Property Group, oraz Hines (każda z tych firm posiadała ok. 3% udział). Podmioty kontrolujące poniżej 3% udziału rynkowego posiadały łącznie około 11% wszystkich zasobów magazynowych.

BIK dysponując 56 tys. mkw. powierzchni magazynowej szacuje swój udział w rynku poniżej 1%. Spółka koncentruje swoją działalność operacyjną na terenie Krakowa oraz Górnego Śląska. W obrębie Krakowa największą konkurencję stanowi Centrum Logistyczne Goodmana w Modlniczce oraz niewielkie obiekty wybudowane przez lokalne firmy. BIK zapewnia swoim najemcom doskonałą lokalizację miejską z bliskim dostępem do centrum miasta, jak i wschodniej obwodnicy Krakowa i autostrady A4. W obiektach Spółki możliwy jest wynajem małych modułów magazynowych i ich dowolne łączenie, czego na dzień dzisiejszy konkurencja nie zapewnia. Położenie w części przemysłowej Krakowa zapewnia dobrą lokalizację dla firm zainteresowanych współpracą z innymi podmiotami działającymi na terenie Krakowa. Dojazd pracowników do obydwu centrów logistycznych zapewniony jest dla również komunikacją miejską. Z racji swojej ponad 15-letniej obecności na rynku w Krakowie, BIK jest bardzo silnie rozpoznawalny przez obecnych i potencjalnych najemców.

Na rynku Górnego Śląska BIK konkuruje w zasadzie ze wszystkimi dużymi podmiotami działającymi na rynku powierzchni magazynowych. BIK stara się przyciągać najemców m.in. doskonałą lokalizacją, na skrzyżowaniu autostrady A4 i drogi ekspresowej S1, jak również konkurencyjnymi cenami. Także w opisywanym obiekcie BIK zapewnia możliwość wynajmu niewielkich modułów magazynowych i ich dowolnego łączenia.

W segmencie małych centrów i parków handlowych działa obecnie kilkunastu profesjonalnych deweloperów budujących niewielkie obiekty handlowe zarówno w małych miastach, jak i na osiedlach mieszkaniowych dużych i średniej wielkości miast. Na rynku można wyróżnić deweloperów z doświadczeniem z rynków dojrzałych (np. Saller Group, Immofinanz, TREI Development), jak i krajowych (Dekada Realty, Budrem, Katharsis Development, Rank Progress oraz Boza Inwestycje).

Rynek bielski charakteryzuje się dość dobrze rozwiniętą infrastrukturą handlową. Wielkość nowoczesnej powierzchni handlowej w Bielsku-Białej liczącej około 170 tys. mieszkańców sięga łącznie około 170 tys. mkw. W mieście funkcjonują cztery duże centra handlowe: Gemini Park, Centrum Handlowe Sarni Stok, Galeria Sfera i Pasaż Tesco Extra. Ponadto funkcjonują obiekty oraz lokale handlowe często w niższym standardzie, które ze względu na bardzo dobrą lokalizację wciąż cieszą się dużą popularnością. W mieście jednak wciąż brakuje niedużych obiektów osiedlowych po około 5 tys. mkw. dysponujących 5-10 sklepami.

W Dzierżoniowie brak konkurencji

Spółka planuje budowę parku handlowego w Dzierżoniowie. Na terenie miasta Dzierżoniów obowiązuje system zwolnień z podatku od nieruchomości, co stymuluje rozwój lokalnej gospodarki i przyczynia się m.in. do powstawania nowych miejsc pracy. Miasto liczy około 35 tys. mieszkańców. W samym mieście nie ma jeszcze żadnego nowoczesnego obiektu handlowego. Funkcjonuje jedynie Pawilon Handlowy Odra, Dom Handlowy Eltus oraz Kaufland. Najbliższe galerie handlowe zlokalizowane są w pobliskich miejscowościach oddalonych od Dzierżoniowa o kilka lub kilkanaście kilometrów.

5.8. Przewagi konkurencyjne

Niewątpliwym atutem Spółki jest znajomość lokalnych rynków nieruchomości, a także systematyczne gromadzenie i analizowanie informacji o nowych trendach i tendencjach na bardziej dojrzałych rynkach nieruchomości komercyjnych. Dzięki temu BIK oferuje najnowsze rozwiązania stosowane

na rynku. Spółka buduje swoją przewagę konkurencyjną w oparciu o oferowanie nowoczesnych i funkcjonalnych obiektów, dobrą lokalizację, atrakcyjne stawki czynszów i odpowiedni dobór najemców, wzajemnie uzupełniających ofertę handlową obiektu, a tym samym przyciągającą relatywnie dużą grupę potencjalnych klientów.

5.9. Najemcy

Renomowani najemcy

Spółka posiada 18 najemców. Do największych najemców należą ND Logistics Poland, ILS, Eurocash, Fedex, oraz Dachser. 10 największych najemców Grupy zajmuje łącznie 83% całkowitej wynajętej powierzchni we wszystkich 3 obiektach posiadanych przez Grupę. 68% powierzchni najmu objęte jest umowami długoterminowymi, tj. z ponad rocznym okresem obowiązywania lub podpisanych na czas nieokreślony. W 2014 r. podpisano lub przedłużono umowy najmu dot. łącznie 12 701,65 mkw. powierzchni (tj. 23% posiadanej powierzchni najmu). W 2015 r. Spółka podpisała lub przedłużyła umowy najmu na kolejne 20 030,33 mkw. powierzchni. Współczynnik niewynajętych powierzchni magazynowych i biurowych wynosi nieco ponad 1%, co jest bardzo dobrym wynikiem na tle rynku. Wśród najemców dominują podmioty związane z hurtową dystrybucją artykułów spożywczych oraz typowe firmy logistyczne. Są też najemcy prowadzący w obiektach Spółki swoje oddziały a nawet centrale na całą Polskę. W Centrum Logistycznym Kraków I swoje centrale na całą Polskę ulokowały firmy Fischer Polska (niemiecka firma specjalizująca się w technikach mocowania w budownictwie) oraz Del Monte (amerykański producent i dystrybutor owoców i warzyw). W większości przypadków firmy znajdują się w obiektach od początku ich wybudowania.

5.10. Przychody i koszty najmu

Czynsze są w euro, koszty w złotówkach

Czynsze na rynku biurowym w Europie są zazwyczaj denominowane w EUR, stąd ewentualne osłabienie się złotego względem euro wpływa na wzrost przychodów i wzrost rentowności najmu i odwrotnie. Wszystkie obiekty mają zdywersyfikowany rozkład najemców i przychodu, a umowy najmu w obiektach magazynowych mają charakter długoterminowy. Standardowo wszystkie umowy najmu zawarte dla obu nieruchomości posiadają zapisy o indeksacji czynszów oraz uaktualnianiu i corocznym rozliczaniu opłat serwisowych. Co ciekawe, deflacja nie skutkuje obniżką czynszu.

Znakomita większość kosztów operacyjnych związanych z funkcjonowaniem nieruchomości jest pokrywana w całości ze środków pochodzących z opłat serwisowych ponoszonych przez najemców, co jest w pełni zabezpieczone odpowiednimi zapisami umów najmu. W związku z powyższym, inflacyjne lub rynkowe tendencje związane ze zmianą poszczególnych grup kosztów odnoszących się do funkcjonowania nieruchomości nie stanowią w naszej ocenie ryzyka z punktu widzenia potencjalnego negatywnego wpływu na wyniki finansowe Spółki.

5.11. Kurs EUR/PLN a wartość nieruchomości

BIK, podobnie jak inne podmioty z tej branży, wycenia nieruchomości do wartości godziwej na każdy dzień sprawozdawczy. Zmiany w otoczeniu rynkowym mają duży wpływ na wartość nieruchomości, gdyż są wrażliwe na wiele elementów, w tym w szczególności na zmiany stóp kapitalizacji oraz kursu EUR/PLN z uwagi na to, iż wzrost/spadek wartości nieruchomości wyrażonej w PLN powoduje zysk/stratę z aktualizacji wyceny nieruchomości.

Wyceny są dokonywane przez wynajętych przez Spółkę niezależnych specjalistów posiadających uznawane kwalifikacje zawodowe oraz legitymujących się doświadczeniem w wycenach nieruchomości inwestycyjnych.

6. Prognozy

- **Wzrost wartości sprzedaży pomiędzy 2016 a 2019 rokiem to efekt rozbudowy powierzchni komercyjnej**
- **W latach 2017-2018 oczekujemy, iż BIK zaksięguje zyski z przeszacowań nowych obiektów powierzchni komercyjnej w kwocie 39,5 mln zł**
- **Zadłużenie odsetkowe netto w stosunku do aktywów (LTV) powinno pozostać na bezpiecznym poziomie 46%, 44% i 45% odpowiednio w latach 2017, 2018 i 2019.**

Sprzedaż

BIK generuje sprzedaż głównie z dwóch źródeł: wynajmu powierzchni magazynowej i wynajmu powierzchni w retail parku w Bielsku Białej.

Nasza prognoza sprzedaży jest funkcją powierzchni przeznaczonej pod wynajem i czynszu płaconego przez najemców (wraz kosztami administracyjnymi). Dynamiczny wzrost przychodów z wynajmu pomiędzy rokiem 2016 a 2018 jest spowodowany wzrostem powierzchni wynajmu. Do końca 2018 roku Spółka zamierza oddać do użytku powierzchnię najmu równą 48 tys. mkw. w dwóch magazynach i jednym retail parku.

Założenia do prognoz:
- indeksacja czynszów na poziomie 0,5% rocznie,
- stały kurs EUR/PLN na poziomie 4,3,
- brak sprzedaży któregokolwiek magazynu czy parku handlowego
- wskaźnik pustostanów na poziomie 5%.

Rentowność

W latach 2017-2018 oczekujemy, iż BIK zaksięguje zyski z przeszacowań nowych powierzchni komercyjnych w kwocie 39,5 mln zł.

Tabela 10. *BIK; Zysk z przeszacowania nieruchomości*

	2017P	2018P
Centrum logistyczne w Krakowie III	6,3	6,3
Centrum Logistyczne w Sosnowcu II	20,7	-
Park Handlowy w Dzierżoniowie	3,0	3,0
Suma	**30,1**	**9,4**

Źródło: DM BOŚ SA

Bilans

Po stronie aktywów kluczową pozycją pozostaną nieruchomości inwestycyjne. Prognozujemy, iż w wyniku dokonywanych inwestycji w powierzchnie komercyjne (nakłady inwestycyjne i zyski z przeszacowań do wartości godziwej) pozycja ta znacząco wzrośnie, z 179,5 mln zł w 2016 r. do 295,1 mln zł w 2018 r.

Prognozujemy, iż inwestycje w nieruchomości inwestycyjne zostaną sfinansowane w znacznej mierze kredytem długoterminowym. Zadłużenie odsetkowe netto w stosunku do aktywów (LTV) powinno pozostać na bezpiecznym poziomie 46%, 44% i 45% odpowiednio w latach 2017, 2018 i 2019.

7. Sprawozdanie finansowe (MSR; skonsolidowane)

Tabela 11. BIK; Bilans

PLN m	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Aktywa trwałe	**182,8**	**183,0**	**266,0**	**298,9**	**298,9**	**299,0**	**299,0**
Nieruchomości inwestycyjne	179,5	179,5	262,4	295,1	295,1	295,1	295,1
Pozostałe środki trwałe	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8
Wartości niematerialne	0,1	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Należności i inne aktywa	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Aktywa obrotowe	**4,6**	**50,0**	**24,6**	**53,9**	**51,7**	**53,6**	**55,6**
Należoności i inne aktywa	1,6	1,6	1,6	2,3	2,6	2,7	2,7
Środki pieniężne	3,0	48,4	22,9	51,6	49,0	50,9	52,9
Aktywa trwałe przeznaczone do zbycia	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Aktywa ogółem	**187,4**	**233,0**	**290,6**	**352,7**	**350,6**	**352,6**	**354,6**
Kapitał własny	**65,2**	**93,3**	**119,0**	**129,4**	**125,9**	**127,1**	**128,2**
Kapitały mniejszości	1,4	2,2	3,0	3,8	4,6	5,4	6,2
Zobowiązania długoterminowe	113,6	129,9	159,9	209,9	209,9	209,9	209,9
Zobowiązania finansowe	103,7	120,0	150,0	200,0	200,0	200,0	200,0
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9
Zobowiązania krótkoterminowe	7,2	7,7	8,7	9,6	10,2	10,2	10,3
Zobowiązania finansowe	4,6	5,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania handlowe	2,6	2,7	2,7	3,6	4,2	4,2	4,3
Pasywa ogółem	**187,4**	**233,0**	**290,6**	**352,7**	**350,6**	**352,6**	**354,6**

Źródło: Spółka

Tabela 12. BIK; Rachunek wyników

PLN m	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Przychody ze sprzedaży	**17.5**	**17.4**	**18.0**	**24.8**	**29.0**	**29.2**	**29.3**
Przchody z czynszów	17.3	17.2	17.7	24.6	28.8	28.9	29.1
Pozostałe przychody	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Koszty działalności operacyjnej	**-10.9**	**-11.1**	**-11.5**	**-15.3**	**-17.7**	**-17.8**	**-17.9**
Zużycie materiałów i energii	-2.2	-2.2	-2.3	-3.1	-3.6	-3.7	-3.7
Usługi obce	-3.8	-3.9	-4.0	-5.8	-6.8	-6.8	-6.9
Wynagrodzenia oraz świadczenia pracownicze	-1.7	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0	-2.0	-2.0
Amortyzacja	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Podatki i opłaty	-2.1	-2.1	-2.2	-3.0	-3.5	-3.6	-3.6
Pozostałe koszty	-0.9	-0.9	-0.9	-1.3	-1.5	-1.5	-1.5
Zysk na sprzedaży	**6.6**	**6.3**	**6.5**	**9.5**	**11.4**	**11.4**	**11.4**
Wycena nieruchomości inwestycyjnych do wartości godziwej	-1.6	6.3	30.1	9.4	0.0	0.0	0.0
Zysk operacyjny	**5.0**	**12.6**	**36.6**	**18.9**	**11.4**	**11.4**	**11.4**
Przychody finansowe	2.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Koszty finansowe	-3.8	-6.5	-4.2	-5.4	-6.2	-6.2	-6.2
Zysk brutto	**3.4**	**6.4**	**32.7**	**13.9**	**5.7**	**5.7**	**5.8**
Podatek dochodowy	-0.4	-1.2	-6.2	-2.6	-1.1	-1.1	-1.1
Zyski/straty mniejszości	1.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Zysk netto	**4.5**	**4.3**	**25.7**	**10.4**	**3.8**	**3.8**	**3.9**

Źródło: Spółka

Tabela 13. BIK; Przepływy pieniężne

PLN m	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Zysk brutto	3,4	6,4	32,7	13,9	5,7	5,7	5,8
Korekty	4,3	1,5	-33,1	-7,6	3,7	3,6	3,6
Wycena nieruchomości do wartości godziwej	2,0	0,0	-30,1	-9,4	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Różnice kursowe	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	3,8	2,4	3,0	3,8	4,3	4,3	4,3
Zysk (strata) na działalności inwestycyjnej	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu kapitału pracującego	-1,8	0,1	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0
Zmiana stanu rezerw	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu należności	1,7	0,0	0,0	-0,6	-0,4	0,0	0,0
Zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych	-1,4	0,1	0,1	0,9	0,6	0,0	0,0
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Podatek dochodowy	-0,1	-1,2	-6,2	-2,6	-1,1	-1,1	-1,1
Inne korekty	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	**7,6**	**7,8**	**-0,4**	**6,2**	**9,4**	**9,3**	**9,4**
Nabycie (zbycie) rzeczowych aktywów trwałych i WNiP	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Wydatki na nieruchomości inwestycyjne	-8,4	0,0	-52,8	-23,3	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	**-8,5**	**-0,4**	**-53,2**	**-23,7**	**-0,4**	**-0,4**	**-0,4**
Wpływy z emisji akcji	0,0	23,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty bankowe	3,1	16,7	31,0	50,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki	-3,0	-3,5	-4,2	-5,4	-6,2	-6,2	-6,2
Dywidendy	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,3	-2,7	-2,7
Pozostałe	-0,1	1,0	1,3	1,6	1,9	1,9	1,9
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	**0,0**	**38,0**	**28,0**	**46,2**	**-11,6**	**-7,0**	**-7,0**
Przepływy środków pieniężnych netto	**-0,8**	**45,4**	**-25,5**	**28,7**	**-2,6**	**1,9**	**2,0**

Źródło: Spółka

BASIC DEFINITIONS

A/R turnover (in days) = 365/(sales/average A/R))
Inventory turnover (in days) = 365/(COGS/average inventory))
A/P turnover (in days) = 365/(COGS/average A/P))
Current ratio = ((current assets – ST deferred assets)/current liabilities)
Quick ratio = ((current assets – ST deferred assets – inventory)/current liabilities)
Interest coverage = (pre-tax profit before extraordinary items + interest payable/interest payable)
Gross margin = gross profit on sales/sales
EBITDA margin = EBITDA/sales
EBIT margin = EBIT/sales
Pre-tax margin = pre-tax profit/sales
Net margin = net profit/sales
ROE = net profit/average equity
ROA = (net income + interest payable)/average assets
EV = market capitalization + interest bearing debt – cash and equivalents
EPS = net profit/ no. of shares outstanding
CE = net profit + depreciation
Dividend yield (gross) = pre-tax DPS/stock market price
Cash sales = accrual sales corrected for the change in A/R
Cash operating expenses = accrual operating expenses corrected for the changes in inventories and A/P, depreciation, cash taxes and changes in the deferred taxes

DM BOŚ S.A. generally values the covered non bank companies via two methods: comparative method and DCF method (discounted cash flows). The advantage of the former is the fact that it incorporates the current market assessment of the value of the company's peers. The weakness of the comparative method is the risk that the valuation benchmark may be mispriced. The advantage of the DCF method is its independence from the current market valuation of the comparable companies. The weakness of this method is its high sensitivity to undertaken assumptions, especially those related to the residual value calculation. Please note that we also resort to other valuation techniques (e.g. NAV-, DDM- or SOTP-based), should it prove appropriate in a given case.

Banks

Net Interest Margin (NIM) = net interest income/average assets
NIM Adjusted = (net interest income adjusted for SWAPs)/average assets
Non interest income = fees&commissions + result on financial operations (trading gains) + FX gains
Interest Spread = (interest income/average interest earning assets)/ (interest cost/average interest bearing liabilities)
Cost/Income = (general costs + depreciation + other operating costs)/ (profit on banking activity + other operating income)
ROE = net profit/average equity
ROA = net income/average assets
Non performing loans (NPL) = loans in 'substandard', 'doubtful' and 'lost' categories
NPL coverrage ratio = loan loss provisions/NPL
Net provision charge = provisions created – provisions released

DM BOŚ S.A. generally values the covered banks via two methods: comparative method and fundamental target fair P/E and target fair P/BV multiples method. The advantage of the former is the fact that it incorporates the current market assessment of the value of the company's peers. The weakness of the comparative method is the risk that the valuation benchmark may be mispriced. The advantage of the fundamental target fair P/E and target fair P/BV multiples method is its independence of the current market valuation of the comparable companies. The weakness of this method is its high sensitivity to undertaken assumptions, especially those
related to the residual value calculation. Assumptions used in valuation can change, influencing thereby the level of the valuation. Among the most important assumptions are: GDP growth, forecasted level of inflation, changes in interest rates and currency prices, employment level and change in wages, demand on the analysed company products, raw material prices, competition, standing of the main customers and suppliers, legislation changes, etc. Changes in the environment of the analysed company are monitored by analysts involved in the preparation of the recommendation, estimated, incorporated in valuation and published in the recommendation whenever needed.

KEY TO INVESTMENT RANKINGS

This is a guide to expected price performance in absolute terms over the next 12 months:
Buy – fundamentally undervalued (upside to 12M EFV in excess of the cost of equity) + catalysts which should close the valuation gap identified;
Hold – either (i) fairly priced, or (ii) fundamentally undervalued/overvalued but lacks catalysts which could close the valuation gap;
Sell – fundamentally overvalued (12M EFV < current share price + 1-year cost of equity) + catalysts which should close the valuation gap identified.
This is a guide to expected relative price performance:
Overweight – expected to perform better than the benchmark (WIG) over the next quarter in relative terms
Neutral – expected to perform in line with the benchmark (WIG) over the next quarter in relative terms
Underweight – expected to perform worse than the benchmark (WIG) over the next quarter in relative terms

The recommendation tracker presents the performance of DM BOŚ S.A.'s recommendations. A recommendation expires on the day it is altered or on the day 12 months after its issuance, whichever comes first.
Relative performance compares the rate of return on a given recommended stock in the period of the recommendation's validity (i.e. from the date of issuance to the date of alteration or – in case of maintained recommendations – from the date of issuance to the current date) in a relation to the rate of return on the benchmark in this time period. The WIG index constitutes the benchmark. For recommendations that expire by an alteration or are maintained, the ending values used to calculate their absolute and relative performance are: the stock closing price on the day the recommendation expires/ is maintained and the closing value of the benchmark on that date. For recommendations that expire via a passage of time, the ending values used to calculate their absolute and relative performance are: the average of the stock closing prices for the day the recommendation elapses and four directly preceding sessions and the average of the benchmark's closing values for the day the recommendation expires and four directly preceding sessions.

Niniejszy raport został sporządzony w **Wydziale Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ SA) w celu informacyjnym. Raport nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ SA. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ SA na dzień jego wydania. DM BOŚ SA ostrzega, iż niniejszy raport nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu przepisów dotyczących obrotu instrumentami finansowymi, a także nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych i nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania. Informacje zawarte w niniejszym raporcie oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które DM BOŚ SA, działając w dobrej wierze i z należytą starannością, uważa za wiarygodne. DM BOŚ SA nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności oraz trafności tych informacji. DM BOŚ SA, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania Inwestora podjęte na podstawie niniejszego raportu, nie ponoszą odpowiedzialności za straty lub utracone korzyści Inwestora, ani za wszelkie szkody, poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych Inwestora oraz skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego raportu lub zawartych w nim informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym raporcie stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ SA. Klient wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym raporcie na własne ryzyko i odpowiedzialność. Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Powyższy raport został sporządzony w związku z ofertą publiczną akcji serii H, I spółki Biuro Inwestycji Kapitałowych S.A. na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA ze spółką, a DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie z tytułu usług świadczonych w związku z ofertą akcji, w tym z tytułu przygotowania niniejszego raportu.
Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ SA oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.
Wybrane fragmenty niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji zgodności działania DM BOŚ SA z jej zobowiązaniami prawnymi.
DM BOŚ SA dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszego raportu.
DM BOŚ SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.
Niniejszy raport jest pierwszym adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców publikowanym opracowaniem DM BOŚ SA dotyczącym spółki Biuro Inwestycji Kapitałowych S.A.

Nadzór nad DM BOŚ SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.
Datą sporządzenia raportu jest: 19.10.2016 r.
Datą pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 19.10.2016 r.

Źródła informacji: Raporty bieżące, materiały Spółki, prospekt emisyjny, sprawozdania finansowe Biuro Inwestycji Kapitałowych S.A., GPW oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP. Wymienione źródła informacji DM BOŚ SA uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności.

Według dostępnych informacji:
1) DM BOŚ SA nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
2) DM BOŚ SA zawarł umowę o przygotowanie i przeprowadzenie oferty publicznej, pełnienie funkcji Agenta Emisji, wprowadzenie do obrotu giełdowego akcji Emitenta oraz przechowywanie akcji Emitenta w depozycie. Z tytułu wykonanych usług DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie.
3) DM BOŚ SA nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego,
4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
5) Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
6) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Stockbrokers

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Maciej Guzek
tel.: +48 (22) 504 32 27
m.guzek@bossa.pl

Research

Sobiesław Pająk, CFA
(Equity strategy, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Construction materials,
Consumer staples & discretionary, Health care)

Maciej Wewiórski
(Commodities, Residential construction,
Construction, Real estate)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Financials)

Jakub Viscardi
(Telco, Consumer staples & discretionary,
IT – hardware distribution, Utilities)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemicals, Mining,
Mining – machinery, Oil & gas)

Tomasz Rodak, CFA
(Consumer discretionary, Video games)

Wojciech Romanowski
Junior Analyst

Copyright © 2016 by DM BOŚ S.A.

Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Information: (+48) 0 801 104 104