



Dom Maklerski BDM S.A.

PA NOVA

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnią przecenę walorów PA Nova uważamy za okazję do budowania pozycji na akcjach dewelopera. W naszej ocenie, segment generalnego wykonawstwa powinien być motorem wzrostu wyników grupy w perspektywie kolejnych kwartałów. Do tej pory spółka poinformowała o dużych kontraktach dla Ikei oraz PKP, tym samym „twardy” backlog grupy na przyszły rok wynosi ok. 120-130 mln PLN. Czekamy na informacje o wejściu na rynek niemiecki, co sygnalizowały władze spółki. Dla segmentu budowlanego może to być przełom i wejście w inną skalę wyników (istotny wzrost przychodów oraz poprawa realizowanych marż). Liczymy, że pierwsze kontrakty w Niemczech będą realizowane jeszcze w '17. Jednocześnie spodziewamy się, że już od 4Q'16 segment GW zacznie odbudowywać rezultaty, co przełoży się na pozytywną ścieżkę wynikową grupy w poszczególnych kwartałach 2017 roku (estymujemy ok. 58,9 mln PLN oczyszczonej EBITDA w '17 vs 45,6 mln PLN w '16). Spodziewamy się, że PA Nova sprzeda część posiadanych obiektów (jedną z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co stworzy pole do istotnego wzrostu dywidendy w '17 (w modelu przyjmujemy tylko DPS = 1,0 PLN/akcję). Zwracamy także uwagę na wysokie dyskonto względem wartości księgowej oraz atrakcyjne mnożniki rynkowe. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się podnieść cenę docelową do 34,6 PLN/akcję, podtrzymując jednocześnie zalecenie Kupuj.

W 4Q'16 spodziewamy się dalszego wzrostu wyników względem '15. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży będą bliskie 43,1 mln PLN, natomiast oczyszczona EBITDA powinna wynieść ok. 13,8 mln PLN. Według naszych założeń PA Nova wypracuje ok. 8,1 mln PLN zysku. W ujęciu całorocznym według naszych szacunków spółka powinna wypracować ok. 162,0 mln PLN przychodów (głównie będzie to efekt pełnej kontrybucji galerii Galena). Jednocześnie, dzięki większemu udziałowi segmentu najmu, marża brutto ze sprzedaży może podnieść się do 30,1% (+2,3 p.p. r/r). Estymujemy, że EBITDA grupy zbliży się do 50,4 mln PLN, natomiast na poziomie wyniku netto można oczekiwać 28,3 mln PLN zysku. W przyszłym roku PA Nova powinna zaraportować lepsze wyniki, co w dużej mierze będzie wynikało z uzupełnienia backlogu grupy. Tym samym deweloper powinien osiągnąć 239,1 mln PLN przychodów oraz 58,9 mln PLN EBITDA. Pomimo wzrostu kosztów finansowych (szacujemy ok. 17 mln PLN), wynik netto może wynieść 32,9 mln PLN.

W segmencie budowlanym spodziewamy się, że w 4Q'16 grupa rozliczy 2 mniejsze kontrakty, dzięki czemu w ujęciu całorocznym można liczyć na niewielki zysk. Znacznie pozytywniej zapatrujemy się na '17. PA Nova poinformowała o dużym kontrakcie dla Ikei (o wartości 65-66 mln PLN) oraz o realizacji modernizacji dworca w Sosnowcu-Maczkach. Liczymy także, że dużą szansą dla spółki będzie pozyskanie kontraktów w Niemczech, co byłoby istotnym wsparciem dla wyników grupy (optymistycznie podchodzimy do współpracy z siecią Kaufland). Szacujemy, że w '17 przychody segmentu wzrosną do ok. 158 mln PLN (+90% r/r), a wynik segmentu po uwzględnieniu kosztów finansowych wzrośnie do 11,3 mln PLN segmentu po uwzględnieniu kosztów finansowych wzrośnie do 11,2 mln PLN (w '16 przyjmujemy lekką stratę).

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	172,2	138,9	162,0	239,1	205,2	191,4
EBITDA adj. [mln PLN]*	34,0	35,8	45,6	58,9	63,8	59,0
EBITDA [mln PLN]	37,1	36,4	50,4	58,9	63,8	59,0
EBIT adj. [mln PLN]*	31,8	33,8	43,6	56,8	61,7	56,9
Wynik netto adj. [mln PLN]*	17,7	17,4	24,4	32,9	37,0	33,8
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
P/E adj.*	12,3	12,5	8,9	6,6	5,9	6,5
EV/EBITDA adj.*	13,4	16,8	12,9	9,7	8,2	8,8
EV/EBIT adj.*	14,3	17,8	13,5	10,1	8,5	9,1
DPS	0,50	0,50	0,75	1,00	1,05	1,10

*Wyniki oczyszczone o jednorazowy zysk ze sprzedaży parków handlowych w '14 oraz sprzedaży obiektu w Wilkowicach w 2Q'16

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 34,6 PLN

25 LISTOPADA 2016, 12:50 CEST

Wycena końcowa [PLN]	34,61
Potencjał do wzrostu / spadku	+58,8%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	21,80
Kapitalizacja [mln PLN]	218,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	27,45
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,10
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	+16,6%
Akcjonariat (% głosów):	
Budoprojekt	34,3%
Ewa Bobkowska	9,3%
Stanisław Lessaer	7,6%
Maciej Bobkowski	6,6%
Amplico OFE	5,6%
Pozostali	36,6%

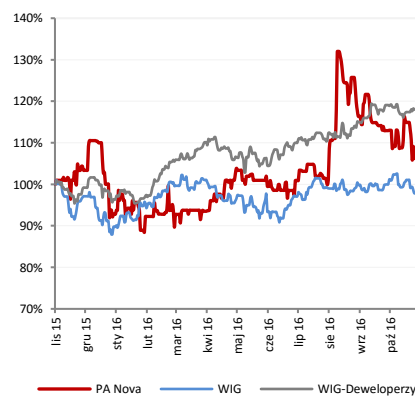
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA SPÓŁKI METODĄ SOTP	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYNIKI ZA 3Q'16.....	9
WYNIKI OBIEKTÓW WŁASNYCH NA WYNAJEM	10
PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY	12
OTOCZENIE RYNKOWE	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	19

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny PA Nova dokonaliśmy w oparciu o metodę SOTP, przypisując jej 100% wagi. Oszacowaliśmy wartość poszczególnych obiektów komercyjnych w segmencie wynajmu oraz uwzględniliśmy pozostałą działalność (segment budowlany). Wycenę porównawczą prezentujemy jedynie poglądowo (uważamy, że spółka ma zbyt małą skalę działalności względem grupy porównawczej; zwracamy jednak uwagę, że po wybudowaniu w ostatnich latach kilku obiektów handlowych, spółka ma coraz większe kompetencje w budowie i zarządzaniu projektami komercyjnymi, co nie wyklucza dalszych inwestycji w tym obszarze). Końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie **346,1 mln PLN, czyli 34,61 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

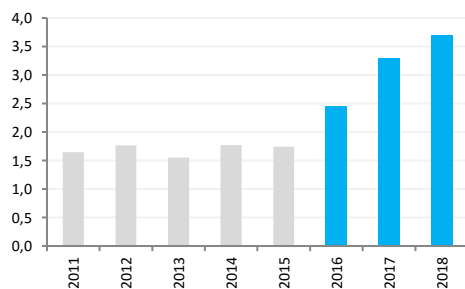
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	346,1	34,61
A1	Wycena segmentu budowlanego	47,4	4,74
A2	NAV nieruchomości komercyjnych	298,7	29,87
B	Wycena porównawcza	366,5	36,65
C = (A*100%+B*0%)	Wycena końcowa	346,1	34,61

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

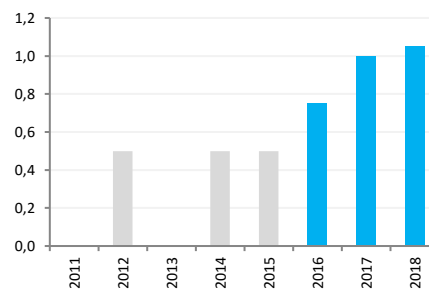
W 4Q'16 spodziewamy się dalszego wzrostu wyników względem '15. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży będą bliskie 43,1 mln PLN, natomiast oczyszczona EBITDA powinna wynieść ok. 13,8 mln PLN. Według naszych założeń PA Nova wypracuje ok. 8,1 mln PLN zysku. W ujęciu całorocznym według naszych szacunków spółka powinna wypracować ok. 162,0 mln PLN przychodów (głównie będzie to efekt pełnej kontrybucji galerii Galena). Jednocześnie, dzięki większemu udziałowi segmentu najmu, marża brutto ze sprzedaży może podnieść się do 30,1% (+2,3 p.p. r/r). Estymujemy, że skonsolidowana EBITDA grupy zbliży się do 50,4 mln PLN, natomiast na poziomie wyniku netto można oczekiwać 28,3 mln PLN zysku (po oczyszczeniu o jednorazową transakcję sprzedaży obiektu w Wilkowicach ok. 24 mln PLN). W przyszłym roku PA Nova powinna zaraportować lepsze wyniki, co w dużej mierze będzie wynikało z uzupełnionego backlogu grupy. Tym samym deweloper powinien osiągnąć 239,1 mln PLN przychodów oraz 58,9 mln PLN EBITDA. Pomimo wzrostu kosztów finansowych (szacujemy ok. 17 mln PLN), wynik netto może wynieść 32,9 mln PLN.

Walory PA Nova znajdują się w korekcie od września. Uważamy, że przy obecnych poziomach, akcje spółki są bardzo ciekawą okazją inwestycyjną. W perspektywie najbliższych kwartałów głównym motorem wzrostu wyników powinien być obszar generalnego wykonawstwa (grupa raportowała o pozyskanych dużych kontraktach dla Ikei oraz PKP, o łącznej wartości >100 mln PLN). Duże nadzieje wiążemy z rynkiem niemieckim, który może być istotnym wsparciem dla wyników segmentu w '17 oraz '18. Tym samym interesująco w naszej ocenie zapowiada się ścieżka wynikowa w kolejnych okresach (poprawa w segmencie GW już od 4Q'16). Prognozujemy, że na poziomie skonsolidowanym spółka wypracuje w przyszłym roku blisko 58,9 mln PLN EBITDA oraz 32,9 mln PLN zysku netto. Nie wykluczamy jednocześnie, że deweloper sprzeda część swojego portfolio (jedną z galerii, parki handlowe lub pakiet obiektów przemysłowych), co przełożyłoby się na wzmocnienie pozycji gotówkowej i stworzyłoby możliwość do wypłaty znacznie większej dywidendy (w scenariuszu bazowym zakładamy DPS'17 = 1,0 PLN/akcję). Liczymy, że wymienione powyżej czynniki przełożą się na zniwelowanie dużego dyskonta względem wartości księgowej i decydujemy się na podniesienie ceny docelowej PA Nova do 34,6 PLN/akcję, podtrzymując jednocześnie zalecenie Kupuj.

EPS adj. w latach



DPS w latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYCENA SPÓŁKI METODĄ SOTP

Wycena SOTP stanowi sumę wartości segmentu budowlanego oraz poszczególnych obiektów komercyjnych. Wyceny NAV głównych obiektów komercyjnych dokonaliśmy na podstawie symulacji *exit yield* oraz prognozowanego NOI dla poszczególnych obiektów posiadanych przez PA NOVA. Dla pozostałych nieruchomości przyjęliśmy wartość księgową z dyskontem. Ostatecznie wycena SOTP sugeruje wycenę PA NOVA na poziomie **346,1 mln PLN, czyli 34,61 PLN/akcję**.

Wycena spółki metodą SOTP [PLN]

	Rodzaj aktywów	Wartość	Komentarz
A=(A1+A2+A3+A4-A5)	Segment wynajmu	298,7	
A1	Projekty ukończone [mln PLN]	617,1	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku [mln PLN]	16,1	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln PLN]	25,3	Wartość bilansowa z dyskontem
A4	Inwestycje krótkoterminowe (gotówka) [mln PLN]	37,1	Wartość bilansowa na koniec 3Q'16
A5	Dług % segmentu (kredyty) [mln PLN]	397,0	Wartość bilansowa na koniec 3Q'16
B	Pozostała działalność (budowlana, projektowa, IT)	47,44	Metoda P/E = 9,0x na lata 2016-17
C=A+B	Wycena SOTP	346,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny segmentu wynajmu:

- W naszej wycenie podchodzimy bardzo konserwatywnie do obecnego portfolio dewelopera (yield-y znacznie wyższe niż obecnie na rynku).
- W projektach w toku wykazujemy parki handlowe w Sosnowcu i Kłodzku oraz halę przemysłową w Rzeszowie.
- W perspektywie najbliższych miesięcy możliwa jest transakcja sprzedaży mniejszych parków handlowych, które deweloper posiada w portfolio (2 obiekty o BV bliskie 20 mln PLN). Prawdopodobna jest także ewentualna sprzedaż obiektu w Kluczborku (galeria Miodowa), którego wartość bilansowa wynosi ok. 36 mln PLN. Liczymy, że w przypadku transakcji grupa część środków przeznaczy na spłatę zadłużenia (w przypadku Miodowej wynosi ono ok. 20 mln PLN), natomiast reszta środków mogłaby zostać przeznaczona na zwiększenie wypłaconej dywidendy (w scenariuszu bazowym przyjmujemy DPS = 1,0 PLN).
- Nie wykluczamy również sprzedaży posiadanych obiektów przemysłowych. Naszym zdaniem do transakcji mogłoby dojść nie wcześniej niż w momencie oddania do użytku obiektu w Rzeszowie i zbycia 3 parków logistycznych w formie pakietu.
- W wycenie uwzględniamy rynkową wartość galerii Sanowa w Przemysłu. Zwracamy jednak uwagę, że zarząd spółki zadeklarował, że po zakończeniu trwającego procesu rekomercjalizacji, obiekt może być sprzedany. Wartość księgową inwestycji to ok. 136-140 mln PLN.

A1. Założenia do projektów ukończonych*

Projekty ukończone	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz [EUR/m2]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]						
						-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,5%	+0,75%
Galena	Galeria	31,5	14,5	16,3	7,5%	242,1	233,5	225,4	217,9	210,9	204,3	198,1
Miodowa	Galeria	10,5	10,3	3,7	8,5%	47,3	45,8	44,4	43,1	41,9	40,7	39,6
Sanowa	Galeria	22,0	15,0	11,4	8,0%	157,6	152,3	147,4	142,8	138,5	134,4	130,5
Odrzańskie Ogrody	Galeria	22,0	16,2	12,1	8,3%	161,5	156,3	151,4	146,8	142,5	138,4	134,6
P.H. Myszków	Park handlowy	1,9	10,2	0,7	9,5%	8,0	7,7	7,5	7,3	7,1	7,0	6,8
P.H. Racibórz	Park handlowy	1,4	7,1	0,4	9,3%	4,2	4,1	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6
P.H. Chorzów	Park handlowy	3,4	6,5	0,3	9,3%	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1
PH. Krosno	Park handlowy	2,6	10,0	0,9	9,3%	10,5	10,2	9,9	9,6	9,4	9,1	8,9
PH. Kamienna Góra	Park handlowy	4,3	11,0	1,6	9,3%	19,1	18,5	18,0	17,5	17,0	16,6	16,2
Rybnik	Magazyn	8,0	4,0	1,6	8,5%	20,8	20,1	19,5	18,9	18,4	17,9	17,4
Siechnice	Magazyn	2,5	4,0	0,5	8,5%	6,5	6,3	6,1	5,9	5,7	5,6	5,4
Suma/średnia		110,1	9,9	49,5	8,2%	681,0	658,3	637,1	617,1	598,4	580,8	564,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *szczegółowa analiza wrażliwości dla istniejącego portfolio w tabeli na s.5

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz brutto [EUR/mkw]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]	Szacowany CAPEX [mln PLN]*	MV-CAPEX [mln PLN]	Zdyskontowana wartość MV-CAPEX [mln PLN]
Sosnowiec	Park handlowy	2,7	10,0	1,4	9,25%	14,7	11,5	3,2	3,1
Rzeszów	Magazyn	2,5	6,0	0,8	8,50%	9,2	2,1	7,1	7,0
Kłodzko	Park handlowy	3,0	10,0	1,5	9,25%	16,3	10,0	6,3	5,9
Suma/średnia		8,2	8,8	3,6	9,0%	40,1	23,6	16,5	16,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *pozostały CAPEX do poniesienia

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	Planowane przeznaczenie	BV [mln PLN]	BV z dyskontem [mln PLN]
Zamość	-	4,9	3,9
Przemysł	-	3,7	3,0
Płock	-	11,6	9,3
Częstochowa	-	5,9	4,7
Pozostałe grunty	-	5,5	4,4
Razem		31,6	25,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza wrażliwości wyceny istniejących obiektów pod wpływem zmiany stopy kapitalizacji i czynszu

	ZMIANA	Yield					
		8,0%					
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	
Czynsz średnioważony [EUR/mkw]	12,9	-10%	634,5	592,3	555,4	522,9	493,9
		-5%	669,7	625,2	586,3	551,9	521,3
		0%	705,0	658,2	617,1	581,0	548,8
		5%	740,2	691,1	648,0	610,0	576,2
		10%	775,5	724,0	678,9	639,0	603,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny pozostałych segmentów (działalność budowlana, projektowa, IT)

W wycenie utrzymujemy konserwatywne podejście. Wartość tego obszaru działania wyznaczamy w oparciu o mnożnik P/E=9,0x (podnosimy jego poziom względem poprzedniej rekomendacji; mediana dla branży budowlanej na rok 2017 wynosi 9,8x). Grupa informowała o dużych kontraktach dla Ikea (wartość 65-66 mln PLN) oraz na rewitalizację dworca w Sosnowcu-Maczki (ok. 32 mln PLN). Liczymy, że dużą szansą jest wejście na rynek niemiecki i zawieranie kontraktów, które powinny cechować się lepszą rentownością. Szacujemy, że w roku 2017 wynik netto omawianych obszarów działalności wyniesie 5,3 mln PLN.

Tym samym implikowana wartość tych segmentów w modelu wynosi ok. 47,4 mln PLN, czyli 4,74 PLN/akcję. Naszym zdaniem przedstawione podejście jest bardzo konserwatywne, gdyż sam park ziemi posiadany przez spółkę na koniec 3Q'16 (pod przyszłe realizacje obiektów handlowych) wynosił prawie ok. 31 mln PLN. Zwracamy również uwagę, że spółka bardzo mocno poszukuje kontraktów w segmencie logistyczno-przemysłowym (zarząd widzi duże zainteresowanie), które za 2-3 lata mają odpowiadać za znaczną część przychodów budowlanki. W przypadku generalnego wykonawstwa dla sieci handlowych spółka historycznie pokazywała bardzo dobre marże, dlatego też w modelu zakładamy w długim terminie ich utrzymanie na poziomie ok. 9% (rentowność brutto).

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

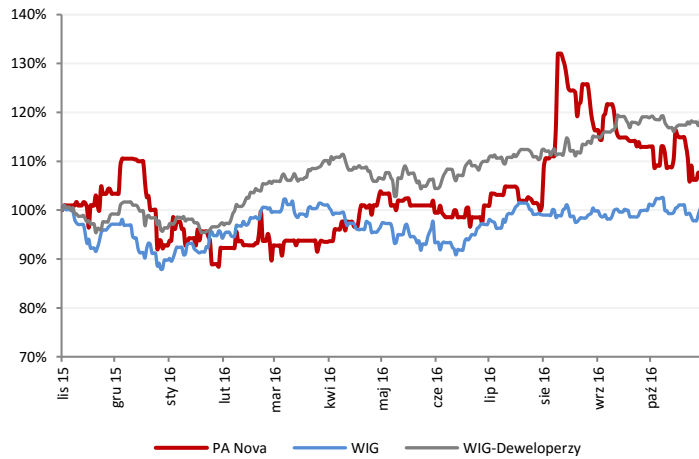
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2016-17 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej oraz budowlanej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2016-17 jest notowana z ok. 30%-owym dyskontem względem podmiotów krajowych. Wycena PA Nova metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **36,7 PLN**, czyli o 65% powyżej obecnej ceny rynkowej. **Ze względu na mniejszą skalę działalności względem innych podmiotów metody porównawczej nie uwzględniamy w wycenie końcowej. Zwracamy jednak uwagę, że po wybudowaniu w ostatnich latach kilku obiektów handlowych, spółka ma coraz większe kompetencje w budowie i zarządzaniu projektami komercyjnymi, co nie wyklucza dalszych inwestycji w tym obszarze.**

Wycena porównawcza PA Nova

	P/E		P/BV	
	2016P	2017P	2016P	2017P
Echo	9,2	7,9	1,4	1,3
LC Corp	8,9	5,5	0,7	0,7
GTC	35,6	34,5	5,1	4,5
Unibail-Rodamco	18,8	18,1	1,2	1,1
CA Immobilien	13,3	14,7	0,7	0,7
Deutsche Euroshop	13,1	14,5	1,0	1,0
Castellum	17,7	13,5	1,2	1,1
Hammerson	18,9	18,0	0,8	0,8
Atrium European RE	12,2	12,0	0,7	0,7
Kleppiere	17,6	16,6	1,0	0,9
Mediana	15,4	14,6	1,0	1,0
PA Nova	7,7	6,6	0,7	0,6
Premia/dyskonto	-50,1%	-54,5%	-32,9%	-33,9%
Wycena wg wskaźnika	43,7	47,9	32,5	33,0
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	45,8		32,7	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena 1 akcji [PLN]	36,7			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

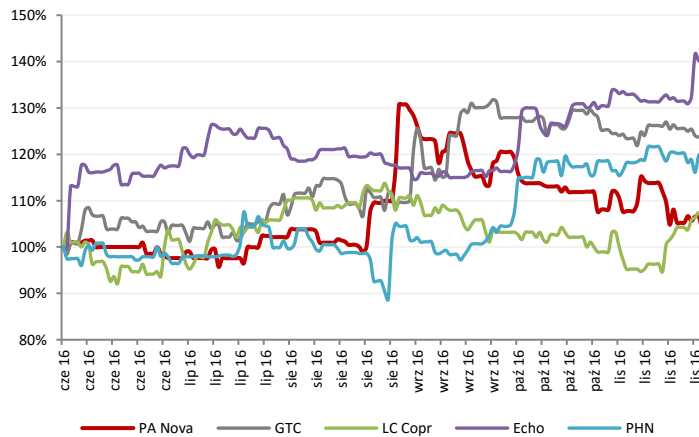
Kurs PA Nova na tle WIG i indeksu branżowego



W ostatnim czasie kurs dewelopera został mocno poturbowany. W naszej opinii spółka prezentuje duży potencjał (co widać po utrzymującym się wysokim dyskoncie ceny do wartości księgowej) i tym samym może być jedną z ciekawszych okazji inwestycyjnych w najbliższym czasie.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie kursów krajowych deweloperów komercyjnych



Od września akcje PA Nova zachowywały się znacznie gorzej niż giełdowych konkurentów, wśród których najlepiej radzi sobie Echo. W ciągu 3 tygodni walory gliwickiego dewelopera straciły ok. 20%.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko złego najemcy**
Spółka jest narażona na ryzyko „złego najemcy”, co wiąże się z opóźnieniami w płatnościach lub nawet ich brakiem, a tym samym spadkiem przychodów w segmencie najmu. W minionym roku PA Nova borykała się z problemami finansowymi sieci Avans, która ostatecznie ogłosiła upadłość.
- **Ryzyko stawek czynszów**
W modelu przyjęliśmy niewielką waloryzację stawek czynszu, jednak wskazujemy, że ryzyko obniżenia stawek czynszów jest bardzo istotne dla wyników spółki. Obecnie presja na poziom stawek uległa zwiększeniu, co wiąże się z nasyceniem rynku dużymi obiektami nie należy wykluczyć, że w dłuższym okresie czasu spółka będzie zmuszona do korekty opłat z wynajmu powierzchni.
- **Ryzyko kredytowe**
W związku z prowadzonymi pracami budowlanymi obecne zadłużenie spółki wynosi 415 mln PLN. Spodziewamy się, że łączny dług PA Nova na koniec 2016 roku może osiągnąć poziom 408 mln PLN (LtV netto w wysokości 56,5%). W naszej opinii generowane wpływy z najmu powinny pozwolić na bezpieczną spłatę rat kredytowych. W przypadku sprzedaży galerii Sanowa zadłużenie netto spadłoby o ok. 136-140 mln PLN (wg wartości księgowej).
- **Ryzyko walutowe**
W związku z zaciągniętymi kredytami w EUR oraz naliczaniem stawek czynszowych w galeriach w EUR spółka ma ekspozycję na wahania EUR/PLN. Zmiana o 1 pkt. % wpłynie na wzrost/spadek o 2,2 mln PLN. PA Nova stara się ograniczyć przedmiotowe ryzyko poprzez hedging naturalny (dopasowanie waluty czynszu do waluty kredytów). Niemniej należy mieć świadomość, że w średnim i dłuższym terminie osłabienie PLN względem EUR może być czynnikiem odstrasżającym najemców. Wahania EUR/PLN przekładają się również na wycenę portfolio grupy – wraz z umocnieniem PLN, spada wartość księgowa obiektów komercyjnych dewelopera (w naszej wycenie wzrost/spadek EUR/PLN o 5gr, powoduje zmianę wyceny o ok. 30 gr).
- **Konkurencja rynkowa**
Powodzenie projektów własnych, jak i tych, które są wykonywane na zlecenie zależy w znacznym stopniu od położenia obiektów. Segment, w którym działa spółka dotyczy małych i średnich miejscowości, co powoduje, że sukces osiągają parki i centra handlowe o lepszym położeniu na terenie miasta.
- **Podaż nowych obiektów na rynku**
Dla spółki zawsze istnieje ryzyko, że w danej miejscowości pojawi się inny deweloper, który będzie planował budowę nowej galerii, a to odbije się na wynikach sprzedaży najemców oraz wpływach z czynszów.
- **Możliwość spadku marż na zleceniach dla podmiotów zewnętrznych**
Na rynku budowlanym cały czas panuje dosyć silna konkurencja. Zwracamy jednak uwagę, że spółka posiada wieloletnią dobrą historię współpracy z kluczowymi partnerami.
- **Opóźnienia w realizacji projektów dla klientów zewnętrznych**
PA Nova odpowiada za terminowe zakończenie prowadzonych prac. Opóźnienia w prowadzonych budowach skutkują negatywnym odbiorem przez klientów spółki.

WYNIKI ZA 3Q'16

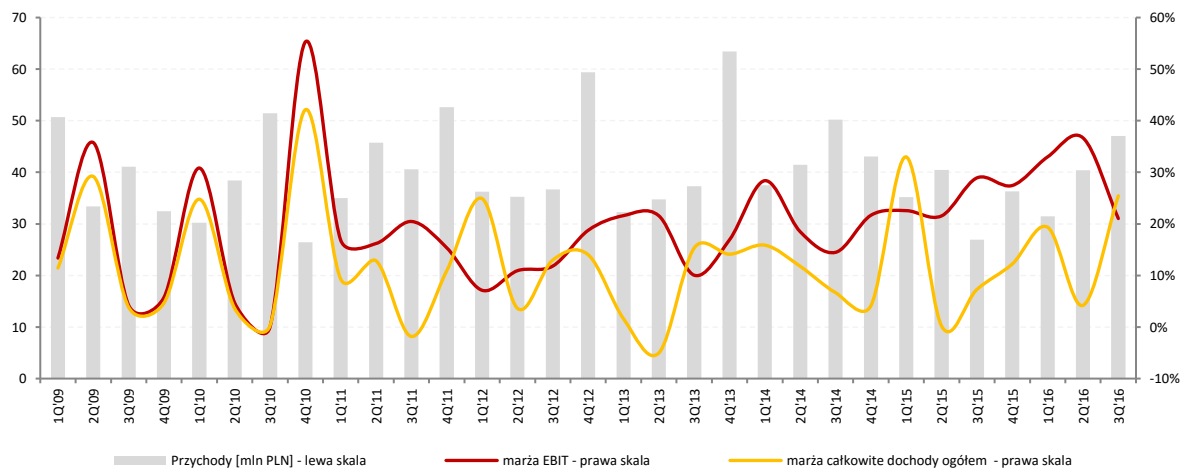
W 3Q'16 przychody PA Nova były istotnie wyższe r/r i wyniosły 47,1 mln PLN, co jest efektem lepszych rezultatów w segmencie najmu (pozytywna kontrybucja galerii Galena) oraz w obszarze generalnego wykonawstwa. Tym samym dzięki strukturze przychodów (duży udział segmentu najmu), do 11,2 mln PLN wzrósł wynik brutto ze sprzedaży (rentowność obniżyła się jednak do 23,8%). EBITDA grupy podniosła się o 25% r/r do 10,4 mln PLN, natomiast zysk netto zwiększył się do 5,5 mln PLN (+52,6% r/r). Zwracamy jednocześnie uwagę na istotne obniżenie zadłużenia netto względem 4Q'15 (po 3Q'16 było to 359,8 mln PLN vs 382,8 mln PLN na koniec '15).

Wyniki skonsolidowane PA NOVA [mln PLN]

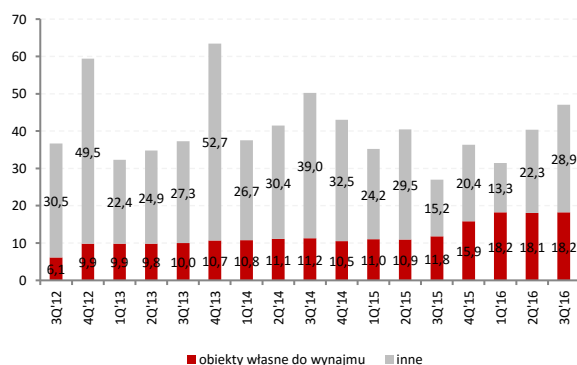
	3Q'15	3Q'16	zmiana r/r	3Q'16P BDM	odchylenie	1-3Q'15	1-3Q'16	zmiana r/r
Przychody	27,0	47,1	74,6%	45,4	3,7%	102,6	118,9	15,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,3	11,2	20,6%	12,8	-12,4%	27,9	34,3	23,0%
EBITDA	8,3	10,4	25,1%	12,0	-13,4%	25,9	36,6	41,1%
EBIT	7,8	9,9	27,0%	11,6	-14,6%	24,5	35,1	43,5%
Zysk brutto	4,4	6,7	50,0%	6,7	-0,4%	16,1	24,8	54,0%
Zysk netto	3,6	5,5	52,6%	5,4	1,7%	13,0	20,2	55,5%
Inne całkowite dochody/straty	-1,6	6,5	-	-	-	0,6	-0,5	-
Całkowite dochody netto	2,0	12,0	508,9%	-	-	13,6	19,8	44,8%
marża brutto ze sprzedaży	34,5%	23,8%		28,2%		27,2%	28,9%	
marża EBITDA	30,8%	22,1%		26,4%		25,3%	30,8%	
marża EBIT	28,9%	21,0%		25,6%		23,8%	29,5%	
marża netto	13,4%	11,7%		11,9%		12,7%	17,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

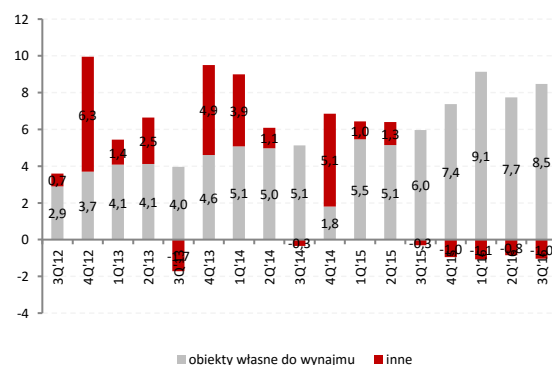
Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Przychody w podziale na segmenty



Wyniki segmentów (z uwzględnieniem kosztów finansowych)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI OBIEKTÓW WŁASNYCH NA WYNAJEM

Spółka uzyskuje wpływ z najmu, z własnych obiektów handlowych. Obecnie w portfolio PA Nova posiada 11 inwestycji na użytek własny (4 galerie, 5 parków handlowych i 2 magazyny). Największy udział miały galerie handlowe (Galena, Miodowa, Sanowa oraz Odrzańskie Ogrody), które łącznie wygenerowały ok. 85% wpływów segmentu.

Tak jak wskazywaliśmy we wcześniejszym raporcie istotnym wsparciem dla realizowanych przychodów segmentu są wyniki największego i zarazem najnowszego obiektu, czyli galerii Galena w Jaworznie. Poprawie uległo również obłożenie w pozostałych dużych obiektach i wynosi obecnie blisko 98% na poziomie grupy. W 3Q'16 przełożyło się to na wzrost przychodów ze sprzedaży do 18,2 mln PLN (+6,4 mln PLN r/r) oraz zwiększenie NOI do 11,4 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów finansowych zysk segmentu zwiększył się do 8,5 mln PLN.

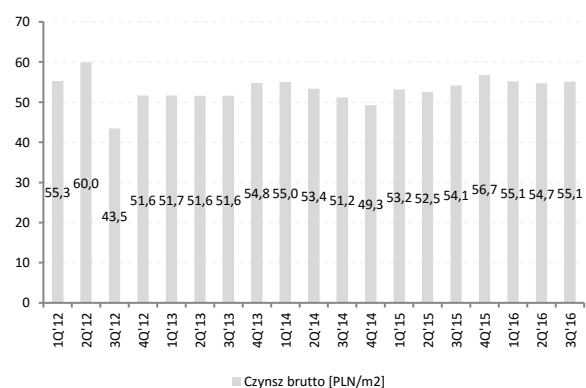
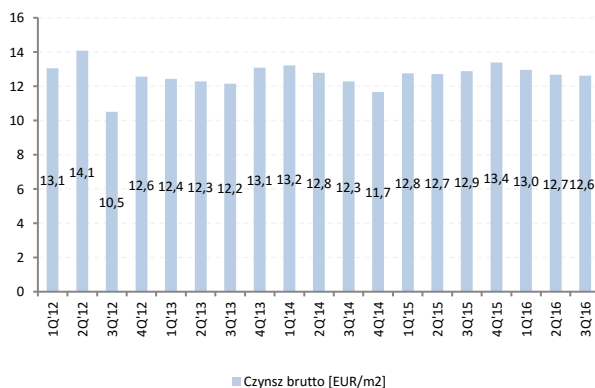
Zwracamy uwagę, że po oddaniu do użytku Galeny powierzchnia użytkowa spółki wzrosła do 110,1 tys. mkw., a średnia stawka najmu brutto podniosła się do 55,1 PLN/mkw. Jednocześnie obniżeniu uległo zadłużenie, które na koniec 3Q'16 wynosiło 372,7 mln PLN (po 2Q'16 ok. 384,2 mln PLN; LtV spadło do 59%). Obecnie PA Nova pracuje nad obiektami w Rzeszowie (hala przemysłowa) oraz w Sosnowcu (park handlowy), które mają być oddane do użytku na przełomie roku.

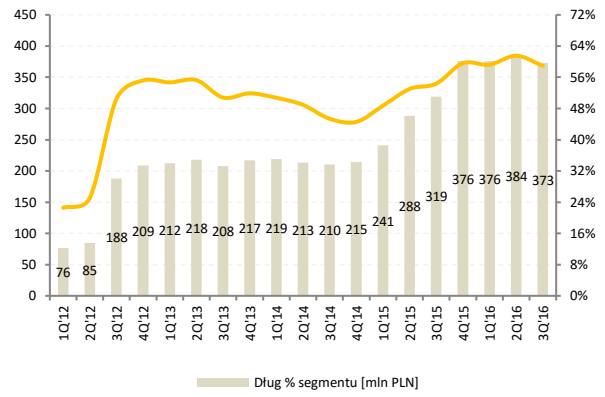
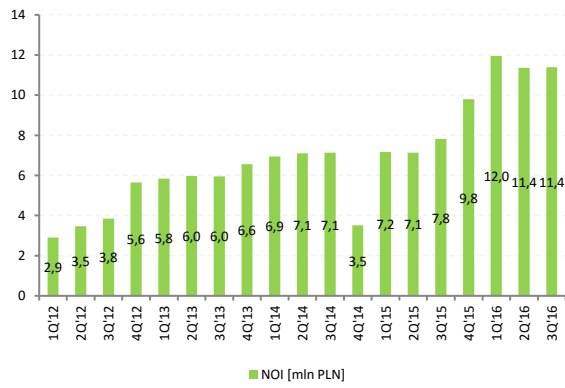
Wyniki segmentu wynajmu [mln PLN]

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16
Przychody [mln PLN]	10,8	11,1	11,2	10,5	11,0	10,9	11,8	15,9	18,2	18,1	18,2
Koszty segmentu [mln PLN]	3,8	4,0	4,1	7,0	3,9	3,8	4,0	6,1	6,3	6,7	6,8
NOI [mln PLN]	6,9	7,1	7,1	3,5	7,2	7,1	7,8	9,8	12,0	11,4	11,4
Koszty finansowe netto [mln PLN]	1,9	2,1	2,0	1,7	1,7	2,0	1,8	2,4	2,8	3,6	2,9
Wynik segmentu po kosztach finansowych [mln PLN]	5,1	5,0	5,1	1,8	5,5	5,1	6,0	7,4	9,1	7,7	8,5
Marża segmentu	64,5%	64,1%	63,4%	33,3%	64,9%	65,4%	66,2%	61,8%	65,6%	62,9%	62,6%
Marża segmentu po kosztach finansowych	47,2%	44,8%	45,5%	17,2%	49,5%	47,2%	50,6%	46,6%	50,1%	42,8%	46,6%
GLA eop [tys. m2]	65,2	73,2	73,2	69,2	69,2	69,2	76,1	110,1	110,1	110,1	110,1
Czynsz brutto [PLN/m2]	55,0	53,4	51,2	49,3	53,2	52,5	54,1	56,7	55,1	54,7	55,1
Czynsz netto [PLN/m2]	35,5	34,2	32,4	16,4	34,5	34,4	35,8	35,1	36,2	34,4	34,5
Czynsz brutto [EUR/m2]	13,2	12,8	12,3	11,7	12,8	12,7	12,9	13,4	13,0	12,7	12,6
Czynsz netto [EUR/m2]	8,5	8,2	7,8	3,9	8,3	8,3	8,5	8,3	8,5	8,0	7,9
Zobowiązania % segmentu [mln PLN]	218,8	213,2	210,1	214,5	241,0	288,3	319,1	375,7	375,9	384,2	372,7
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT segmentu [mln PLN]	431,3	435,7	463,2	481,3	494,7	543,8	586,9	630,2	634,7	624,5	632,1
Zobowiązania % / wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych + RZAT	51%	49%	45%	45%	49%	53%	54%	60%	59%	62%	59%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki operacyjne segmentu wynajmu





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 4Q'16 I KOLEJNE OKRESY

W 4Q'16 spodziewamy się dalszego wzrostu wyników względem '15. Oczekujemy, że przychody ze sprzedaży będą bliskie 43,1 mln PLN, natomiast oczyszczona EBITDA powinna wynieść ok. 13,8 mln PLN. Według naszych założeń PA Nova wypracuje ok. 8,1 mln PLN zysku. W ujęciu całorocznym według naszych szacunków spółka powinna wypracować ok. 162,0 mln PLN przychodów (głównie będzie to efekt pełnej kontrybucji galerii Galena). Jednocześnie, dzięki większemu udziałowi segmentu najmu, marża brutto ze sprzedaży może podnieść się do 30,1% (+2,3 p.p. r/r). Estymujemy, że skonsolidowana EBITDA grupy zbliży się do 50,4 mln PLN, natomiast na poziomie wyniku netto można oczekiwać 28,3 mln PLN zysku (po oczyszczeniu o jednorazową transakcję sprzedaży obiektu w Wilkowicach ok. 24 mln PLN). W przyszłym roku PA Nova powinna zaraportować lepsze wyniki, co w dużej mierze będzie wynikało z uzupełnionego backlogu grupy. Tym samym deweloper powinien osiągnąć 239,1 mln PLN przychodów oraz 58,9 mln PLN EBITDA. Pomimo wzrostu kosztów finansowych (szacujemy ok. 17 mln PLN), wynik netto może wynieść 32,9 mln PLN.

Po kilku słabszych kwartałach w obszarze generalnego wykonawstwa, spowodowanych przerzuceniem mocy przerobowych do Jaworzna, liczymy że jeszcze w bieżącym roku pojawią się pierwsze oznaki poprawy wyników i spółka ograniczy straty w segmencie (po trzech kwartałach strata segmentu bez uwzględnienia kosztów finansowych wynosiła 0,9 mln PLN). Spodziewamy się, że w 4Q'16 grupa rozliczy 2 mniejsze kontrakty, dzięki czemu w ujęciu całorocznym można liczyć na niewielki zysk. Znacznie pozytywniej zapatrujemy się na '17. PA Nova poinformowała o dużym kontrakcie dla Ikei (o wartości 65-66 mln PLN) oraz o realizacji modernizacji dworca w Sosnowcu-Maczkach (ok. 32 mln PLN). Spodziewamy się, że grupa może być jednym z beneficjentów ożywienia w kontraktach dla PKP. Liczymy także, że dużą szansą dla spółki będzie pozyskanie kontraktów w Niemczech, co byłoby istotnym wsparciem dla wyników grupy (optymistycznie podchodzimy do współpracy z siecią Kaufland). Szacujemy, że w '17 przychody segmentu wzrosną do ok. 158 mln PLN (+90% r/r), a wynik segmentu po uwzględnieniu kosztów finansowych wzrośnie do 11,3 mln PLN (w '16 przyjmujemy lekką stratę). W długim terminie liczymy na utrzymanie poziomu przychodów w okolicy 110 mln PLN, przy jednoczesnym zachowaniu średniej marży na poziomie 9%.

W obszarze najmu spodziewamy się dalszej poprawy wyników za 4Q'16 w odniesieniu r/r. Przyjmujemy, że spółka uzyska ok. 18,5 mln PLN wpływów od najemców, osiągając jednocześnie 10,2 mln PLN wyniku finansowego. W '16 w wynikach segmentów kontrybuowały będą obiekty, które zostały oddane w 4Q'15 (Kamienna Góra, galeria Galena), co zdecydowanie zwiększyło przychody z czynszów już we wcześniejsze części roku. W planach dewelopera jest również budowa obiektu handlowego w Sosnowcu i Krośnie oraz obiektu logistycznego w Rzeszowie. Tym samym łączna powierzchnia handlowa na koniec '16 powinna wynosić ok. 110 tys. mkw. Zwracamy jednocześnie uwagę, że niewykluczona jest sprzedaż części obiektów, które PA Nova posiada w swoim portfolio. Naszym zdaniem prawdopodobna jest sprzedaż mniejszych parków handlowych (wartość w bilansie to ok. 20 mln PLN) oraz galerii Miodowa w Kluczborku (wartość księgowa to ok. 36 mln PLN). Do ewentualnej transakcji mogłoby dojść w 1H'17. W przyszłym roku niewykluczona jest również sprzedaż obiektów logistycznych (oceniaamy, że są spore szanse na zbycie 3 inwestycji w Rybniku, Siechnicach oraz budowanej hali w Rzeszowie).

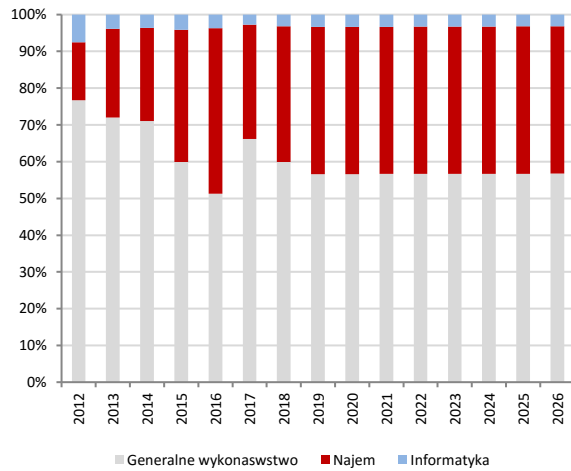
Pozostałe dwa segmenty (informatyczny oraz projektowy) powinny generować przychody na poziomie zbliżonym do obecnego. Dlatego też w naszym modelu prognozujemy, że sprzedaż specjalistycznego oprogramowania informatycznego (m. in. CAD) przyniesie spółce wpływy na poziomie 6-7 mln PLN rocznie.

Założenia do modelu [mln PLN]

PA NOVA	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	35,2	40,4	27,0	36,3	31,5	40,4	47,1	43,1	62,0	61,0	66,3	49,8	167,7	172,2	138,9	162,0	239,1	205,2	191,4
Wynik brutto ze sprzedaży	9,2	9,4	9,3	10,6	11,4	11,7	11,2	14,4	12,8	18,2	16,6	15,3	34,7	38,3	38,5	48,7	63,0	67,1	61,9
EBITDA	8,4	9,2	8,3	10,5	10,9	15,3	10,4	13,8	11,7	17,2	15,5	14,6	31,7	37,1	36,4	50,4	58,9	63,8	59,0
EBIT	7,9	8,7	7,8	10,0	10,4	14,8	9,9	13,3	11,2	16,6	14,9	14,0	28,9	34,9	34,4	48,4	56,8	61,7	56,9
Zysk netto	4,5	4,9	3,6	4,9	6,1	8,6	5,5	8,1	5,8	10,2	8,8	8,1	15,5	20,2	17,9	28,3	32,9	37,0	33,8
Inne całkowite dochody/straty	7,1	-4,8	-1,6	-0,4	0,0	-6,9	6,5	-3,5	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-2,1	-4,3	0,2	-3,9	-3,4	0,0	0,0
Całkowite dochody netto	11,6	0,1	2,0	4,4	6,1	1,7	12,0	4,6	4,9	9,3	8,0	7,3	13,4	16,0	18,1	24,4	29,5	37,0	33,8
marża EBIT	22,6%	21,6%	28,9%	27,4%	33,0%	36,7%	21,0%	30,7%	18,1%	27,3%	22,5%	28,1%	17,3%	20,3%	24,8%	29,8%	23,7%	30,1%	29,7%
marża dochody netto	33,0%	0,2%	7,3%	12,2%	19,3%	4,2%	25,4%	10,7%	7,9%	15,2%	12,1%	14,6%	8,0%	9,3%	13,0%	15,0%	12,4%	18,0%	17,6%
Segment wynajmu	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	11,0	10,9	11,8	15,9	18,2	18,1	18,2	18,5	18,5	18,6	18,7	18,8	40,4	43,6	49,6	72,9	74,5	75,8	76,6
NOI	7,2	7,1	7,8	9,8	12,0	11,4	11,4	12,4	12,4	12,0	12,0	12,6	24,3	24,7	31,9	47,1	49,1	50,0	50,4
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	5,5	5,1	6,0	7,4	9,1	7,7	8,5	10,2	9,6	9,2	9,2	9,8	16,8	17,0	24,0	35,5	37,8	38,4	39,7
marża NOI	64,9%	65,4%	66,2%	61,8%	65,6%	62,9%	62,6%	67,3%	67,4%	64,7%	64,3%	67,1%	60,2%	56,6%	64,3%	64,6%	65,9%	66,0%	65,9%
marża segmentu po kosztach finansowych	49,5%	47,2%	50,6%	46,6%	50,1%	42,8%	46,6%	55,2%	51,7%	49,4%	49,3%	52,5%	41,5%	38,9%	48,3%	48,7%	50,7%	50,6%	51,9%
EUR/PLN eop	4,07	4,19	4,22	4,26	4,24	4,39	4,34	4,44	4,46	4,49	4,51	4,54	4,15	4,26	4,26	4,44	4,54	4,54	4,54
GLA eop [tys. m2]	69,20	69,20	76,10	110,10	110,10	110,10	110,10	110,10	115,30	115,30	118,30	118,30	65,20	69,20	99,60	110,10	118,30	118,30	118,30
Czynsz brutto [PLN/m2]	53,2	52,5	54,1	56,7	55,1	54,7	55,1	55,9	54,6	53,7	53,3	52,9	52,3	54,1	49,0	58,0	54,3	53,4	53,9
Czynsz brutto [EUR/m2]	12,8	12,7	12,9	13,4	13,0	12,7	12,6	12,7	12,3	12,0	11,8	11,7	12,5	12,9	11,5	13,3	12,1	11,8	11,9
Zobowiązania % [mln PLN]	241,0	288,3	319,1	375,7	375,9	384,2	372,7	374,5	369,3	362,7	356,3	349,8	217,2	214,5	375,7	374,5	349,8	308,2	299,2
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT [mln PLN]	494,7	543,8	586,9	630,2	634,7	624,5	632,1	645,5	651,9	656,3	656,7	657,0	418,5	481,3	630,2	645,5	657,0	658,0	658,7
Zobowiązania % / aktywa segmentu	48,7%	53,0%	54,4%	59,6%	59,2%	61,5%	59,0%	58,0%	56,6%	55,3%	54,3%	53,2%	51,9%	44,6%	59,6%	58,0%	53,2%	46,8%	45,4%
Pozostałe obszary	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Przychody	24,2	29,5	15,2	20,4	13,3	22,3	28,9	24,6	43,5	42,5	47,6	31,1	127,4	128,6	89,3	89,1	164,7	129,4	114,8
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	1,0	1,3	-0,3	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0	1,4	-0,3	5,6	4,0	2,1	7,2	9,8	1,0	-1,5	11,4	14,7	9,2
marża segmentu po kosztach finansowych	4%	4%	-2%	-5%	-8%	-4%	-4%	6%	-1%	13%	8%	7%	6%	8%	1%	-2%	7%	11%	8%

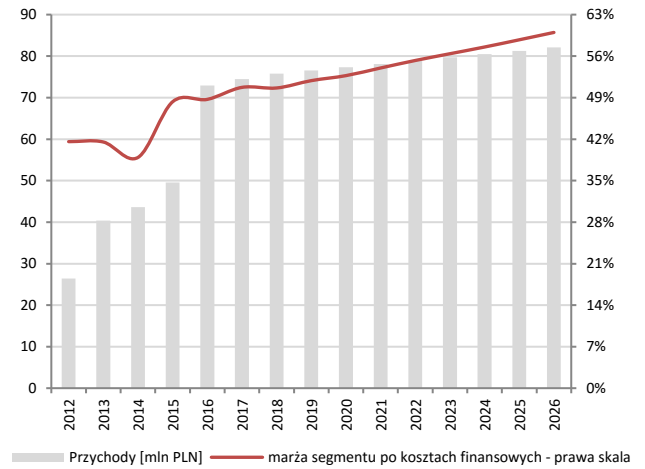
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza struktury przychodów w podziale na segmenty



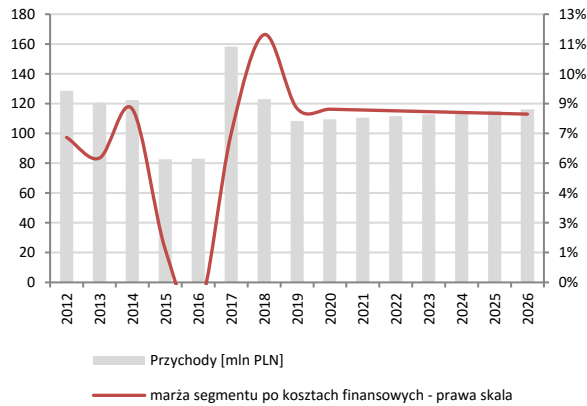
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów z tyt. najmu w latach 2012-2026



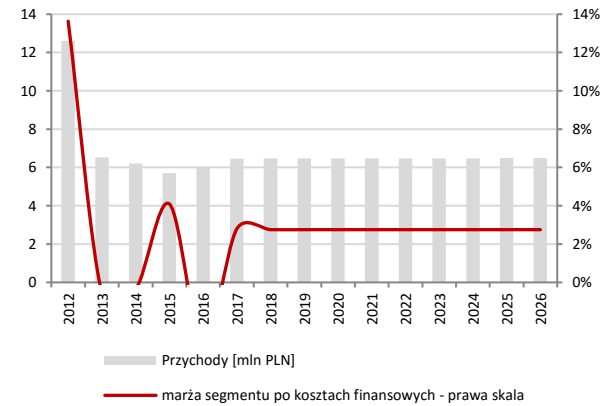
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów segmentu budowlanego w latach 2012-2026



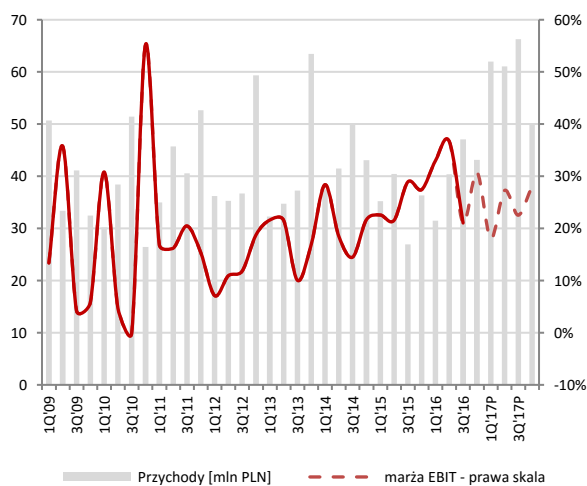
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs koszty działu informatycznego [mln PLN]



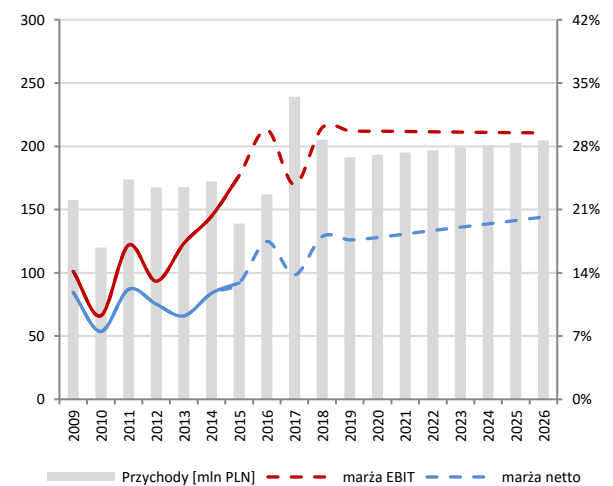
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza marży EBIT w kolejnych okresach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza marż zysku EBIT oraz zysku netto w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Prognozy w naszym modelu na rok 2016 są zbliżone do przedstawionych w poprzednim raporcie. W obecnej rekomendacji uwzględniliśmy wyniki 1-3Q'16, które w segmencie generalnego wykonawstwa okazały się nieco poniżej naszych oczekiwań. W odniesieniu do '17 zaktualizowaliśmy backlog i terminy rozliczeń kontraktów budowlanych. Uwzględniliśmy również budowę obiektów handlowych i logistycznych w Rzeszowie, Kamiennej Górze i Sosnowcu. W modelu zmieniliśmy także kurs walutowy EUR/PLN (wpływ na przychody z tyt. wynajmu oraz saldo finansowe). Według obecnych założeń EBITDA w '17 wyniesie 58,9 mln PLN (i 63,8 mln PLN w '18), a wynik netto może być bliski 32,9 mln PLN (oraz 37 mln PLN w '18).

Zmiany w założeniach w porównaniu z raportem z września '16 [mln PLN]

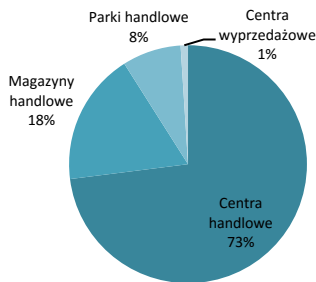
	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	164,2	162,0	-1,3%	202,5	239,1	18,1%	180,3	205,2	13,8%
Wynik brutto ze sprzedaży	49,7	48,7	-2,0%	63,7	63,0	-1,1%	60,6	67,1	10,7%
EBITDA	51,3	50,4	-1,8%	59,7	58,9	-1,4%	57,2	63,8	11,5%
EBIT	49,3	48,4	-1,9%	57,7	56,8	-1,6%	55,1	61,7	12,0%
Wynik netto	26,1	28,3	8,4%	28,5	32,9	15,5%	27,0	37,0	36,9%
marża brutto	30,3%	30,0%		31,5%	26,3%		33,6%	32,7%	
marża EBITDA	31,2%	31,1%		29,5%	24,6%		31,7%	31,1%	
marża EBIT	30,0%	29,8%		28,5%	23,7%		30,6%	30,1%	
marża netto	15,9%	17,5%		14,1%	13,8%		15,0%	18,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

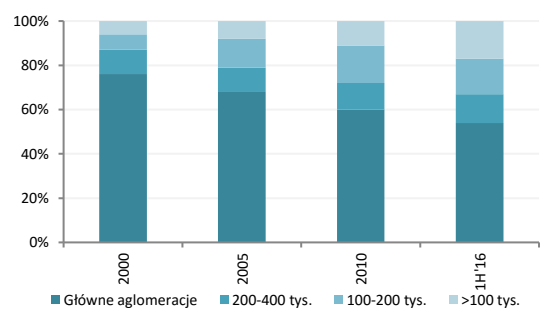
Całkowita powierzchnia handlowa w Polsce na koniec 3Q'16 wynosiła 13,1 mln mkw., z czego blisko 9,3 mln mkw. stanowiły centra handlowe (71%, 395 obiektów), parki wielkopowierzchniowe i magazyny handlowe liczyły 3,6 mln mkw., a outlety dokładały 0,2 mln mkw. Poziom pustostanów w największych miastach kraju mieści się w przedziale 1,5-4,0% (średnia krajowa 3,1%; wg Cushman & Wakefield ok. 3%), a w górnym przedziale znajdują się miasta o najwyższym nasyceniu powierzchnią handlową w przeliczeniu na 1000 mieszkańców. Stawki czynszów w aglomeracjach utrzymują się od kilku kwartałów na stabilnym poziomie, jednak odczuwalna jest presja na czynsze wynikająca ze spadającego wskaźnika odwiedzalności i nasycenia powierzchnią handlową. Według specjalistów z JLL w 3Q'16 oddano do użytku jedynie 8 tys. mkw, jednak słaby odczyt powinien być „zrekompensowany” z nawiązką w 4Q'16, kiedy powinny być zakończone budowy o łącznej powierzchni 276 tys. mkw. Obecnie planowana podaż będąca w fazie budowy wynosi ok. 591 tys. mkw, jednak w odróżnieniu od wcześniejszych lat, blisko 57% jest realizowane w dużych miastach (m.in. Poznań, Galeria Północna, Wrocławia i Forum Gdańsk). W 2H'16 zaplanowano otwarcie tylko jednego dużego projektu – galerii Poznań budowanej przez Apsys (pow. użytkowa 99 tys. mkw.). W bieżącym roku otwarte ma być także kilka średnich i małych obiektów w mniejszych miejscowościach, np. Metropolia (w Gdańsku; 34,3 tys. mkw.), Galeria Wołomin (25 tys. mkw.), Galeria Aviator (25,4 tys. mkw.) i Galeria Tomaszów. Czynsze w tego typu obiektach pozostają stabilne – w większych aglomeracjach wynoszą 11-15 EUR/mkw/m-c, a w małych ośrodkach wynoszą średnio 7-9 EUR/mkw/m-c.

Zasoby powierzchni handlowej wg formatu



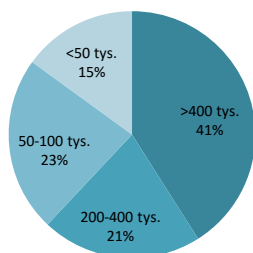
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Dystrybucja powierzchni centrów handlowych



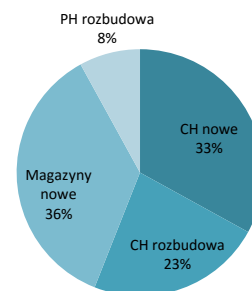
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Podaż powierzchni handlowej w 1-3Q'16 (wg wielkości miast)



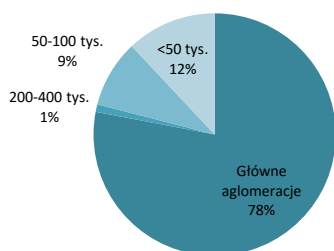
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Struktura podaży wg typu inwestycji



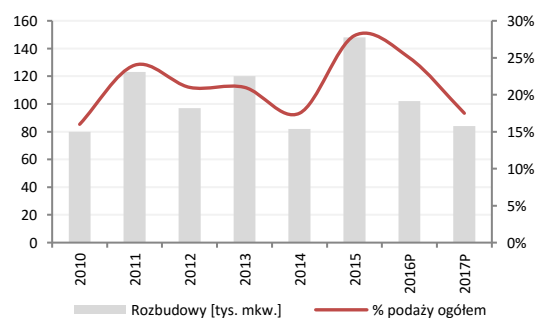
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Podaż w budowie – segmentacja wg wielkości miast



Źródło: Dom Maklerski BDM, Cushman & Wakefield

Rozbudowy a podaż roczna



Źródło: Dom Maklerski BDM, Cushman & Wakefield

Według Cushman & Wakefield coraz popularniejsze stają się parki handlowe, które wykorzystują rosnące nasycenie powierzchnią handlową w dużych miastach. Analitycy C&W wskazują, że kontynuowany powinien być trend rozwoju mini-galerii handlowych, co jest m.in. efektem rozwoju formatu strip mall (inwestycje w miastach z liczbą ludności do 50 tys. mkw. Przeciętna wielkość pojedynczych inwestycji waha się w przedziale 5,0-8,5 tys. mkw. Na koniec 2Q'16 roku działały 73 parki handlowe (>1 mln mkw.). Obecnie w budowie jest ok. 10 nowych projektów, których otwarcie jest zaplanowane w '17 (ok. 70,0 tys. mkw.).

Podział miast Polski pod względem liczby mieszkańców

Liczba mieszkańców	ponad 200 tys.	100-200	50-100	20-50	10-20	5-10	poniżej 5	Łącznie
Liczba miast	17	22	48	136	185	182	317	907

Źródło: GUS

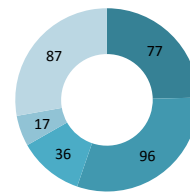
W poprzednich latach rynek spożywczy rozwijał się dzięki ekspansywnej polityce sieci dyskontowych, którzy są głównymi klientami PA Nova. Zauważalne jest szybkie tempo wzrostu sklepów typu convenience (Żabka, Carrefour Express, Odido), oraz mniejszy przyrost obiektów wielko powierzchniowych (np. Biedronka otworzyła „jedynie” 211 punktów, a we wcześniejszych latach uruchamiała po 250-270). Jednym z najbardziej aktywnych graczy była sieć Auchan, znacznie wolniej rozwijały się Carrefour, E. Leclerc i Tesco.

Wybrane sieci detaliczne w kraju

Sieć	Akceptowalna wielkość miasta	Lista sklepów w Polsce
Kaufland	pow. 20 tys.	184
Tesco	pow. 20 tys.	456
Netto	pow. 20 tys.	314
Biedronka	pow. 10 tys.	2 610
Lidl	pow. 10 tys.	550
Auchan (w tym Real)	pow. 100 tys.	94

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., sieci handlowe

Liczba hipermarketów wg sieci

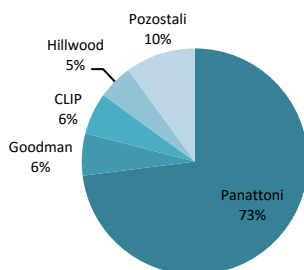


■ Auchan (+Real) ■ Carrefour ■ Kaufland ■ E. Leclerc ■ Tesco

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

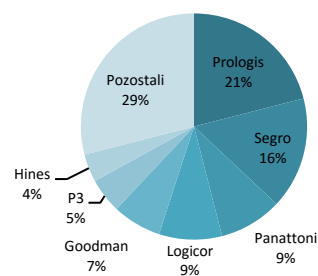
PA Nova coraz śmielej wchodzi w segment magazynowy, który ma zastępować powoli kontrakty dla sieci handlowych. Rynek logistyczny w Polsce znajduje się obecnie w fazie dynamicznego rozwoju. Według specjalistów z JLL oraz Cushman & Wakefield sektor cechuje się wysokim popytem. W 2Q'16 podpisano umowy na 650 tys. mkw., co oznacza wzrost r/r o ok. 6%. Największą aktywnością cechuje się region warszawski, gdzie wynajęto blisko 188 tys. mkw., a na drugim miejscu znalazł się Wrocław (132 tys. mkw.). W strukturze zawartych umów ok. 56% stanowiły nowe umowy, a kontynuacje odpowiadały za 29%. Cały czas utrzymuje się struktura najemców – operatorzy logistyczni odpowiadają za 36% powierzchni, sieci handlowe za 13%, a firmy z branży elektronicznej za ok. 8%. Zarówno Cushman & Wakefield, jak i JLL wskazują na dużą aktywność deweloperów magazynowych. Po 2Q'16 w budowie znajdowało się blisko 800 tys. mkw. Tak duża planowana podaż jest związana z utrzymującymi się niskimi pustostanami (5-6%) oraz dużym zainteresowaniem ze strony najemców. Warto też podkreślić stabilność czynszów. C&W zwraca uwagę na dużą popularność obiektów w formule BtS, które są dopasowane do potrzeb klienta (ok. 30% podaży). W samym 2Q'16 na rynek dostarczono 207 tys. mkw., co oznacza wzrost o 28% r/r (ok. 35% w okolicach Poznania). Najbardziej aktywnym deweloperem wg JLL jest Panattoni, które na koniec 1H'16 realizowało ok. 335 tys. mkw. nowej powierzchni w 14 projektach na terenie całego kraju. Wysoka aktywność dotyczy również Goodmana (4 inwestycje w realizacji) oraz Prologis i Segro.

Podaż powierzchni magazynowej wg podmiotów w 1H'16



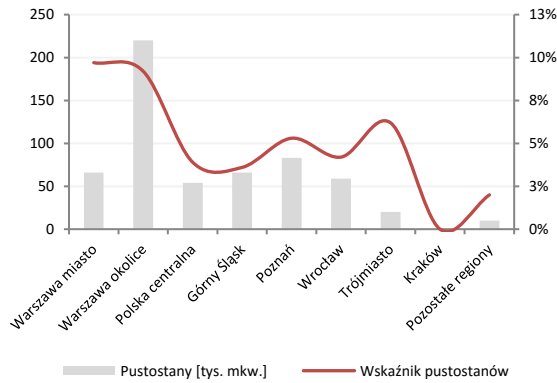
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Zasoby powierzchni magazynowej na koniec '16



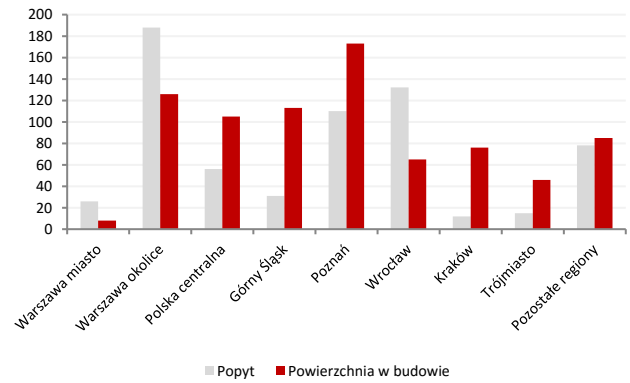
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany po 2Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Popyt i podaż w budowie w 2Q'16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Cushman & Wakefield

Największe transakcje inwestycyjne w Polsce w 1H'16

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	535,7	706,8	726,3	737,8	738,8	739,5	740,2	740,9	741,5	742,1	742,7	743,3	743,8
WNIP	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
RzAT	71,8	25,1	25,0	26,5	27,5	28,2	28,9	29,5	30,1	30,8	31,3	31,9	32,5
Należności długoterminowe	0,5	2,1	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Inwestycje długoterminowe	447,5	658,4	674,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2	684,2
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,6	17,8	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9	17,9
Aktywa obrotowe	74,4	72,1	87,8	98,3	89,6	87,7	86,7	82,1	81,3	80,8	81,2	78,0	76,3
Zapasy	0,1	0,5	0,4	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Należności krótkoterminowe	34,4	38,1	31,2	49,1	35,3	37,9	36,9	37,1	37,3	37,6	37,8	38,0	38,3
Inwestycje krótkoterminowe	20,3	24,5	44,7	36,9	42,7	38,1	38,2	33,4	32,3	31,6	31,8	28,3	26,4
-w tym środki pieniężne	20,0	24,5	43,8	36,0	41,8	37,2	37,3	32,5	31,4	30,6	30,9	27,4	25,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,5	9,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
Aktywa razem	610,0	778,9	814,2	836,1	828,4	827,2	826,9	823,0	822,8	822,9	823,9	821,2	820,1
Kapitał (fundusz) własny	292,4	305,5	317,1	340,0	366,5	389,2	412,2	435,8	459,8	484,3	509,2	534,6	560,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	317,6	473,5	497,1	496,1	462,0	438,0	414,7	387,2	363,0	338,6	314,7	286,7	259,8
Rezerwy	10,6	17,4	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8	17,8
Zobowiązania długoterminowe	201,4	328,6	355,6	330,9	289,2	280,2	256,0	226,8	202,5	178,3	153,2	124,4	97,1
Zobowiązania krótkoterminowe	102,5	124,6	117,0	140,7	148,2	133,3	134,2	135,9	135,9	135,7	137,0	137,7	138,2
w tym oprocentowane	40,5	33,0	24,8	16,5	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	2,2	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Pasywa razem	610,0	778,9	814,2	836,1	828,4	827,2	826,9	823,0	822,8	822,9	823,9	821,2	820,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	172,2	138,9	162,0	239,1	205,2	191,4	193,2	195,1	197,0	198,9	200,8	202,8	204,7
Koszty produktów, towarów i materiałów	134,0	100,3	113,4	176,2	138,2	129,4	130,8	132,1	133,5	134,8	136,2	137,6	139,0
Zysk brutto ze sprzedaży	38,3	38,5	48,7	63,0	67,1	61,9	62,4	63,0	63,5	64,1	64,6	65,2	65,8
Koszty sprzedaży	0,8	0,8	0,9	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszty zarządu	3,5	3,7	3,8	4,8	4,1	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1	4,1
Zysk/strata na sprzedaży	34,0	34,0	44,0	57,0	61,9	57,0	57,5	58,0	58,5	59,0	59,5	60,0	60,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,9	0,4	4,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	37,1	36,4	50,4	58,9	63,8	59,0	59,6	60,1	60,6	61,2	61,7	62,3	62,9
EBIT	34,9	34,4	48,4	56,8	61,7	56,9	57,3	57,8	58,3	58,8	59,3	59,8	60,4
Saldo działalności finansowej	-10,0	-12,1	-13,6	-16,2	-16,1	-15,2	-14,6	-13,7	-12,9	-12,0	-11,2	-10,3	-9,4
Zysk (strata) brutto	25,0	22,3	34,8	40,6	45,6	41,7	42,7	44,1	45,4	46,8	48,1	49,5	51,0
Zysk (strata) netto	20,2	17,9	28,3	32,9	37,0	33,8	34,6	35,7	36,8	37,9	39,0	40,1	41,3
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	62,3	30,0	54,1	52,6	73,0	29,4	49,4	49,2	47,7	47,8	49,6	49,3	49,3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-54,8	-161,3	-27,4	-13,6	-3,1	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-1,5	135,8	-7,4	-46,8	-64,1	-31,1	-46,4	-51,1	-45,8	-45,6	-46,3	-49,8	-48,2
Przepływy pieniężne netto	6,0	4,5	19,3	-7,8	5,8	-4,6	0,1	-4,8	-1,1	-0,8	0,2	-3,5	-1,9
Środki pieniężne na początek okresu	14,0	20,0	24,5	43,8	36,0	41,8	37,2	37,3	32,5	31,4	30,6	30,9	27,4
Środki pieniężne na koniec okresu	20,0	24,5	43,8	36,0	41,8	37,2	37,3	32,5	31,4	30,6	30,9	27,4	25,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Dane finansowe													
Przychody zmiana r/r	2,7%	-19,4%	16,7%	47,6%	-14,2%	-6,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	17,2%	-1,8%	38,3%	16,9%	8,3%	-7,5%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	20,6%	-1,4%	40,5%	17,4%	8,6%	-7,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	30,5%	-11,5%	58,2%	16,2%	12,3%	-8,6%	2,4%	3,2%	3,1%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	22,2%	27,8%	30,0%	26,3%	32,7%	32,4%	32,3%	32,3%	32,2%	32,2%	32,2%	32,1%	32,1%
Marża EBITDA	21,5%	26,2%	31,1%	24,6%	31,1%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,7%	30,7%	30,7%
Marża EBIT	20,3%	24,8%	29,8%	23,7%	30,1%	29,7%	29,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,5%	29,5%	29,5%
Marża brutto	14,5%	16,1%	21,5%	17,0%	22,2%	21,8%	22,1%	22,6%	23,1%	23,5%	24,0%	24,4%	24,9%
Marża netto	11,7%	12,9%	17,5%	13,8%	18,0%	17,6%	17,9%	18,3%	18,7%	19,0%	19,4%	19,8%	20,2%
ROE	6,9%	5,9%	8,9%	9,7%	10,1%	8,7%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	7,7%	7,5%	7,4%
ROA	3,3%	2,3%	3,5%	3,9%	4,5%	4,1%	4,2%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%	4,9%	5,0%
Dług	256,8	407,2	413,5	388,8	347,1	338,1	313,9	284,7	260,4	236,2	211,1	182,3	155,0
D/(D+E)	42,1%	52,3%	50,8%	46,5%	41,9%	40,9%	38,0%	34,6%	31,7%	28,7%	25,6%	22,2%	18,9%
D/E	72,7%	109,6%	103,2%	86,9%	72,1%	69,1%	61,2%	52,9%	46,3%	40,3%	34,4%	28,5%	23,3%
Odstęki / EBIT	-28,5%	-35,1%	-28,1%	-28,5%	-26,0%	-26,7%	-25,5%	-23,8%	-22,1%	-20,5%	-18,9%	-17,2%	-15,5%
Dług / Kapitał własny	87,8%	133,3%	130,4%	114,3%	94,7%	86,9%	76,1%	65,3%	56,6%	48,8%	41,5%	34,1%	27,7%
Dług netto	236,9	382,8	369,7	352,8	305,4	300,9	276,6	252,2	229,0	205,6	180,2	155,0	129,5
Dług netto / Kapitał własny	81,0%	125,3%	116,6%	103,8%	83,3%	77,3%	67,1%	57,9%	49,8%	42,4%	35,4%	29,0%	23,1%
Dług netto / EBITDA	638,7%	1050,6%	733,8%	599,1%	478,8%	509,9%	464,5%	419,6%	377,7%	336,0%	291,9%	248,7%	206,0%
Dług netto / EBIT	678,5%	1112,3%	764,5%	621,1%	495,0%	529,3%	482,5%	436,1%	392,7%	349,5%	303,8%	259,0%	214,6%
EV	454,9	600,8	587,7	570,8	523,4	518,9	494,6	470,2	447,0	423,6	398,2	373,0	347,5
Dług / EV	56,5%	67,8%	70,4%	68,1%	66,3%	65,2%	63,5%	60,5%	58,3%	55,8%	53,0%	48,9%	44,6%
CAPEX / Przychody	22,3%	1,8%	8,9%	5,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	1765,1%	124,0%	710,3%	650,9%	147,5%	132,6%	130,6%	128,7%	127,1%	125,7%	124,4%	123,3%	122,2%
Amortyzacja / Przychody	1,3%	1,5%	1,2%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	1,6%	2,0%	2,3%	10,7%	-9,2%	1,0%	0,8%	-0,1%	-0,2%	0,5%	0,2%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-136,4%	-6,7%	13,9%	7,1%	-64,7%	127,0%	107,1%	84,2%	-15,1%	-21,6%	53,3%	24,9%	10,5%
Wskaźniki rynkowe													
MC/S	1,3	1,6	1,3	0,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
P/E	10,8	12,2	7,7	6,6	5,9	6,5	6,3	6,1	5,9	5,8	5,6	5,4	5,3
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
P/CE	5,4	5,1	3,0	3,2	2,8	3,1	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,2	3,3
EV/EBITDA	12,3	16,5	11,7	9,7	8,2	8,8	8,3	7,8	7,4	6,9	6,4	6,0	5,5
EV/EBIT	13,0	17,5	12,2	10,1	8,5	9,1	8,6	8,1	7,7	7,2	6,7	6,2	5,8
EV/S	2,6	4,3	3,6	2,4	2,5	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,0	1,8	1,7
BVPS	29,2	30,5	31,7	34,0	36,6	38,9	41,2	43,6	46,0	48,4	50,9	53,5	56,0
EPS	2,0	1,8	2,8	3,3	3,7	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1
CEPS	4,0	4,2	7,2	6,9	7,9	7,1	7,2	6,8	6,8	6,9	7,0	6,7	6,7
DPS	0,50	0,50	0,75	1,00	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,41	1,48	1,55
Payout ratio	2,3%	2,3%	3,4%	4,6%	4,8%	5,1%	5,3%	5,6%	5,9%	6,1%	6,5%	6,8%	7,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., obliczenia przy cenie rynkowej 21,8 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciek Bobrowski

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

strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado

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

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzystian Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl

chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

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

deweloperzy, handel

Marek Jurzec

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

IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Dariusz Wareluk

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

Leszek Mackiewicz

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

Bartosz Zieliński

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

Maciej Bąk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016	12:50 CEST	21,8	48 489
kupuj	31,8	kupuj	25,8	02.09.2016		26,5	47 278
kupuj	25,8	kupuj	23,7	18.11.2015		19,8	49 047
kupuj	23,7	kupuj	19,1	01.06.2015		17,5	55 687
kupuj	19,1	kupuj	20,9	22.10.2014		15,3	53 257
kupuj	20,9	---	---	09.05.2014		15,2	50 451

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 4Q'16:

Kupuj	5	42%
Akumuluj	5	42%
Trzymaj	2	17%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Nota prawna:

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

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 25.11.2016 roku, 12:50 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 30.11.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 25.11.2016 roku:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.