



Dom Maklerski BDM S.A.

## PA NOVA

### RAPORT ANALITYCZNY

Bieżące poziomy cenowe akcji PA Nova uznajemy za interesującą propozycję inwestycyjną z sektora deweloperskiego. W obecnej rekomendacji wskazujemy przede wszystkim na oczekiwaną atrakcyjną ścieżkę wynikową, która powinna być istotnie zauważalna już od 2Q'17 (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe z 2Q'16). W perspektywie całego roku liczymy na zwiększenie EBITDA grupy do 57-58 mln PLN oraz wypracowanie niemal 35 mln PLN zysku netto. Pozytywnie podchodzimy także do perspektyw na '18. Głównym czynnikiem wzrostowym powinien być obszar budowlany, w którym backlog szacujemy na ok. 180 mln PLN. Zwracamy również uwagę na wejście spółki na rynki zagraniczne – grupa pozyskała duże zamówienie w Niemczech (skala ok. 9 mln EUR). Władze PA Nova wskazywały także, że istnieje szansa na kontrakty w Czechach dla jednej z sieci handlowych. W segmencie najmu nie wykluczamy sprzedaży 2 mniejszych obiektów handlowych w perspektywie najbliższych miesięcy, co powinno wpłynąć na „urealnienie” postrzegania posiadanego portfolio. Warto zauważyć, że rozpoczęto też współpracę z CBRE, co może świadczyć o chęci zbycia jednej z dużych inwestycji. Mając na względzie wymienione czynniki decydujemy się na podniesienie ceny docelowej do 37,5 PLN/akcję, **podtrzymując jednocześnie zalecenie Kupuj.**

Rok '17 powinien przynieść dalszy wzrost rezultatów finansowych grupy. Liczymy, że ścieżka wynikowa spółki będzie pozytywna już od 2Q'17. Estymujemy, że deweloper zaraportuje 70,0 mln PLN przychodów i 13,2 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto oczekujemy 7,7 mln PLN. W perspektywie kolejnych okresów zakładamy, że grupie uda się istotnie zwiększyć obroty, które według naszych szacunków mogą być bliskie 254,2 mln PLN (przede wszystkim pozytywny wpływ segmentu budowlanego). Prognozujemy, że całoroczna EBITDA podniesie się do 57,6 mln PLN (po oczyszczeniu wyników o zdarzenia jednorazowe w '16, implikuje to dynamikę r/r rzędu niemal 30%). Oczekujemy, że w '18 rezultaty spółki będą jeszcze lepsze, co w dużej mierze powinno wynikać z rozbudowanego backlogu oraz przekazania lokali z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w miejscowości Bad Staffelstein; w modelu przyjmujemy cenę PUM w wys. ok. 3,2 tys. EUR/mkw.). Podsumowując, w '18 estymujemy osiągnięcie 238 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

W obszarze generalnego wykonawstwa 1Q'17 nie był zbyt udany, co wynikało z braku rozliczeń kontraktów budowlanych. Liczymy jednak, że już od 2Q '17 PA Nova będzie prezentować odbudowę rezultatów. Harmonogram zakończenia prac budowlanych w kolejnych miesiącach prezentuje się znacznie lepiej (po 2 kontrakty kończone w danym kwartale; w tym duże projekty realizowane dla lkei oraz PKP) i spodziewamy się, że to ten segment będzie głównym motorem wzrostu wyników spółki. Szacujemy, że '17 zamknie się ok. 175 mln PLN przychodów i 12,0 mln PLN zysku segmentu (po uwzględnieniu kosztów finansowych). Pozytywnie zapatrujemy się także na przyszły rok. Grupa już buduje backlog na '18 i oczekujemy ok. 6-7 rozliczeń dużych kontraktów, w tym na rynku niemieckim dla Dr. Schumachera (skala ok. 9-10 mln EUR). Liczymy też, że PA Nova zacznie pozyskiwać zlecenia na rynku czeskim (dla jednej z działających tam sieci handlowych), co byłoby dodatkowym wsparciem dla wyników segmentu.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	172,2	138,9	182,9	254,2	238,4	230,8
<b>EBITDA adj. [mln PLN]*</b>	<b>34,0</b>	<b>35,8</b>	<b>44,3</b>	<b>57,6</b>	<b>65,1</b>	<b>61,0</b>
EBITDA [mln PLN]	37,1	36,4	49,1	57,6	65,1	61,0
EBIT adj. [mln PLN]*	31,8	33,8	42,3	55,6	63,1	58,9
Wynik netto adj. [mln PLN]*	17,7	17,4	23,0	35,0	39,0	36,4
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
P/E adj.*	14,1	14,4	10,9	7,2	6,4	6,9
EV/EBITDA adj.*	14,3	17,7	14,4	10,3	8,4	8,5
EV/EBIT adj.*	15,3	18,7	15,0	10,6	8,6	8,8
DPS	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,05

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

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

**WYCENA 37,5 PLN**

18 MAJA 2017, 13:28 CEST

Wycena końcowa [PLN]	37,46
Potencjał do wzrostu / spadku	+50%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	25,00
Kapitalizacja [mln PLN]	250,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	26,70
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	22,01
Stopa zwrotu za 3 mc	-3,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	+13,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	+18,5%
Akcjonariat (% głosów):	
Budoprojekt	34,3%
Stanisław Lessaer	7,6%
Ewa Bobkowska	6,9%
Maciej Bobkowski	6,6%
PKO OFE/DFE	6,3%
Metlife OFE	5,6%
Aviva OFE	5,3%
Pozostali	27,5%

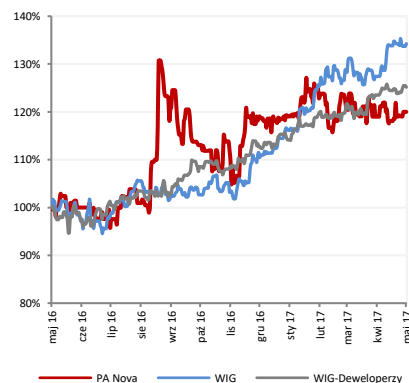
**Adrian Górniak**

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 ZA1Q'17.....	9
WYNIKI OBIEKTÓW WŁASNYCH NA WYNAJEM .....	10
WYNIKI POZOSTAŁYCH OBSZARÓW DZIAŁALNOŚCI .....	11
PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY .....	12
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU .....	15
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 **374,6 mln PLN, czyli 37,46 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

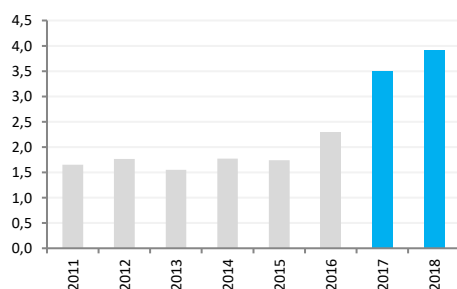
		mln PLN	PLN/akcję
<b>A</b>	<b>Wycena SOTP</b>	<b>374,6</b>	<b>37,46</b>
A1	Wycena segmentu budowlanego	72,4	7,24
A2	NAV nieruchomości komercyjnych	302,2	30,22
<b>B</b>	<b>Wycena porównawcza</b>	<b>372,3</b>	<b>37,23</b>
<b>C = (A*100%+B*0%)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>374,6</b>	<b>37,46</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

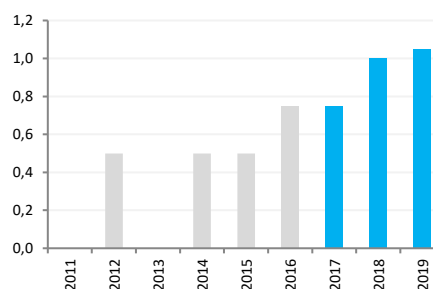
Rok '17 powinien przynieść dalszy wzrost rezultatów finansowych grupy. Liczymy, że ścieżka wynikowa spółki będzie pozytywna już od 2Q'17. Estymujemy, że deweloper zaraportuje 70,0 mln PLN przychodów i 13,2 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto oczekujemy 7,7 mln PLN. W perspektywie kolejnych okresów zakładamy, że grupie uda się istotnie zwiększyć obroty, które według naszych szacunków mogą być bliskie 254,2 mln PLN (przede wszystkim pozytywny wpływ segmentu budowlanego). Prognozujemy, że całoroczna EBITDA podniesie się do 57,6 mln PLN (po oczyszczeniu wyników o zdarzenia jednorazowe w '16, implikuje to dynamikę r/r rzędu niemal 30%!). Oczekujemy, że w '18 rezultaty spółki będą jeszcze lepsze, co w dużej mierze powinno wynikać z rozbudowanego backlogu oraz przekazania lokali z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w miejscowości Bad Staffelstein; w modelu przyjmujemy cenę PUM w wys. ok. 3,2 tys. EUR/mkw.). Podsumowując, w '18 estymujemy osiągnięcie 238 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

Walory PA Nova poruszają się od grudnia w trendzie bocznym. Uważamy, że przy obecnych poziomach, akcje spółki są bardzo atrakcyjną propozycją inwestycyjną. W rekomendacji zwracamy przede wszystkim uwagę na pozytywną ścieżkę wynikową, która według naszych założeń będzie widoczna już od 2Q'17 (w ujęciu całorocznym spodziewamy się wzrostu oczyszczonej EBITDA o ok. 30% r/r do 57,6 mln PLN i ok. 35 mln PLN zysku netto). Głównym motorem wzrostów rezultatów finansowych zarówno w '17, jak i '18, powinien być obszar generalnego wykonawstwa. Obecny backlog grupy estymujemy na ok. 180 mln PLN i należy wyróżnić tu m.in. zamówienia dla Ikea (65 mln PLN), PKP czy Dr. Schumachera w Niemczech (ok. 9 mln EUR). Warto zauważyć, że PA Nova zaczęła działalność poza granicami kraju, co może przełożyć się na kolejne zamówienia zagraniczne (liczymy na wejście na rynek czeski), co powinno pozytywnie wpływać na marże segmentu. W obszarze najmu prawdopodobna jest sprzedaż 2 parków handlowych, które księgowo są warte ok. 20 mln PLN. Nie wykluczamy, że dojdzie także do zbycia jednego z większych obiektów z portfolio dewelopera (może na to wskazywać rozpoczęcie współpracy z CBRE). In plus oceniamy utrzymującą się politykę dywidendową. Zwracamy też uwagę na obecne niskie wartości wskaźnika P/BV (na lata 2017-18 wynosi ok. 0,7x). Mając na względzie wymienione powyżej czynniki, decydujemy się na podniesienie ceny docelowej dla walorów PA Nova do 37,5 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 **374,6 mln PLN, czyli 37,46 PLN/akcję**.

### Wycena spółki metodą SOTP [PLN]

	Rodzaj aktywów	Wartość	Komentarz
<b>A=(A1+A2+A3+A4-A5)</b>	<b>Segment wynajmu</b>	<b>302,2</b>	
A1	Projekty ukończone [mln PLN]	635,3	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku [mln PLN]	7,5	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]	30,1	Wartość bilansowa na koniec 1Q'17
A5	Dług % segmentu (kredyty) [mln PLN]	395,9	Wartość bilansowa na koniec 1Q'17
<b>B</b>	<b>Pozostała działalność (budowlana, projektowa, IT)</b>	<b>72,39</b>	Metoda P/E = 9,0x na lata 2017-18
<b>C=A+B</b>	<b>Wycena SOTP</b>	<b>374,6</b>	

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 obiekt w Kłodzku (projekty w Rzeszowie i Sosnowcu, które w poprzednim raporcie były prezentowane w tej pozycji, obecnie są wykazane jako projekty ukończone).
- 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 wypłacanej dywidendy.
- 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.

### A1. Założenia do projektów ukończonych\*

Projekty ukończone	Typ	GLA [tys. m <sup>2</sup> ]	Czynsz [EUR/m <sup>2</sup> ]	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%	241,8	233,1	225,1	217,6	210,6	204,0	197,8
Miodowa	Galeria	11,0	10,3	3,7	8,5%	47,2	45,7	44,4	43,1	41,8	40,7	39,6
Sanowa	Galeria	22,0	15,0	11,4	8,0%	157,3	152,1	147,2	142,6	138,3	134,2	130,4
Odrzańskie Ogrody	Galeria	22,0	16,2	12,1	8,3%	161,3	156,1	151,2	146,6	142,3	138,2	134,4
P.H. Myszków	Park handlowy	1,9	10,2	0,7	9,5%	7,9	7,7	7,5	7,3	7,1	6,9	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	3,5
P.H. Chorzów	Park handlowy	3,4	6,5	0,3	9,3%	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3
PH. Krosno	Park handlowy	2,6	10,0	0,9	9,3%	10,9	10,6	10,3	10,0	9,8	9,5	9,3
PH. Kamienna Góra	Park handlowy	4,3	11,0	1,7	9,3%	19,9	19,3	18,8	18,3	17,8	17,3	16,9
Rybnik	Magazyn	8,0	5,2	1,4	8,5%	18,6	18,0	17,5	17,0	16,5	16,0	15,6
Siechnice	Magazyn	2,5	4,5	0,4	8,5%	5,0	4,9	4,7	4,6	4,5	4,3	4,2
Rzeszów	Magazyn	2,5	7,0	0,6	8,5%	8,1	7,8	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8
Sosnowiec	Park handlowy	2,7	13,0	1,3	9,3%	14,8	14,3	13,9	13,6	13,2	12,9	12,5
<b>Suma/średnia</b>		<b>115,8</b>	<b>10,0</b>	<b>51,2</b>	<b>8,2%</b>	<b>700,8</b>	<b>677,5</b>	<b>655,7</b>	<b>635,3</b>	<b>616,1</b>	<b>598,0</b>	<b>581,0</b>

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. m <sup>2</sup> ]	Czynsz brutto [EUR/mkw]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]	Szacowany CAPEX [mln PLN]*	MV-CAPEX [mln PLN]	Zdykontowana wartość MV-CAPEX [mln PLN]
Kłodzko	Park handlowy	3,0	10,0	1,4	9,25%	15,6	8,0	7,6	7,5
<b>Suma/średnia</b>		<b>3,0</b>	<b>10,0</b>	<b>1,4</b>	<b>9,3%</b>	<b>15,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>

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
<b>Razem</b>		<b>31,6</b>	<b>25,3</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	Czynsz średnioważony [EUR/mkw]	12,8	Yield					
			ZMIANA	8,1%				
				-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
			-10%	652,7	609,6	571,7	538,3	508,6
			-5%	689,0	643,4	603,5	568,2	536,9
			0%	725,3	677,3	635,3	598,1	565,1
			5%	761,5	711,1	667,0	628,0	593,4
			10%	797,8	745,0	698,8	657,9	621,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analiza wrażliwości na zmianę kursu EUR/PLN**

	MV istniejącego portfolio [mln PLN]
-7,5%	590,0
-5,0%	605,1
-2,5%	620,2
<b>Kurs bazowy*</b>	<b>635,3</b>
2,5%	650,3
5,0%	665,4
7,5%	680,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; kurs bazowy dla EUR/PLN = 4,22

**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 lata 2017-18 wynosi odpowiednio 13,5-13,5x). Na krajowym rynku grupa informowała o dużych kontraktach dla Ikei (wartość 65-66 mln PLN), na rewitalizację dworca w Sosnowcu-Maczkach (ok. 32 mln PLN) oraz w Białymstoku (budowa parku handlowego i przebudowa dworca PKS; łączna wartość prac to ok. 30 mln PLN). Tak jak wskazywaliśmy w poprzedniej rekomendacji, PA Nova pozyskała duży kontrakt na rynku niemieckim, wart ok. 9 mln EUR. W perspektywie 2H'17-18 nie wykluczamy, że spółka pozyska pierwsze zamówienia w Czechach, co powinno mieć pozytywne przełożenie na realizowane marże. Szacujemy, że w latach 2017-18 wynik netto omawianych obszarów działalności wyniesie odpowiednio 5,6-10,5 mln PLN. **Tym samym implikowana wartość tych segmentów w modelu wynosi ok. 72,4 mln PLN, czyli 7,24 PLN/akcję.** Naszym zdaniem przedstawione podejście jest bardzo konserwatywne, gdyż sam park ziemi posiadany przez spółkę na koniec 1Q'17 (pod przyszłe realizacje obiektów handlowych) wynosił prawie 26 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. 8-9% (rentowność brutto).

## WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

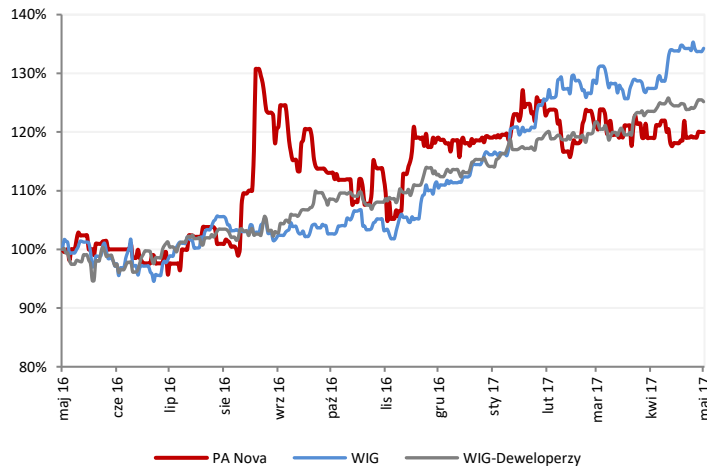
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-18 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej oraz budowlanej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2017-18 jest notowana z ponad 20%-owym dyskontem względem podmiotów krajowych. Wycena PA Nova metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **37,2 PLN**, czyli o 49% 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	
	2017P	2018P	2017P	2018P
Echo	10,9	12,3	1,3	1,2
LC Corp	6,9	4,7	0,7	0,7
GTC	7,0	5,8	1,1	1,0
Unibail-Rodamco	19,9	18,8	1,2	1,1
CA Immobilien	21,4	18,9	0,8	0,8
Deutsche Euroshop	15,2	14,7	1,0	1,0
Castellum	14,9	13,7	1,1	1,1
Hammerson	17,7	17,0	0,8	0,8
Atrium European RE	14,1	12,9	0,7	0,7
Kleppiere	15,8	15,0	1,0	1,0
<b>Mediana</b>	<b>15,0</b>	<b>14,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
PA Nova	9,3	7,2	0,8	0,7
Premia/dyskonto	-37,9%	-49,6%	-23,3%	-29,1%
<b>Wycena wg wskaźnika</b>	<b>40,3</b>	<b>49,6</b>	<b>32,6</b>	<b>35,2</b>
Waga roku	50%	50%	50%	50%
<b>Wycena wg wskaźników</b>	<b>44,9</b>		<b>33,9</b>	
Waga wskaźnika	30%		70%	
<b>Wycena 1 akcji [PLN]</b>	<b>37,2</b>			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

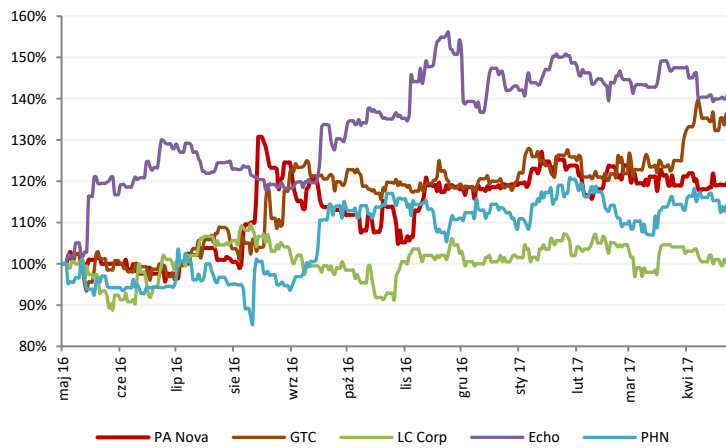
**Kurs PA Nova na tle WIG i indeksu branżowego**



*W perspektywie ostatniego półrocza, walory PA Nova znalazły się w trendzie bocznym. Liczymy, że dalszy spodziewany wzrost wyników latach 2017-18, przełoży się pozytywnie na kurs spółki.*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

**Porównanie kursów krajowych deweloperów komercyjnych**



*W ciągu ostatniego roku walory GTC i Echa były zdecydowanymi liderami wśród deweloperów komercyjnych, uzyskując 30-40% stopę zwrotu. Na tym tle PA Nova zyskała „jedynie” 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 kursu o 1 pkt. % wpłynie na wzrost/spadek wyniku 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 odstrasającym 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 budowlach skutkują negatywnym odbiorem przez klientów spółki.



## WYNIKI ZA 1Q'17

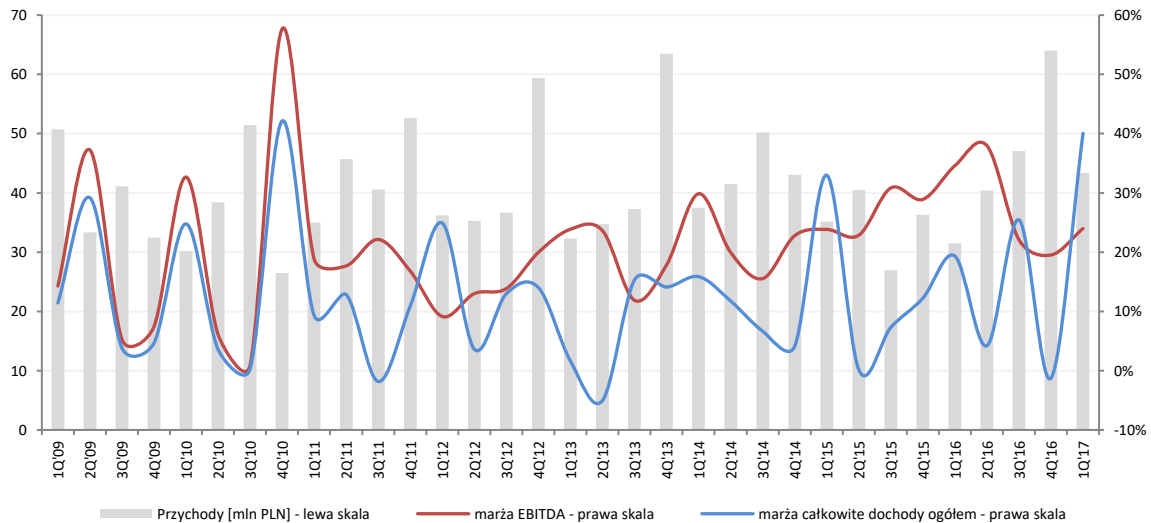
W 1Q'17 przychody PA Nova były istotnie wyższe r/r i wyniosły 43,4 mln PLN, co jest efektem lepszych rezultatów w obszarze generalnego wykonawstwa. Wynik brutto ze sprzedaży ukształtował się na poziomie 11,4 mln PLN (rentowność obniżyła się jednak do 26,2%; wpływ zwiększenia udziału segmentu budowlanego). EBITDA grupy była bliska 10,4, natomiast zysk netto wyniósł 5,9 mln PLN (-4% r/r). Na koniec kwartału PA Nova posiadała 30,1 mln PLN gotówki, przy zadłużeniu netto w wys. 365,8 mln PLN.

### Wyniki skonsolidowane PA NOVA [mln PLN]

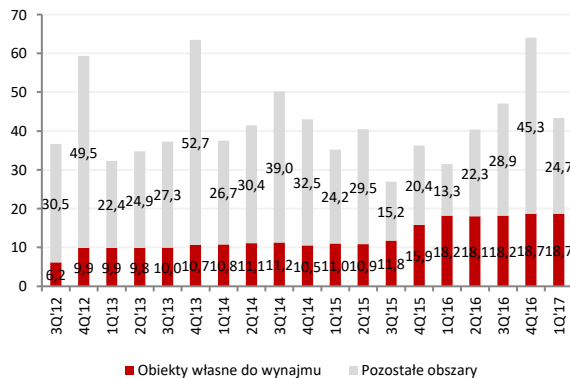
	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	31,5	43,4	37,8%	138,9	182,9	31,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	11,4	11,4	-0,8%	38,5	48,5	25,8%
<b>EBITDA</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>-4,4%</b>	<b>36,4</b>	<b>49,1</b>	<b>34,8%</b>
<b>EBITDA adj</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>-4,4%</b>	<b>35,8</b>	<b>44,3</b>	<b>23,7%</b>
EBIT	10,4	9,9	-4,4%	34,4	47,1	36,9%
Zysk brutto	7,4	7,0	-5,9%	22,3	33,5	49,8%
<b>Zysk netto</b>	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,5%</b>	<b>17,9</b>	<b>26,8</b>	<b>50,0%</b>
Inne całkowite dochody/straty	0,0	11,5	-	0,2	-7,9	-
Całkowite dochody netto	6,1	17,4	185,3%	18,1	19,0	4,8%
marża brutto ze sprzedaży	36,4%	26,2%		27,8%	26,5%	
marża EBITDA	34,6%	24,0%		26,2%	26,8%	
marża EBIT	33,0%	22,9%		24,8%	25,7%	
marża netto	19,4%	13,6%		12,9%	14,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

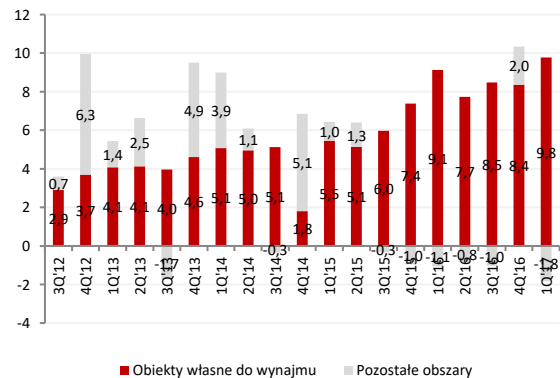
### Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



### 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 12 inwestycji na użytek własny (4 galerie, 5 parków handlowych i 3 magazyny). Największy udział miały galerie handlowe (Galena, Miodowa, Sanowa oraz Odrzańskie Ogrody), które łącznie wygenerowały ponad 80% wpływów segmentu.

Tak jak wskazywaliśmy we wcześniejszym raporcie istotnym wsparciem dla realizowanych przychodów segmentu są wyniki największego obiektu, czyli galerii Galena w Jaworznie, która została otwarta w listopadzie '15. Poprawie uległo również obłożenie w pozostałych dużych obiektach i wynosi obecnie blisko 98% na poziomie grupy. W 1Q'17 przychodów ze sprzedaży wyniosły 18,7 mln PLN (+0,5ln PLN r/r), z kolei NOI było bliskie 12,2 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów finansowych zysk segmentu zwiększył się do 9,8 mln PLN.

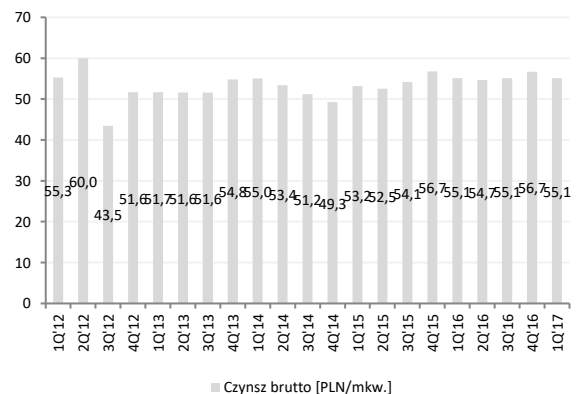
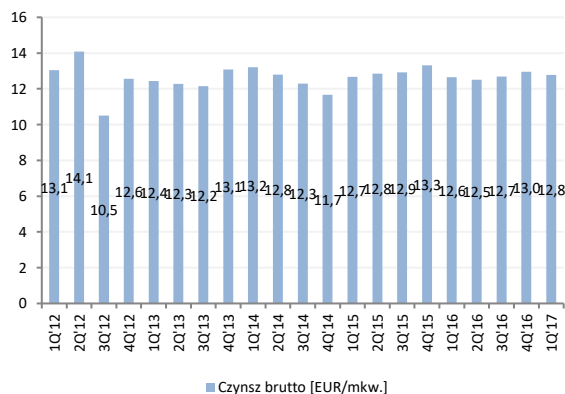
Zwracamy uwagę, że po oddaniu do użytku Galeny powierzchnia użytkowa spółki wzrosła do 115,8 tys. mkw., a średnia stawka najmu brutto wynosi obecnie 55,1 PLN/mkw. Zadłużenie brutto segmentu wyniosło po 1Q'17 ok. 371,6 mln PLN, co daje LtV brutto rzędu 57%. Obecnie PA Nova pracuje nad obiektem w Kłodzku (park handlowy), który ma być oddany do użytku w '17.

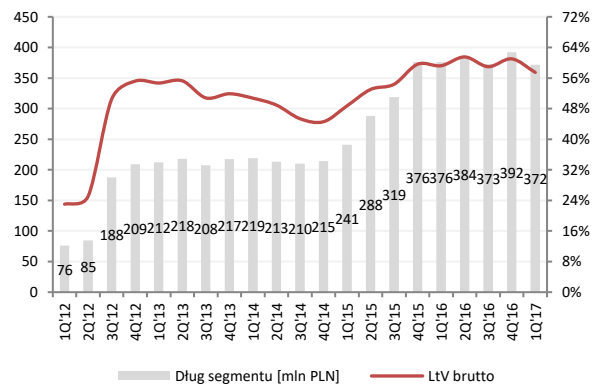
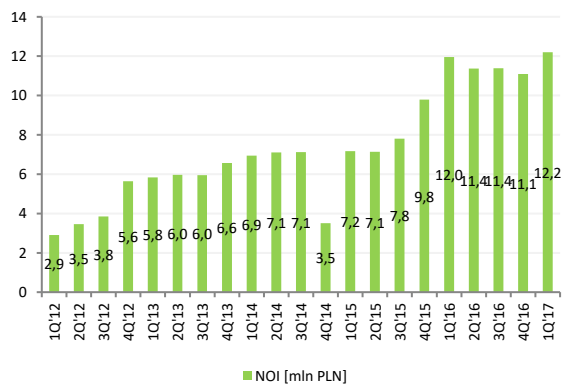
### Wyniki segmentu wynajmu [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17
Przychody [mln PLN]	11,0	10,9	11,8	15,9	18,2	18,1	18,2	18,7	18,7
Koszty segmentu [mln PLN]	3,9	3,8	4,0	6,1	6,3	6,7	6,8	7,6	6,5
NOI [mln PLN]	7,2	7,1	7,8	9,8	12,0	11,4	11,4	11,1	12,2
Koszty finansowe netto [mln PLN]	1,7	2,0	1,8	2,4	2,8	3,6	2,9	2,7	2,4
Wynik segmentu po kosztach finansowych [mln PLN]	5,5	5,1	6,0	7,4	9,1	7,7	8,5	8,4	9,8
Marża segmentu	64,9%	65,4%	66,2%	61,8%	65,6%	62,9%	62,6%	59,2%	65,3%
Marża segmentu po kosztach finansowych	49,5%	47,2%	50,6%	46,6%	50,1%	42,8%	46,6%	44,7%	52,3%
GLA eop [tys. m2]	69,2	69,2	76,1	110,1	110,1	110,1	110,1	110,1	115,8
Czynsz brutto [PLN/m2]	53,2	52,5	54,1	56,7	55,1	54,7	55,1	56,7	55,1
Czynsz netto [PLN/m2]	34,5	34,4	35,8	35,1	36,2	34,4	34,5	33,6	36,0
Czynsz brutto [EUR/m2]	12,7	12,8	12,9	13,3	12,6	12,5	12,7	13,0	12,8
Czynsz netto [EUR/m2]	8,2	8,4	8,6	8,2	8,3	7,9	7,9	7,7	8,3
Zobowiązania % segmentu [mln PLN]	241,0	288,3	319,1	375,7	375,9	384,2	372,7	392,3	371,6
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT segmentu [mln PLN]	494,7	543,8	586,9	630,2	634,7	624,5	632,1	643,0	646,7
LtV brutto	49%	53%	54%	60%	59%	62%	59%	61%	57%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Wskaźniki operacyjne segmentu wynajmu





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## WYNIKI POZOSTAŁYCH OBSZARÓW DZIAŁALNOŚCI

W 1Q'17 PA Nova zanotowała nieco słabsze wyniki w pozostałych segmentach. W dywizji budowlanej przychody zwiększyły się do 23,6 mln PLN, co oznacza niemal 2-krotny wzrost r/r. Jest to efekt realizowanych kontraktów (np. dla myśłowickiej straży). Jednocześnie spółka nie rozliczyła żadnej umowy (grupa stosuje politykę zerowego zysku), co tym samym przełożyło się na 1,6 mln PLN wyniku segmentu przy uwzględnieniu kosztów finansowych. W perspektywie kolejnych kwartałów należy jednak oczekiwać kilku rozliczeń, co powinno wydatnie przełożyć się na rezultaty finansowe dywizji.

### Wyniki pozostałych obszarów działalności

	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17
Przychody [mln PLN]	26,7	30,4	39,0	32,5	24,2	29,5	15,2	20,4	13,3	22,3	28,9	45,3	24,7
Koszty segmentów [mln PLN]	22,3	28,8	38,4	26,0	22,2	27,4	13,8	20,1	14,0	22,3	29,3	42,5	25,8
Koszty finansowe [mln PLN]	0,4	0,5	0,6	1,6	0,9	0,8	1,6	1,6	0,4	0,9	0,6	0,9	0,7
<b>Wynik pozostałej obszarów [mln PLN]</b>	<b>4,0</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,8</b>
Marża segmentu	16,4%	5,3%	1,5%	20,2%	7,9%	7,2%	9,0%	2,0%	-5,4%	0,3%	-1,4%	6,3%	-4,5%
Marża segmentu po kosztach finansowych	15,0%	3,8%	0,0%	15,4%	4,3%	4,6%	-1,5%	-5,8%	-8,1%	-3,7%	-3,6%	4,4%	-7,1%
<b>w tym:</b>													
<b>GW</b>	<b>1Q'14</b>	<b>2Q'14</b>	<b>3Q'14</b>	<b>4Q'14</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>
Przychody [mln PLN]	25,3	28,7	37,5	30,9	23,2	28,5	13,7	17,2	11,5	20,7	27,8	44,0	23,6
Koszty [mln PLN]	21,2	27,3	36,5	24,3	21,1	26,3	12,6	18,0	12,4	20,7	27,8	41,3	24,6
Koszty finansowe [mln PLN]	0,4	0,4	0,6	1,5	0,9	0,7	1,6	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,6
<b>WYNIK</b>	<b>3,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,6</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Rok '17 powinien przynieść dalszy wzrost rezultatów finansowych grupy. Liczymy, że ścieżka wynikowa spółki będzie pozytywna już od 2Q'17. Estymujemy, że deweloper zaraportuje 70,0 mln PLN przychodów oraz 13,2 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto liczymy na 7,7 mln PLN. W perspektywie kolejnych okresów zakładamy, że grupie uda się istotnie zwiększyć obroty, które według naszych szacunków mogą być bliskie 254,2 mln PLN (przede wszystkim pozytywny wpływ segmentu budowlanego). Prognozujemy, że całoroczna EBITDA PA Nova podniesie się do 57,6 mln PLN (po oczyszczeniu wyników o zdarzenia jednorazowe w '16, implikuje to dynamikę r/r rzędu niemal 30%!). Oczekujemy, że w '18 rezultaty spółki będą jeszcze lepsze, co w dużej mierze powinno wynikać z rozbudowanego backlogu oraz przekazania lokali z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w bawarskiej miejscowości Bad Staffelstein; w modelu przyjmujemy cenę PUM w wys. ok. 3,2 tys. EUR/mkw.). Podsumowując, w '18 estymujemy osiągnięcie 238 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

W obszarze generalnego wykonawstwa 1Q'17 nie był zbyt udany, co wynikało z braku rozliczeń kontraktów budowlanych. Liczymy jednak, że już od 2Q '17 PA Nova będzie prezentować odbudowę rezultatów. Harmonogram zakończenia prac budowlanych w kolejnych miesiącach prezentuje się znacznie lepiej (po 2 kontrakty kończone w danym kwartale; w tym duże projekty realizowane dla Ikea oraz PKP) i spodziewamy się, że to ten segment będzie głównym motorem wzrostu wyników spółki. Szacujemy, że '17 zamknie się ok. 175 mln PLN przychodów i 12,0 mln PLN zysku segmentu (po uwzględnieniu kosztów finansowych). Pozytywnie zapatrujemy się także na przyszły rok. Grupa już buduje backlog na '18 i oczekujemy ok. 6-7 rozliczeń dużych kontraktów, w tym na rynku niemieckim dla Dr. Schumachera (skala ok. 9-10 mln EUR). Liczymy też, że PA Nova zacznie pozyskiwać zlecenia na rynku czeskim (dla jednej z działających tam sieci handlowych), co byłoby dodatkowym wsparciem dla wyników segmentu.

W obszarze najmu spodziewamy się dalszej poprawy wyników w odniesieniu r/r. Przyjmujemy, że w 2Q'17 spółka uzyska ok. 18,0 mln PLN wpływów od najemców, osiągając jednocześnie 9,2 mln PLN wyniku finansowego. W '17 w wynikach segmentów kontrybuowały będą obiekty, które zostały oddane na przełomie 2016/17 (Sosnowiec, Rzeszów). W planach dewelopera jest również budowa obiektu handlowego w Kłodzku. Tym samym łączna powierzchnia handlowa na koniec '17 powinna wynosić ok. 119 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 3Q'17. Nie wykluczamy również sprzedaży obiektów logistycznych (oceniaamy, że są spore szanse na zbycie 3 inwestycji w Rybniku, Siechnicach oraz hali w Rzeszowie). Władze spółki komunikowały także rozpoczęcie współpracy z CBRE w odniesieniu do obiektów w Kędzierzynie-Koźlu i Jaworznie, co może zaowocować zbyciem jednego z dużych projektów (w naszym odczuciu zdecydowanie bardziej prawdopodobna jest sprzedaż Odrzańskich Ogrodów).

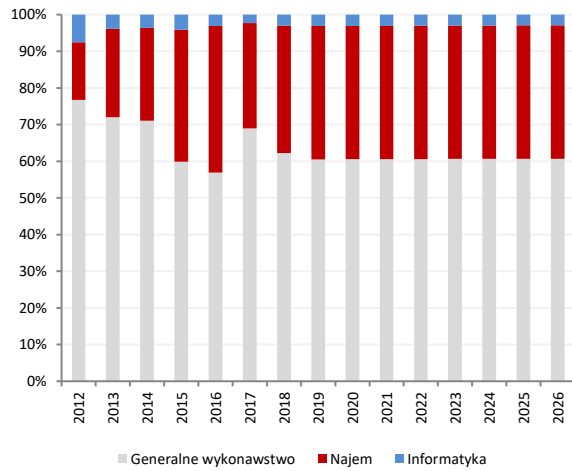
Pozostałe dwa segmenty (informatyczny oraz projektowy) powinny generować przychody na poziomie zbliżonym do obecnego. Dlatego też w naszym modelu prognozujemy, że sprzedaż specjalistycznego oprogramowania informatycznego (m. in. CAD) przyniesie spółce wpływy na poziomie 6-7 mln PLN rocznie.

**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	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Przychody	35,2	40,4	27,0	36,3	31,5	40,4	47,1	64,0	43,4	70,0	77,3	63,4	172,2	138,9	182,9	254,2	238,4	230,8	210,3
Wynik brutto ze sprzedaży	9,2	9,4	9,3	10,6	11,4	11,7	11,2	14,1	11,4	14,3	19,2	17,0	38,3	38,5	48,5	61,9	68,6	64,1	62,5
Saldo PPO/PKO	-0,2	0,4	-0,3	0,6	0,1	4,4	-0,1	-0,6	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,9	0,4	3,9	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	8,4	9,2	8,3	10,5	10,9	15,3	10,4	12,5	10,4	13,2	18,0	16,0	37,1	36,4	49,1	57,6	65,1	61,0	59,9
<b>EBITDA adj.</b>	<b>8,3</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>	<b>12,5</b>	<b>10,4</b>	<b>13,2</b>	<b>18,0</b>	<b>16,0</b>	<b>34,0</b>	<b>35,8</b>	<b>44,3</b>	<b>57,6</b>	<b>65,1</b>	<b>61,0</b>	<b>59,9</b>
EBIT	7,9	8,7	7,8	10,0	10,4	14,8	9,9	12,0	9,9	12,7	17,5	15,5	34,9	34,4	47,1	55,6	63,1	58,9	57,7
<b>Zysk netto</b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,9</b>	<b>6,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>7,7</b>	<b>11,5</b>	<b>9,9</b>	<b>20,2</b>	<b>17,9</b>	<b>26,8</b>	<b>35,0</b>	<b>39,0</b>	<b>36,4</b>	<b>36,3</b>
Inne całkowite dochody/straty	7,1	-4,8	-1,6	-0,4	0,0	-6,9	6,5	-7,4	11,5	0,5	-0,8	-0,8	-4,3	0,2	-7,9	10,5	-2,9	0,0	0,0
<b>Całkowite dochody netto</b>	<b>11,6</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>1,7</b>	<b>12,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>17,4</b>	<b>8,2</b>	<b>10,7</b>	<b>9,1</b>	<b>16,0</b>	<b>18,1</b>	<b>19,0</b>	<b>45,4</b>	<b>36,2</b>	<b>36,4</b>	<b>36,3</b>
marża EBIT	22,6%	21,6%	28,9%	27,4%	33,0%	36,7%	21,0%	18,7%	22,9%	18,2%	22,6%	24,4%	20,3%	24,8%	25,7%	21,9%	26,5%	25,5%	27,4%
marża dochody netto	33,0%	0,2%	7,3%	12,2%	19,3%	4,2%	25,4%	-1,3%	40,1%	11,7%	13,9%	14,4%	9,3%	13,0%	10,4%	17,9%	15,2%	15,8%	17,2%
<b>Segment wynajmu</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Przychody	11,0	10,9	11,8	15,9	18,2	18,1	18,2	18,7	18,7	18,0	18,1	18,2	43,6	49,6	73,2	72,9	75,0	75,7	76,5
NOI	7,2	7,1	7,8	9,8	12,0	11,4	11,4	11,1	12,2	11,3	11,3	12,2	24,7	31,9	45,8	47,1	48,5	48,8	49,2
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	5,5	5,1	6,0	7,4	9,1	7,7	8,5	8,4	9,8	9,2	9,2	10,1	17,0	24,0	33,7	38,2	38,1	39,2	40,2
marża NOI	64,9%	65,4%	66,2%	61,8%	65,6%	62,9%	62,6%	59,2%	65,3%	63,1%	62,6%	67,2%	56,6%	64,3%	62,6%	64,6%	64,6%	64,5%	64,4%
marża segmentu po kosztach finansowych	49,5%	47,2%	50,6%	46,6%	50,1%	42,8%	46,6%	44,7%	52,3%	51,1%	50,7%	55,6%	38,9%	48,3%	46,0%	52,5%	50,8%	51,8%	52,5%
EUR/PLN eop	4,07	4,19	4,25	4,26	4,24	4,37	4,30	4,41	4,23	4,22	4,24	4,26	4,26	4,26	4,44	4,26	4,36	4,36	4,36
GLA eop [tys. m2]	69,20	69,20	76,10	110,10	110,10	110,10	110,10	110,10	115,80	115,80	118,80	118,80	69,20	99,60	110,10	118,80	118,80	118,80	118,80
Czynsz brutto [PLN/m2]	53,2	52,5	54,1	56,7	55,1	54,7	55,1	56,7	55,1	51,8	51,4	51,0	54,1	49,0	58,2	53,1	52,6	53,1	53,6
Czynsz brutto [EUR/m2]	12,7	12,8	12,9	13,3	12,6	12,5	12,7	13,0	12,8	12,3	12,2	12,0	12,9	11,5	13,4	12,2	12,2	12,2	12,3
Zobowiązania % [mln PLN]	241,0	288,3	319,1	375,7	375,9	384,2	372,7	392,3	371,6	358,7	351,8	345,5	214,5	375,7	392,3	345,5	307,6	299,2	275,5
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT [mln PLN]	494,7	543,8	586,9	630,2	634,7	624,5	632,1	643,0	646,7	651,3	651,9	652,4	481,3	630,2	643,0	652,4	654,0	655,3	656,3
Zobowiązania % / aktywa segmentu	48,7%	53,0%	54,4%	59,6%	59,2%	61,5%	59,0%	61,0%	57,5%	55,1%	54,0%	53,0%	44,6%	59,6%	61,0%	53,0%	47,0%	45,7%	42,0%
<b>Pozostałe obszary</b>	<b>1Q'15</b>	<b>2Q'15</b>	<b>3Q'15</b>	<b>4Q'15</b>	<b>1Q'16</b>	<b>2Q'16</b>	<b>3Q'16</b>	<b>4Q'16</b>	<b>1Q'17</b>	<b>2Q'17</b>	<b>3Q'17</b>	<b>4Q'17</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Przychody	24,2	29,5	15,2	20,4	13,3	22,3	28,9	45,3	24,7	52,0	59,3	45,3	128,6	89,3	109,7	181,2	163,4	155,0	133,9
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	1,0	1,3	-0,3	-1,0	-1,1	-0,8	-1,0	2,0	-1,8	2,3	7,2	4,2	9,8	1,0	-1,0	11,9	17,2	12,4	10,5
marża segmentu po kosztach finansowych	4%	4%	-2%	-5%	-8%	-4%	-4%	4%	-7%	4%	12%	9%	8%	1%	-1%	7%	11%	8%	8%

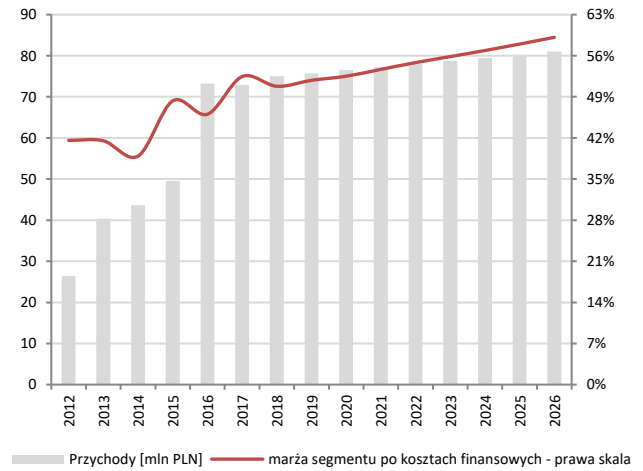
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*w 2Q'16 doszło do sprzedaży obiektu w Wilkowicach, co wygenerowało 4,8 mln PLN zysku

Prognoza struktury przychodów w podziale na segmenty



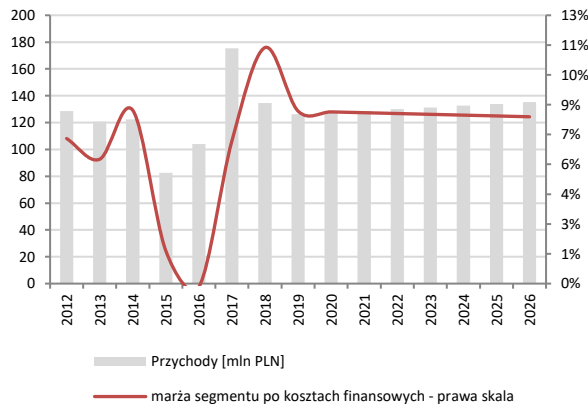
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów z tyt. najmu w latach 2012-2026



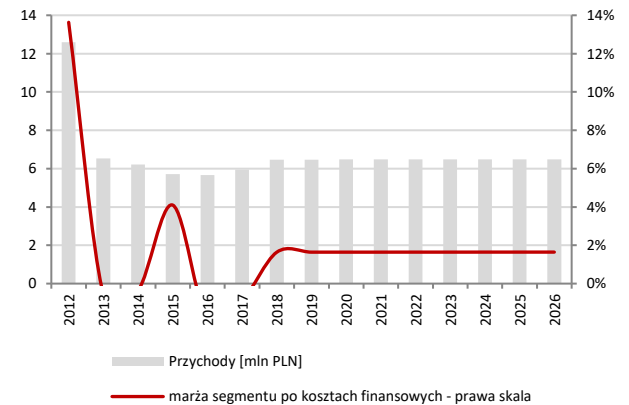
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów segmentu budowlanego w latach 2012-2026



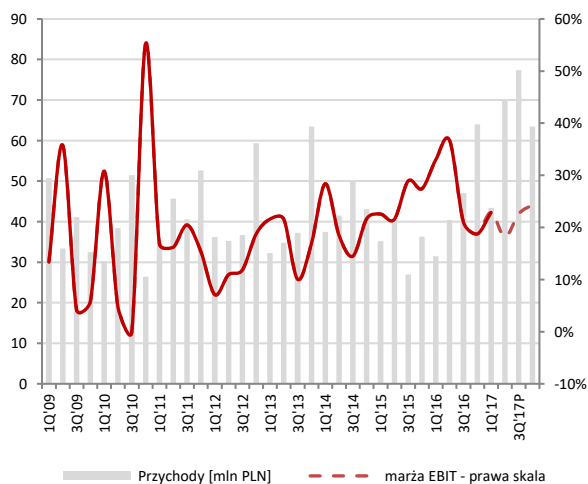
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs koszty działu informatycznego [mln PLN]



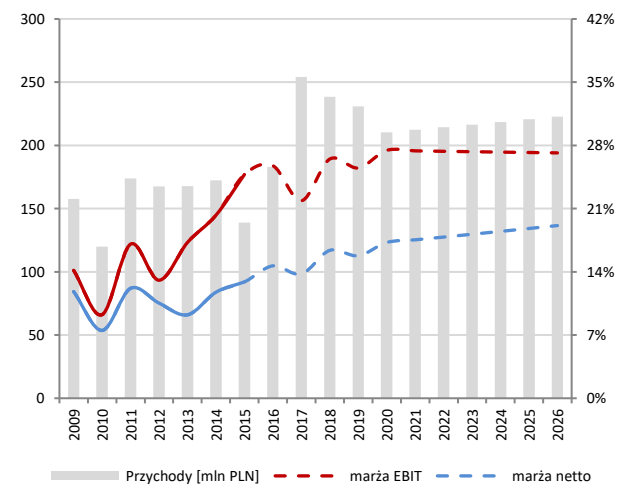
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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 2017 są zbliżone do przedstawionych w poprzednim raporcie. W odniesieniu do lat 2017-18 zaktualizowaliśmy backlog i terminy rozliczeń kontraktów budowlanych. Uwzględniliśmy również budowę obiektów handlowych i logistycznych w Rzeszowie, Kamiennej Górze i Sosnowcu, a także inwestycję mieszkaniową, która ma być realizowana w Niemczech. W modelu zmieniliśmy także kurs walutowy EUR/PLN (wpływ na przychody z tyt. wynajmu oraz saldo finansowe). Według obecnych założeń EBITDA w '17 wyniesie 57,6 mln PLN (i 65,1 mln PLN w '18), a wynik netto może być bliski 35,0 mln PLN (oraz 39,0 mln PLN w '18).

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

	2016 stara	2016 wykonanie	odchylenie	2017 stara	2017 nowa	zmiana r/r	2018 stara	2018 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	162,0	182,9	12,9%	239,1	254,2	6,3%	205,2	238,4	16,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	48,7	48,5	-0,5%	63,0	61,9	-1,7%	67,1	68,6	2,2%
EBITDA	50,4	49,1	-2,6%	58,9	57,6	-2,3%	63,8	65,1	2,1%
EBIT	48,4	47,1	-2,7%	56,8	55,6	-2,1%	61,7	63,1	2,3%
Wynik netto	28,3	26,8	-5,2%	32,9	35,0	6,3%	37,0	39,0	5,5%
marża brutto	30,1%	26,5%		26,3%	24,4%		32,7%	28,8%	
marża EBITDA	31,1%	26,8%		24,6%	22,6%		31,1%	27,3%	
marża EBIT	29,9%	25,7%		23,8%	21,9%		30,1%	26,5%	
marża netto	17,5%	14,7%		13,8%	13,8%		18,0%	16,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

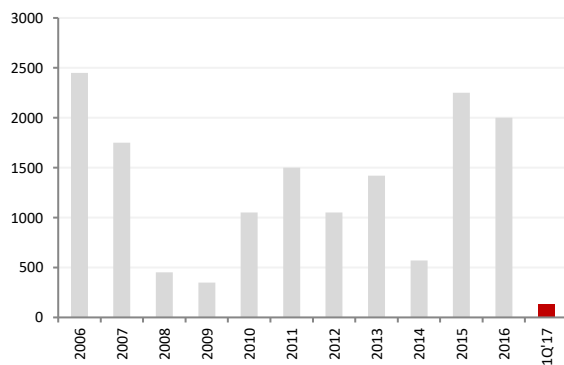
## OTOCZENIE RYNKOWE

Analitycy JLL wskazują na dobrą sytuację makroekonomiczną, co potwierdzają dane GUS (niskie bezrobocie, silny wzrost PKB, przyspieszenie produkcji przemysłowej). To wszystko przekłada się na rynek nieruchomości. W segmencie handlowym podaż powierzchni w 1Q'17 wyhamowała, względem bardzo aktywnej końcówki minionego roku. W zakończonym kwartale powierzchnia zwiększyła się o 36,8 tys. mkw., na co złożyło się otwarcie dwóch nowych obiektów oraz rozbudowa kolejnych dwóch inwestycji. W perspektywie całego roku specjaliści z JLL oczekują jednak bardzo silnego przyspieszenia podaży i szacują, że na rynek trafi ponad 510 tys. mkw., czyli o 10% więcej niż w '16. Standardowo zdecydowana większość będzie związane z centrami handlowymi, które mają odpowiadać za ok. 3/4 nowych obiektów. Na koniec marca w budowie znajdowało się łącznie ponad 590 tys. mkw., z czego na główne aglomeracje przypadało 79% budowanych inwestycji. Największymi projektami, które mają zostać uruchomione w bieżącym roku, będą: Galeria Północna (64 tys. mkw.), Wroclavia (64 tys. mkw.) i Serenada (41,3 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 1Q'17 wynosiła 13,4 mln mkw., z czego aż 9,5 mln mkw. stanowiły centra handlowe (402 obiekty), parki handlowe odpowiadały za 3,7 mln mkw., a outlets za nieco ponad 0,2 tys. mkw. Poziom nasycenia powierzchnią handlową w Polsce wynosi obecnie 247 mkw./1000 mieszkańców, co jest rezultatem powyżej średniej europejskiej (206 mkw./1000 mieszkańców), ale poniżej danych dla Europy Zachodniej (264 mkw./1000 osób; dane nie uwzględniają ulic handlowych).

W najlepszych lokalizacjach w Warszawie czynsze prime wynoszą ok. 130 EUR/mkw./m-c, z kolei w mniejszych miejscowościach jest to przedział 45-60 EUR/mkw./m-c. Średni poziom pustostanów w głównych aglomeracjach JLL szacuje na 3,3% na koniec '16. Analitycy zwracają jednocześnie uwagę, że w Warszawie niewynajęta powierzchnia odpowiada za 1,9% (dla porównania w Poznaniu, Trójmieście i Wrocławiu jest to odpowiednio: 6,2%, 4,5% oraz 4,1%). Stopy kapitalizacji dla najlepszych galerii handlowych utrzymały się na poziomie 5,0%, natomiast w przypadku retail parków jest to 7,0%.

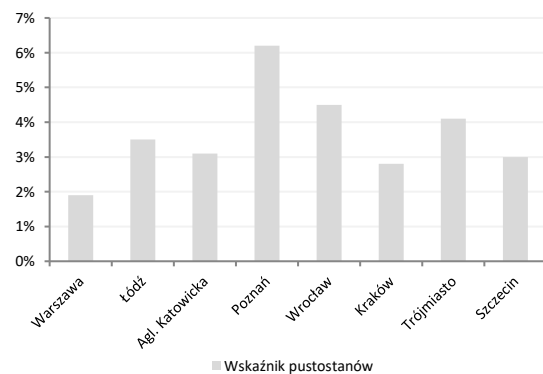
W 1Q'17 doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 135 mln EUR, co oznacza wzrost r/r o 5% (w całym '16 zawarto transakcje na ok. 2,0 mld EUR). Zdaniem analityków JLL poziom aktywności na rynku jest wciąż bardzo wysoki, co idzie w parze z dużym zainteresowaniem funduszy. Oczekuje się, że zawierane obecnie przedwstępne umowy będą finalizowane jeszcze w '17. Z rodzimych inwestorów bardzo aktywne jest Echo Polska Properties, które ma umowy na nabycie portfela Quadro (kwota ok. 166 mln EUR; zakup od Blackstone), C.H. Zakopianka (kwota ok. 54 mln EUR; zakup od Capital Partners) oraz Galerii Młociny (za ok. 105 mln EUR; od Master Management Group).

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany na koniec '16



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL



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

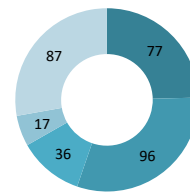
W poprzednich latach rynek spożywczy rozwijał się dzięki ekspansywnej polityce sieci dyskontowych, którzy są głównymi klientami PA Nova. Zauważalne jest szybkie tempo wzrostu sklepów typu convenience (Żabka, Carrefour Express, Odido), oraz mniejszy przyrost obiektów wielko powierzchniowych (np. Biedronka 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.	205
Aldi	pow. 20 tys.	118
Netto	pow. 20 tys.	362
Biedronka	pow. 10 tys.	2 722
Lidl	pow. 10 tys.	607
Auchan (w tym Real)	pow. 100 tys.	94

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

#### Liczba hipermarketów wg sieci

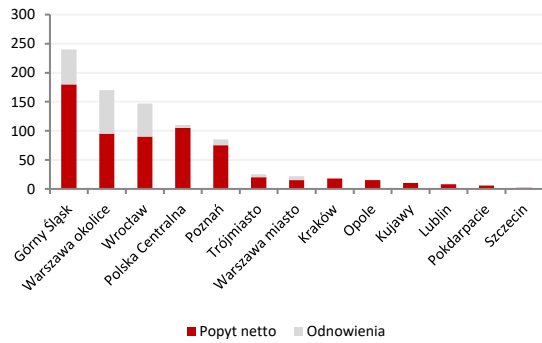


■ Auchan (+Real) ■ Carrefour ■ Kaufland ■ E. Leclerc ■ Tesco

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

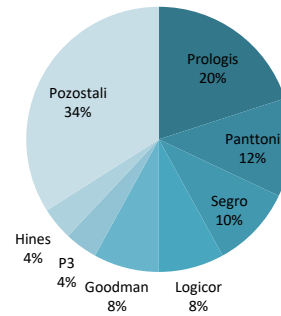
PA Nova coraz śmielej wchodzi w segment magazynowy, który ma zastępować powoli kontrakty dla sieci handlowych. Rynek logistyczny w Polsce znajduje się obecnie w fazie dynamicznego rozwoju. Rok '17 rozpoczął się od bardzo wysokiego popytu, który wyniósł aż 855 tys. mkw. Zdaniem analityków JLL nadchodzące kwartały mogą przełożyć się na rekordowy wynik roczny. Zwracają oni jednocześnie uwagę, że blisko 70% ww. wyniku było rezultatem transakcji z dwoma największymi podmiotami z branży (czyli Panattoni i Prologis). Popyt netto odpowiadał za 75% wynajętej powierzchni. Największy udział miały branże: handel (w tym e-commerce; umowy na 234 tys. mkw.), logistyka i lekka produkcja. Deweloperzy magazynowi byli najbardziej aktywni w regionie Górnego Śląska (186 tys. mkw.), Centralna Polska oraz Wrocław. Co ciekawe cała powierzchnia, którą wynajęło Panattoni zostało zbudowane w formule BTS (umowy z Amazon, BSH i H&M). Na koniec 1Q'17 zasoby powierzchni magazynowej wyniosły 11,7 mln mkw., co oznacza, że Polska zajmuje obecnie 8 miejsce wśród krajów UE. Do użytku oddano niemal 540 tys. mkw. i gros tej liczby przypadało na Centralną Polskę, Poznań i Śląsk. W budowie znajduje się obecnie 1,39 mln mkw. (poziom z 4Q'16), dlatego też JLL prognozuje, że '17 może być rekordowy pod względem dostarczenia nowej powierzchni. Warto zauważyć, że tylko 29% powierzchni powstaje spekulacyjnie. Cały czas struktura rynku pozostaje niemal bez zmian: prawie 55% rynku jest w posiadaniu 5 największych graczy (lub ich partnerów JV). Są to Prologis, Segro, Panattoni, Logicor i Goodman. Na koniec 1Q'17 poziom pustostanów wynosił 6,4%, jednak należy zauważyć, że na większych rynkach nastąpił większy wzrost niż na obszarach regionalnych. Czynsze bazowe utrzymują się cały czas na stabilnym poziomie z niewielkim wzrostem obserwowanym w okolicach Wrocławia. Najwyższe czynsze są proponowane w regionach Warszawy (4,1-5,1 EUR/mkw./m-c) i Krakowa (3,8-4,5 EUR/mkw./m-c), z kolei najniższe stawki odnotowano w Poznaniu i na Górnym Śląsku (2,8-3,5 EUR/mkw./m-c).

**Popyt wg regionów w 1Q'17**



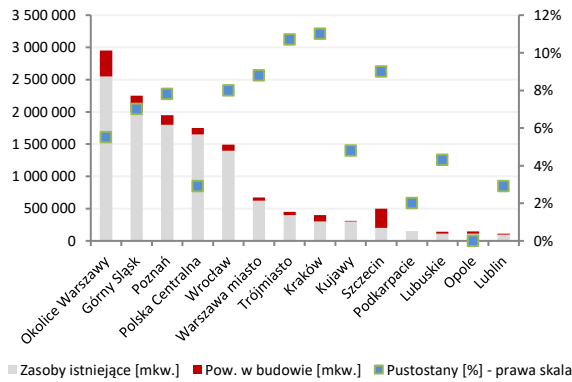
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

**Zasoby powierzchni magazynowej na koniec '16**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

**Powierzchnia i pustostany wg regionów**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

**Największe transakcje w 1Q'17**

Najemca	Lokalizacja	Deweloper	Typ umowy	Powierzchnia [tys. mkw.]
Amazon	Sosnowiec	Panatttoni	Nowa umowa	135,0
BSH	Łódź	Panatttoni	Nowa umowa	79,0
H&M	Grodzisk Mazowiecki	Panatttoni	Nowa umowa	60,0
Electrolux	Pruszków	MLP	Renegocjacje	23,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>535,7</b>	<b>706,8</b>	<b>722,9</b>	<b>732,2</b>	<b>733,8</b>	<b>735,2</b>	<b>736,2</b>	<b>737,1</b>	<b>738,0</b>	<b>738,8</b>	<b>739,6</b>	<b>740,4</b>	<b>741,1</b>
WNiP	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
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	24,6	25,9	27,5	28,9	29,9	30,8	31,7	32,5	33,3	34,1	34,9
Należności długoterminowe	0,5	2,1	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
Inwestycje długoterminowe	447,5	658,4	670,0	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4	678,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	12,6	17,8	17,9	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>74,4</b>	<b>72,1</b>	<b>93,9</b>	<b>128,9</b>	<b>124,3</b>	<b>123,9</b>	<b>122,2</b>	<b>113,6</b>	<b>116,1</b>	<b>119,2</b>	<b>121,5</b>	<b>120,1</b>	<b>121,1</b>
Zapasy	0,1	0,5	0,2	17,6	15,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Należności krótkoterminowe	34,4	38,1	48,4	53,0	41,9	39,8	39,4	39,6	39,9	40,2	40,5	40,8	41,1
Inwestycje krótkoterminowe	20,3	24,5	35,8	51,3	60,0	77,0	75,7	66,9	69,1	71,8	73,8	72,2	72,9
-w tym środki pieniężne	20,0	24,5	35,8	44,1	52,8	69,8	68,5	59,7	61,8	64,6	66,6	65,0	65,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,5	9,0	9,5	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>610,0</b>	<b>778,9</b>	<b>816,8</b>	<b>861,1</b>	<b>858,2</b>	<b>859,2</b>	<b>858,4</b>	<b>850,7</b>	<b>854,1</b>	<b>858,0</b>	<b>861,1</b>	<b>860,5</b>	<b>862,2</b>
<b>Kapitał (fundusz) własny</b>	<b>292,4</b>	<b>305,5</b>	<b>316,9</b>	<b>355,9</b>	<b>384,9</b>	<b>410,8</b>	<b>436,1</b>	<b>461,8</b>	<b>487,9</b>	<b>514,4</b>	<b>541,4</b>	<b>568,8</b>	<b>596,7</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>317,6</b>	<b>473,5</b>	<b>499,9</b>	<b>505,2</b>	<b>473,3</b>	<b>448,3</b>	<b>422,3</b>	<b>388,9</b>	<b>366,2</b>	<b>343,5</b>	<b>319,7</b>	<b>291,7</b>	<b>265,6</b>
Rezerwy	10,6	17,4	18,1	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
Zobowiązania długoterminowe	201,4	328,6	335,7	306,0	268,1	259,7	236,0	207,4	183,7	160,1	135,6	107,4	80,5
Zobowiązania krótkoterminowe	102,5	124,6	139,5	142,7	150,3	149,1	146,7	142,0	142,9	143,9	144,5	144,8	145,5
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	5,0	35,6	33,9	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>610,0</b>	<b>778,9</b>	<b>816,8</b>	<b>861,1</b>	<b>858,2</b>	<b>859,2</b>	<b>858,4</b>	<b>850,7</b>	<b>854,1</b>	<b>858,0</b>	<b>861,1</b>	<b>860,5</b>	<b>862,2</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody netto ze sprzedaży	172,2	138,9	182,9	254,2	238,4	230,8	210,3	212,4	214,4	216,5	218,6	220,7	222,8
Koszty produktów, towarów i materiałów	134,0	100,3	134,5	192,2	169,8	166,6	147,8	149,3	150,9	152,4	154,0	155,6	157,2
Zysk brutto ze sprzedaży	38,3	38,5	48,5	61,9	68,6	64,1	62,5	63,0	63,5	64,0	64,5	65,1	65,6
Koszty sprzedaży	0,8	0,8	0,9	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Koszty zarządu	3,5	3,7	4,3	4,2	3,9	3,8	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7
Zysk/strata na sprzedaży	34,0	34,0	43,2	56,4	63,4	59,1	57,9	58,4	58,8	59,3	59,8	60,3	60,8
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	0,9	0,4	3,9	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBITDA	37,1	36,4	49,1	57,6	65,1	61,0	59,9	60,4	61,0	61,5	62,0	62,6	63,1
EBIT	34,9	34,4	47,1	55,6	63,1	58,9	57,7	58,2	58,6	59,1	59,6	60,0	60,5
Saldo działalności finansowej	-10,0	-12,1	-13,6	-12,7	-14,7	-13,6	-12,9	-12,2	-11,4	-10,6	-9,7	-8,8	-7,9
Zysk (strata) brutto	25,0	22,3	33,5	42,9	48,5	45,2	44,8	46,0	47,2	48,5	49,9	51,2	52,6
Zysk (strata) netto	20,2	17,9	26,8	35,0	39,0	36,4	36,3	37,3	38,3	39,3	40,4	41,5	42,6
<b>Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	62,3	30,0	52,9	63,9	71,3	49,3	45,8	43,1	48,9	49,3	49,3	49,2	49,9
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-54,8	-161,3	-25,1	-13,9	-3,6	-3,5	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-1,5	135,8	-20,5	-37,7	-58,9	-28,9	-44,0	-48,8	-43,5	-43,3	-44,0	-47,5	-45,9
Przepływy pieniężne netto	6,0	4,5	7,3	12,3	8,8	17,0	-1,3	-8,8	2,2	2,8	2,0	-1,6	0,7
Środki pieniężne na początek okresu	14,0	20,0	24,5	31,8	44,1	52,8	69,8	68,5	59,7	61,8	64,6	66,6	65,0
Środki pieniężne na koniec okresu	20,0	24,5	31,8	44,1	52,8	69,8	68,5	59,7	61,8	64,6	66,6	65,0	65,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Wskaźniki rynkowe**

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Dane finansowe													
Przychody zmiana r/r	2,7%	-19,4%	31,7%	38,9%	-6,2%	-3,2%	-8,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	17,2%	-1,8%	34,8%	17,2%	13,1%	-6,4%	-1,7%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	20,6%	-1,4%	36,9%	18,0%	13,6%	-6,8%	-1,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Zysk netto zmiana r/r	30,5%	-11,5%	50,0%	30,3%	11,7%	-6,7%	-0,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Marża brutto na sprzedaży	22,2%	27,8%	26,5%	24,4%	28,8%	27,8%	29,7%	29,7%	29,6%	29,6%	29,5%	29,5%	29,5%
Marża EBITDA	21,5%	26,2%	26,8%	22,6%	27,3%	26,4%	28,5%	28,5%	28,4%	28,4%	28,4%	28,4%	28,3%
Marża EBIT	20,3%	24,8%	25,7%	21,9%	26,5%	25,5%	27,4%	27,4%	27,3%	27,3%	27,3%	27,2%	27,2%
Marża brutto	14,5%	16,1%	18,3%	16,9%	20,3%	19,6%	21,3%	21,7%	22,0%	22,4%	22,8%	23,2%	23,6%
Marża netto	11,7%	12,9%	14,7%	13,8%	16,4%	15,8%	17,2%	17,5%	17,8%	18,2%	18,5%	18,8%	19,1%
ROE	6,9%	5,9%	8,5%	9,8%	10,1%	8,9%	8,3%	8,1%	7,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,1%
ROA	3,3%	2,3%	3,3%	4,1%	4,6%	4,2%	4,2%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%
Dług	256,8	407,2	418,1	384,5	346,6	338,1	314,5	285,8	262,2	238,5	214,0	185,8	159,0
D/(D+E)	42,1%	52,3%	51,2%	44,6%	40,4%	39,4%	36,6%	33,6%	30,7%	27,8%	24,9%	21,6%	18,4%
D/E	72,7%	109,6%	104,9%	80,7%	67,7%	64,9%	57,8%	50,6%	44,3%	38,5%	33,1%	27,5%	22,6%
Odstetki / EBIT	-28,5%	-35,1%	-29,0%	-22,9%	-23,2%	-23,2%	-22,4%	-20,9%	-19,4%	-17,9%	-16,3%	-14,7%	-13,1%
Dług / Kapitał własny	87,8%	133,3%	131,9%	108,0%	90,0%	82,3%	72,1%	61,9%	53,7%	46,4%	39,5%	32,7%	26,6%
Dług netto	236,9	382,8	382,3	340,4	293,7	268,3	246,0	226,2	200,3	173,9	147,4	120,8	93,3
Dług netto / Kapitał własny	81,0%	125,3%	120,6%	95,7%	76,3%	65,3%	56,4%	49,0%	41,1%	33,8%	27,2%	21,2%	15,6%
Dług netto / EBITDA	638,7%	1050,6%	778,6%	591,4%	451,1%	440,2%	410,5%	374,2%	328,6%	282,8%	237,6%	193,1%	147,9%
Dług netto / EBIT	678,5%	1112,3%	811,8%	612,4%	465,2%	455,9%	426,1%	388,7%	341,7%	294,3%	247,5%	201,2%	154,2%
EV	486,9	632,8	632,3	590,4	543,7	518,3	496,0	476,2	450,3	423,9	397,4	370,8	343,3
Dług / EV	52,8%	64,4%	66,1%	65,1%	63,7%	65,2%	63,4%	60,0%	58,2%	56,3%	53,8%	50,1%	46,3%
CAPEX / Przychody	22,3%	1,8%	0,4%	2,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	1765,1%	124,0%	34,7%	363,5%	181,5%	165,5%	143,7%	140,4%	137,6%	135,1%	132,8%	130,9%	129,1%
Amortyzacja / Przychody	1,3%	1,5%	1,1%	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%
Zmiana KO / Przychody	-3,6%	1,6%	-3,5%	0,8%	8,1%	0,4%	-0,9%	-2,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-136,4%	-6,7%	-14,7%	2,9%	-121,9%	-11,2%	9,4%	-245,3%	28,9%	33,9%	16,5%	-1,4%	19,4%
Wskaźniki rynkowe													
MC/S	1,5	1,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1
P/E	12,4	14,0	9,3	7,2	6,4	6,9	6,9	6,7	6,5	6,4	6,2	6,0	5,9
P/BV	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4
P/CE	6,2	5,9	4,3	3,2	2,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,3	2,3
EV/EBITDA	13,1	17,4	12,9	10,3	8,4	8,5	8,3	7,9	7,4	6,9	6,4	5,9	5,4
EV/EBIT	13,9	18,4	13,4	10,6	8,6	8,8	8,6	8,2	7,7	7,2	6,7	6,2	5,7
EV/S	2,8	4,6	3,5	2,3	2,3	2,2	2,4	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
BVPS	29,2	30,5	31,7	35,6	38,5	41,1	43,6	46,2	48,8	51,4	54,1	56,9	59,7
EPS	2,0	1,8	2,7	3,5	3,9	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,3
CEPS	4,0	4,2	5,9	7,9	9,2	10,6	10,5	9,7	10,0	10,4	10,7	10,6	10,8
DPS	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,41	1,48
Payout ratio	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,4%	5,6%	5,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., obliczenia przy cenie rynkowej 25,0 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**

Zastępca Dyrektora Wydziału  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 20-81-432  
e-mail: pado@bdm.pl

materiały budowlane, budownictwo, paliwa

**Krzysztof Brymora**

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

chemia, przemysł drzewny

**Adrian Górniak**

tel. (032) 20-81-438  
e-mail: adrian.gorniak@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 Zielirski**

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	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25,0	59 689
kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016		21,8	48 618
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 2Q'17**

Kupuj	3	27%
Akumuluj	4	36%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	3	27%
Sprzedaj	1	9%

**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

**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).

**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.

**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.

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 uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej 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 18.05.2017 roku (13:28 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.05.2017 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 niedokładne, 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 18.05.2017 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 wynagrodzenie 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.