



Dom Maklerski BDM S.A.

PA NOVA

RAPORT ANALITYCZNY

Tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji z maja, okres 2Q'17 przyniósł lepsze rezultaty spółki w ujęciu r/r, co przełożyło się na poprawę sentymentu do walorów dewelopera. Liczymy, że także w kolejnych kwartałach PA Nova będzie prezentować wzrostową ścieżkę wynikową. W ujęciu całorocznym w '17 spodziewamy się odpowiednio 57 mln PLN/35 mln PLN oczyszczonych EBITDA oraz zysku netto. Z optymizmem patrzymy również na perspektywę w '18, w którym już od początku roku należy oczekiwać rozliczeń w obszarze generalnego wykonawstwa. Zwracamy przy okazji uwagę na rozliczenia kontraktów na rynkach niemieckim oraz czeskim, które w naszej ocenie stanowią dużą szansę dla segmentu budowlanego grupy. Zarząd spółki w ostatnich wywiadach wskazał również na możliwość sprzedaży jednej z dużych galerii z portfolio (w poprzednim raporcie analitycznym pisaliśmy o rozpoczęciu współpracy z CBRE). Uważamy, że byłby to bardzo dobry ruch, który z jednej strony „urealniałby” postrzeganie wartości posiadanych inwestycji, a z drugiej mógłby się przełożyć na skokowy wzrost wypłacanej dywidendy (po zaspokojeniu potrzeb inwestycyjnych). Podsumowując, walory PA Nova uważamy za ciekawą okazję inwestycyjną i podtrzymujemy zalecenie Kupuj, ustalając jednocześnie cenę docelową na poziomie 37,5 PLN/akcję.

Według naszych założeń kolejne kwartały powinny przynieść dalszą poprawę wyników finansowych grupy. Szacujemy, że w 3Q'17 spółka zaraportuje 57 mln PLN przychodów oraz 17,6 mln PLN EBITDA (+69% r/r; spodziewany mocny wzrost w części budowlanej z racji rozliczenia kontraktu dla Ikei). Na poziomie zysku netto oczekujemy 15,0 mln PLN (uwzględniamy 3,7 mln PLN zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku, o czym informowano w raporcie bieżącym z 5 września). W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że PA Nova osiągnie 218,2 mln PLN przychodów (wzrost względem '16 głównie dzięki obszarowi budowlanemu), ok. 56,9 mln PLN EBITDA (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe daje to przyrost o ponad 28% r/r) i 38,6 mln PLN raportowanego wyniku netto. Liczymy także, że rezultaty PA Nova w '18 okażą się jeszcze lepsze, w znacznej mierze dzięki rozbudowanemu portfelowi zleceń w generalnym wykonawstwie i przekazywanym lokalom z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w Bad Staffelstein). Podsumowując, w '18 spodziewamy się 263,7 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

Po dłuższym okresie słabszych wyników w obszarze generalnego wykonawstwa, 2Q'17 przyniósł wyraźną poprawę rezultatów (ok. 3,9 mln PLN zysku segmentu po uwzględnieniu kosztów finansowych). Oczekujemy, że także kolejne kwartały przyniosą wzrostową ścieżkę wynikową. W 2H'17 rozliczane będą m.in. kontrakty dla Ikei, Kauflanda czy Globusa (wcześniej uwzględnialiśmy także rozliczenie umowy z PKP na rewitalizację dworca w Sosnowcu-Maczkach). Podsumowując '17, estymujemy, że dywidza osiągnie 137 mln PLN przychodów i 11,3 mln PLN zysku. Pozytywnie zapatrujemy się także na przyszły rok. Posiadany backlog prezentuje się okazale i liczymy na rozliczenie 6-7 dużych kontraktów, w tym 2 części zamówienia dla Budnera, rozbudowy zakładu dla Dr Schumachera czy dla sieci Globus w Czechach (uważamy że spółka ma szansę na pozyskanie kolejnych zamówień na tym rynku jeszcze w '18).

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody [mln PLN] | 172,2 | 138,9 | 182,9 | 218,2 | 263,7 | 255,4 |
| EBITDA adj. [mln PLN]* | 34,0 | 35,8 | 44,3 | 56,9 | 65,1 | 63,2 |
| EBITDA [mln PLN] | 37,1 | 36,4 | 49,1 | 56,9 | 65,1 | 63,2 |
| EBIT adj. [mln PLN]* | 31,8 | 33,8 | 42,3 | 54,9 | 63,1 | 61,2 |
| Wynik netto adj. [mln PLN]* | 17,7 | 17,4 | 23,0 | 34,9 | 39,4 | 38,3 |
| P/BV | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 |
| P/E adj.* | 13,9 | 14,2 | 10,7 | 7,1 | 6,3 | 6,4 |
| EV/EBITDA adj.* | 14,2 | 17,6 | 14,3 | 10,7 | 8,6 | 8,4 |
| EV/EBIT adj.* | 15,2 | 18,6 | 15,0 | 11,1 | 8,9 | 8,7 |
| 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 sprzedaży obiektu w Wilkowicach w 2Q'16 i 3.7 mln PLN zwrotu podatku w 3Q'17

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 37,5 PLN

05 PAŹDZIERNIK 2017, 10:41 CEST

| | |
|-------------------------------|--------|
| Wycena końcowa [PLN] | 37,5 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | +52,1% |
| Koszt kapitału | 9,0% |
| Cena rynkowa [PLN] | 24,7 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 247,0 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 10,0 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 26,2 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 21,5 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | +0,8% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -0,7% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | +1,2% |
| Akcjonariat (% głosów): | |
| Budoprojekt | 34,3% |
| Ewa Bobkowska | 9,3% |
| Metlife OFE | 8,1% |
| Stanisław Lessaer | 7,6% |
| PKO OFE | 6,9% |
| Maciej Bobkowski | 6,6% |
| Aviva OFE | 5,3% |
| Pozostali | 22,0% |

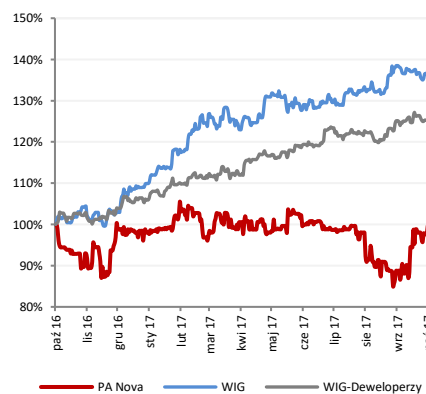
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Niniejszy raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

SPIS TREŚCI:

| | |
|--|----|
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 3 |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ SOTP | 4 |
| WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ | 6 |
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA..... | 8 |
| WYNIKI ZA 2Q'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) i środki ze zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku dochodowego. 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 **375,0 mln PLN, czyli 37,5 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

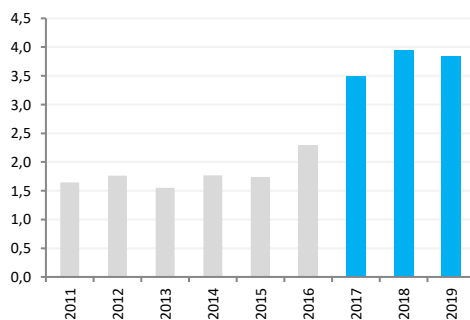
| | | mln PLN | PLN/akcję |
|--------------------------|----------------------------------|--------------|-------------|
| A | Wycena SOTP | 375,0 | 37,5 |
| A1 | Wycena segmentu budowlanego | 65,2 | 6,5 |
| A2 | NAV nieruchomości komercyjnych | 306,1 | 30,6 |
| A3 | Zwrot nadpłaconego podatku doch. | 3,71 | 0,4 |
| B | Wycena porównawcza | 385,1 | 38,5 |
| C = (A*100%+B*0%) | Wycena końcowa | 375,0 | 37,5 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

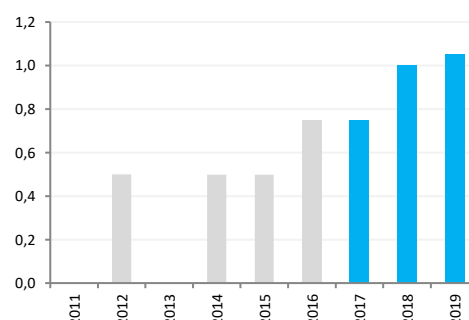
Według naszych założeń kolejne kwartały powinny przynieść dalszą poprawę wyników finansowych grupy. Szacujemy, że w 3Q'17 spółka zaraportuje 57 mln PLN przychodów oraz 17,6 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto oczekujemy 15,0 mln PLN (uwzględniamy 3,7 mln PLN zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku, o czym informowano w raporcie bieżącym 5 września). W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że PA Nova osiągnie 218,2 mln PLN przychodów (wzrost względem '16 głównie dzięki obszarowi budowlanemu), ok. 56,9 mln PLN EBITDA (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe daje to przyrost o ponad 28% r/r) i 38,6 mln PLN raportowanego wyniku netto. Liczymy, że rezultaty PA Nova w '18 okażą się jeszcze lepsze, w znacznej mierze dzięki rozbudowanemu portfelowi zleceń w generalnym wykonawstwie i przekazywanym lokalom z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w Bad Staffelstein). Podsumowując, w '18 spodziewamy się 263,7 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

Pomimo ostatniego wzrostu kursu akcji PA Nova, walory grupy były jednym z gorzej zachowujących się podmiotów z obszaru deweloperskiego w perspektywie roku. Oczekujemy jednak, że spodziewana przez nas poprawa ścieżki wynikowej (zapoczątkowana w 2Q'17) przełoży się na poprawę sentymentu do spółki. W bieżącym raporcie zwracamy uwagę na perspektywiczny backlog w segmencie generalnego wykonawstwa, który w kolejnych okresach powinien dodatnio wpływać na ścieżkę wynikową. In plus oceniamy wejście PA Nova na rynki niemiecki i czeski, co w naszej opinii stwarza pole do „wskoczenia” na większą skalę biznesu i utrzymanie marż. Zwracamy też uwagę na ostatnie wypowiedzi prezes spółki dot. możliwej sprzedaży jednej z galerii handlowych w najbliższych miesiącach (w poprzedniej rekomendacji pisaliśmy m.in. o nawiązaniu współpracy z CBRE), co mogłoby „urealnić” postrzeganie wartości posiadanych aktywów i przełożyć się na skokowy wzrost dywidendy. Mając na względzie wymienione czynniki, utrzymujemy zalecenie Kupuj dla watorów dewelopera, wyznaczając cenę docelową na poziomie 37,5 PLN/akcję.

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 **375,0 mln PLN, czyli 37,5 PLN/akcję**.

Wycena spółki metodą SOTP [PLN]

| | Rodzaj aktywów | Wartość | Komentarz |
|------------------------------|--|--------------|--|
| A=(A1+A2+A3+A4+A5-A6) | Segment wynajmu | 306,1 | |
| A1 | Projekty ukończone [mln PLN] | 646,7 | Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli |
| A2 | Projekty w toku [mln PLN] | 7,6 | Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli |
| A3 | Pozostałe nieruchomości [mln PLN] | 26,2 | Wartość bilansowa z dyskontem |
| A4 | Inwestycje krótkoterminowe (gotówka) [mln PLN] | 23,4 | Wartość bilansowa na koniec 2Q'17 (skor. o 7,5 mln PLN dywidendy wypłaconej w 3Q'17) |
| A5 | Dług % segmentu (kredyty) [mln PLN] | 397,7 | Wartość bilansowa na koniec 2Q'17 |
| B | Pozostała działalność (budowlana, projektowa, IT) | 65,19 | Metoda P/E = 9,0x na lata 2017-18 |
| C | Zwrot nadpłaconego podatku | 3,71 | Wartość wg raportu bieżącego z 05.09.17 |
| C=A+B | Wycena SOTP | 375,0 | |

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 (zapowiadanych inwestycji w Jaworznie i Sosnowcu nie bierzemy pod uwagę ze względu na zbyt małą liczbę danych).
- Po publikacji wyników przez Bobkowska wskazała, że w perspektywie kolejnych miesięcy realna jest sprzedaż jednej z galerii handlowych. Prezes zaznaczyła, że pozyskane środki będą wykorzystane na potencjalne inwestycje i na spłatę zadłużenia. Liczymy, że część gotówki mogłaby zostać przeznaczona na zwiększenie wypłaconej 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.
- 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.

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 | 16,6 | 7,5% | 246,4 | 237,6 | 229,4 | 221,7 | 214,6 | 207,9 | 201,6 |
| Miodowa | Galeria | 11,0 | 10,3 | 3,7 | 8,5% | 48,1 | 46,6 | 45,2 | 43,9 | 42,6 | 41,4 | 40,3 |
| Sanowa | Galeria | 22,0 | 15,0 | 11,6 | 8,0% | 160,3 | 155,0 | 150,0 | 145,3 | 140,9 | 136,7 | 132,8 |
| Odrzańskie Ogrody | Galeria | 22,0 | 16,2 | 12,3 | 8,3% | 164,3 | 159,0 | 154,0 | 149,4 | 145,0 | 140,8 | 136,9 |
| P.H. Myszków | Park handlowy | 1,9 | 10,2 | 0,7 | 9,5% | 8,1 | 7,9 | 7,7 | 7,5 | 7,3 | 7,1 | 6,9 |
| P.H. Racibórz | Park handlowy | 1,4 | 7,1 | 0,4 | 9,3% | 4,2 | 4,1 | 4,0 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | 3,6 |
| 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 | 1,5 | 8,5% | 18,9 | 18,4 | 17,8 | 17,3 | 16,8 | 16,3 | 15,9 |
| Siechnice | Magazyn | 2,5 | 4,5 | 0,4 | 8,5% | 5,1 | 5,0 | 4,8 | 4,7 | 4,5 | 4,4 | 4,3 |
| Rzeszów | Magazyn | 2,5 | 7,0 | 0,6 | 8,5% | 8,2 | 8,0 | 7,7 | 7,5 | 7,3 | 7,1 | 6,9 |
| Sosnowiec | Park handlowy | 2,7 | 13,0 | 1,3 | 9,3% | 15,0 | 14,6 | 14,2 | 13,8 | 13,5 | 13,1 | 12,8 |
| Suma/średnia | | 115,8 | 10,0 | 52,1 | 8,2% | 713,4 | 689,7 | 667,5 | 646,7 | 627,2 | 608,8 | 591,4 |

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] |
|---------------------|---------------|---------------|-------------------------|---------------|-------------|--------------|----------------------------|--------------------|--|
| Kłodzko | Park handlowy | 3,0 | 10,0 | 1,5 | 9,25% | 15,9 | 8,0 | 7,9 | 7,6 |
| Suma/średnia | | 3,0 | 10,0 | 1,5 | 9,3% | 15,9 | 8,0 | 7,9 | 7,6 |

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 | - | 6,6 | 5,3 |
| Razem | | 32,7 | 26,2 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| Czynsz średnioważony [EUR/mkw] | 12,8 | ZMIANA | Yield | | | | |
|--------------------------------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | -1,0% | -0,5% | 8,1% | 0,5% | 1,0% |
| | | | | | 0,0% | | |
| | | -10% | 664,5 | 620,5 | 582,0 | 548,0 | 517,8 |
| | | -5% | 701,4 | 655,0 | 614,4 | 578,5 | 546,5 |
| | | 0% | 738,3 | 689,5 | 646,7 | 608,9 | 575,3 |
| | | 5% | 775,3 | 724,0 | 679,0 | 639,3 | 604,0 |
| | | 10% | 812,2 | 758,4 | 711,4 | 669,8 | 632,8 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza wrażliwości na zmianę kursu EUR/PLN

| | MV istniejącego portfolio [mln PLN] |
|---------------------|-------------------------------------|
| -7,5% | 600,8 |
| -5,0% | 616,1 |
| -2,5% | 631,4 |
| Kurs bazowy* | 646,7 |
| 2,5% | 662,0 |
| 5,0% | 677,3 |
| 7,5% | 692,6 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; kurs bazowy dla EUR/PLN = 4,30

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 (utrzymujemy jego poziom względem poprzedniej rekomendacji; mediana dla branży budowlanej na lata 2017-18 wynosi odpowiednio 13,2-12,1x). Na krajowym rynku grupa informowała o dużych kontraktach dla Ikei (wartość 65-66 mln PLN), Kauflanda (19,9 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 oraz pierwsze zamówienie w Czechach dla sieci Globus, co powinno mieć pozytywne przełożenie na realizowane marże. Szacujemy, że w latach 2017-18 wynik netto omawianych obszarów działalności wyniesie odpowiednio 4,8-9,7 mln PLN. **Tym samym implikowana wartość tych segmentów w modelu wynosi ok. 65,2 mln PLN, czyli 6,52 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% (rentowność brutto).

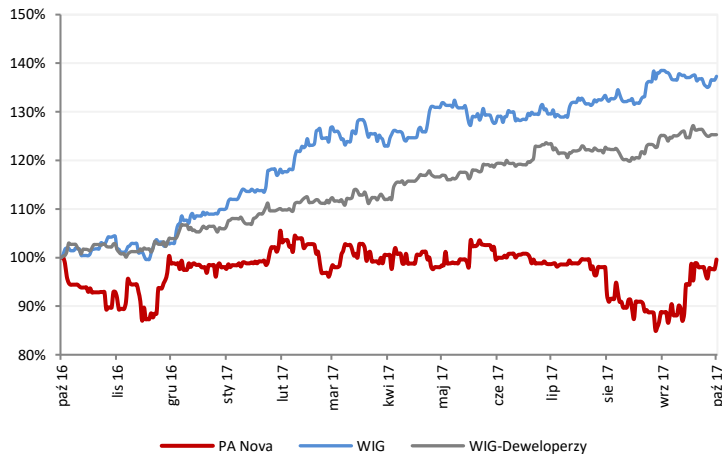
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

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 blisko 25%-owym dyskontem względem podmiotów krajowych. Wycena PA Nova metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **38,5 PLN**, czyli o 54% 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.**

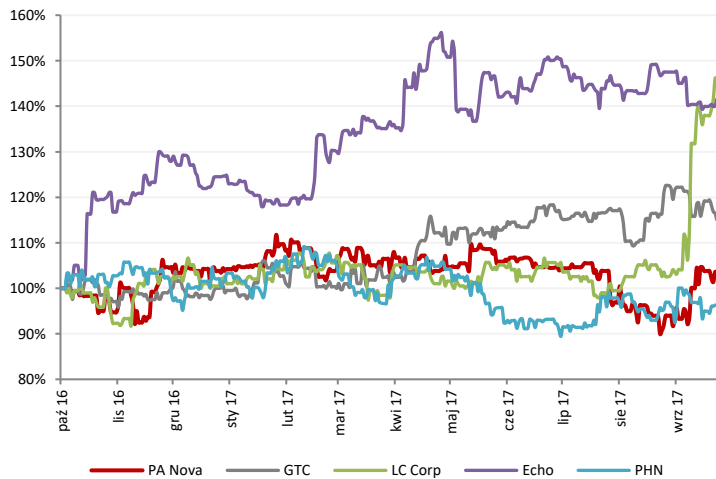
Wycena porównawcza PA Nova

| | P/E | | P/BV | |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2017P | 2018P | 2017P | 2018P |
| Echo | 9,8 | 7,9 | 1,5 | 1,5 |
| LC Corp | 9,2 | 5,5 | 0,8 | 0,7 |
| GTC | 6,9 | 9,7 | 1,2 | 1,1 |
| Unibail-Rodamco | 17,1 | 16,2 | 1,1 | 1,0 |
| CA Immobilien | 19,5 | 19,3 | 1,0 | 1,0 |
| Deutsche Euroshop | 12,5 | 11,3 | 0,9 | 0,8 |
| Castellum | 13,7 | 13,6 | 1,1 | 1,1 |
| Hammerson | 17,5 | 16,6 | 0,7 | 0,7 |
| Atrium European RE | 12,0 | 11,7 | 0,8 | 0,8 |
| Kleppiere | 13,5 | 12,9 | 0,9 | 0,9 |
| Mediana | 13,0 | 12,3 | 0,9 | 0,9 |
| PA Nova | 6,4 | 6,3 | 0,7 | 0,6 |
| Premia/dyskonto | -50,9% | -49,2% | -25,5% | -28,8% |
| Wycena wg wskaźnika | 50,2 | 48,5 | 33,1 | 34,6 |
| Waga roku | 50% | 50% | 50% | 50% |
| Wycena wg wskaźników | 49,4 | | 33,9 | |
| Waga wskaźnika | 30% | | 70% | |
| Wycena 1 akcji [PLN] | 38,5 | | | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs PA Nova na tle WIG i indeksu branżowego


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie kursów krajowych deweloperów komercyjnych


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Po publikacji bardzo dobrych wyników za 2Q'17, kurs akcji PA Nova istotnie zyskał. Uważamy, że kolejne okresy także przyniosą wzrosty rezultatów, co powinno przełożyć się na utrzymanie pozytywnego sentymentu do walorów grupy.

W perspektywie ostatniego roku liderami z obszaru deweloperów komercyjnych były Echo oraz LC Corp (efekt sprzedaży pakietu przez głównego udziałowca). W tym czasie walory PA Nova zyskały jedynie 5%, co jest najsłabszym rezultatem wśród podmiotów z branży.

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 budowach skutkują negatywnym odbiorem przez klientów spółki.

WYNIKI ZA 2Q'17

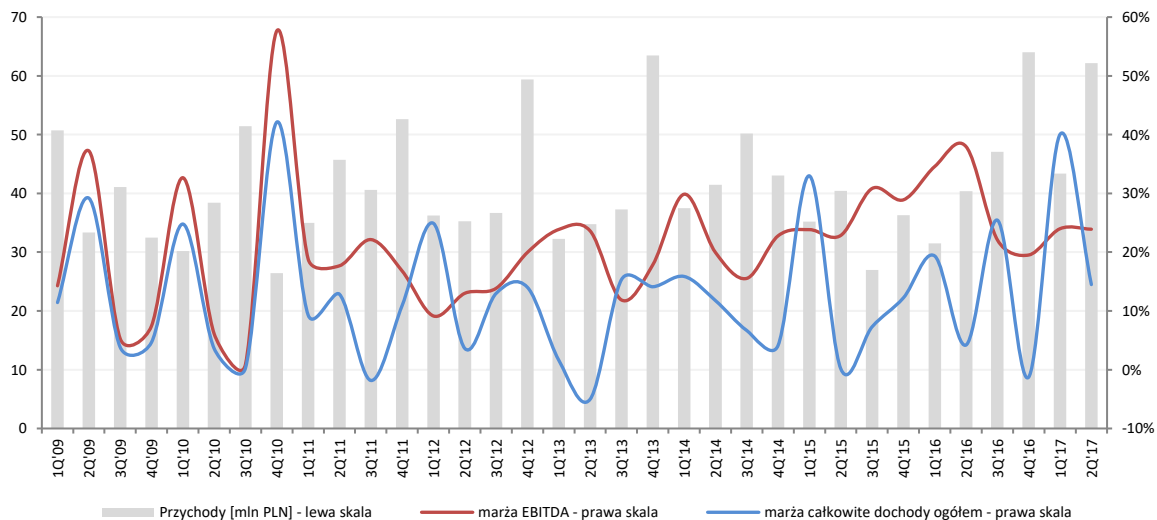
W 2Q'17 przychody PA Nova były istotnie wyższe r/r i wyniosły 62,1 mln PLN, co jest rezultatem znacznie wyższych obrotów w segmencie generalnego wykonawstwa. Wynik brutto ze sprzedaży ukształtował się na poziomie 16,2 mln PLN (rentowność obniżyła się jednak do 26,1%; wpływ zwiększenia udziału segmentu budowlanego). EBITDA grupy wyniosła 14,9 mln PLN, natomiast zysk netto podniósł się do 9,3 mln PLN (+8% r/r). Na koniec kwartału PA Nova posiadała 30,9 mln PLN gotówki, przy zadłużeniu netto w wys. 363,3 mln PLN.

Wyniki skonsolidowane PA NOVA [mln PLN]

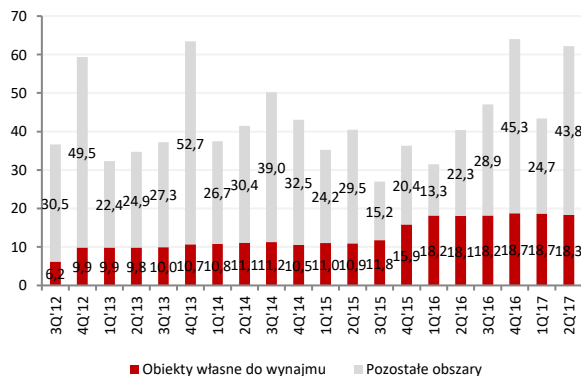
| | 2Q'16 | 2Q'17 | zmiana r/r | 1H'16 | 1H'17 | zmiana r/r |
|-------------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|
| Przychody | 40,4 | 62,1 | 53,9% | 71,9 | 105,5 | 46,8% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 11,7 | 16,2 | 39,1% | 23,1 | 27,6 | 19,4% |
| EBITDA | 15,3 | 14,9 | -3,1% | 26,2 | 25,3 | -3,6% |
| EBITDA adj. | 10,6 | 14,8 | 40,4% | 21,4 | 25,2 | 17,7% |
| EBIT | 14,8 | 14,4 | -3,1% | 25,2 | 24,3 | -3,6% |
| Zysk brutto | 10,7 | 11,9 | 11,2% | 18,1 | 18,9 | 4,2% |
| Zysk netto | 8,6 | 9,3 | 7,8% | 14,7 | 15,2 | 3,1% |
| Inne całkowite dochody/straty | -6,9 | -0,3 | - | -6,9 | 11,2 | - |
| Całkowite dochody netto | 1,7 | 9,0 | 430,6% | 7,8 | 26,4 | 238,7% |
| marża brutto ze sprzedaży | 28,9% | 26,1% | | 32,2% | 26,1% | |
| marża EBITDA | 38,0% | 23,9% | | 36,5% | 23,9% | |
| marża EBIT | 36,7% | 23,1% | | 35,1% | 23,0% | |
| marża netto | 21,3% | 14,9% | | 20,5% | 14,4% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

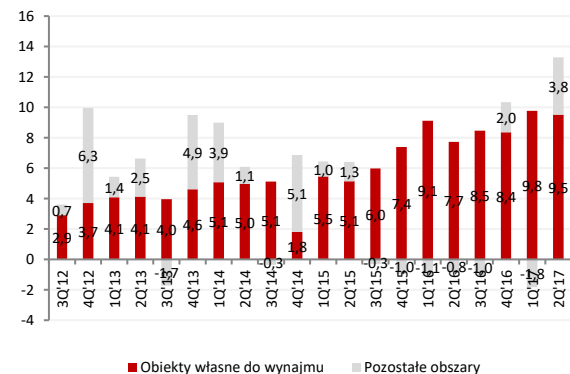
Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



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 13 inwestycji na użytek własny (4 galerie, 6 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. Na stałym, wysokim poziomie utrzymuje się obłożenie w pozostałych dużych obiektach i wynosi obecnie blisko 96% na poziomie grupy (ok. 111 tys. mkw.). W 2Q'17 przychodów ze sprzedaży wyniosły 18,3 mln PLN (+0,2 mln PLN r/r), z kolei NOI było bliskie 11,6 mln PLN. Po uwzględnieniu kosztów finansowych zysk segmentu zwiększył się do 9,5 mln PLN (+1,8 mln PLN r/r).

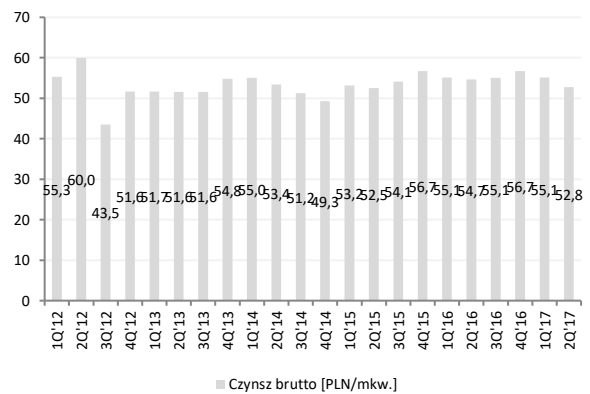
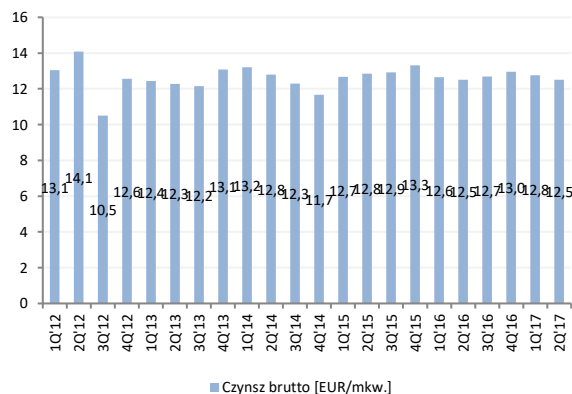
Zwracamy uwagę, że po oddaniu do użytku Galeny powierzchnia użytkowa spółki wzrosła do 115,8 tys. mkw., a średnia stawka najmu brutto wynosi obecnie 52,8 PLN/mkw. Zadłużenie brutto segmentu wyniosło po 2Q'17 ok. 365,4 mln PLN, co daje LtV brutto rzędu 56%. Obecnie PA Nova pracuje nad obiektem w Kłodzku (park handlowy), który ma być oddany do użytku w '18.

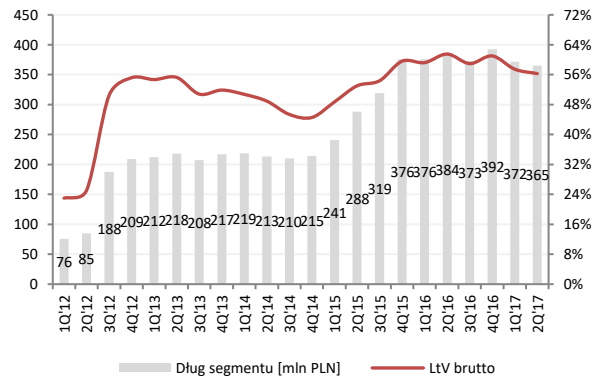
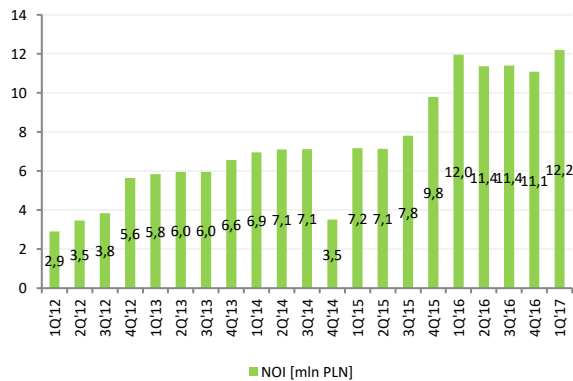
Wyniki segmentu wynajmu [mln PLN]

| | 1Q'15 | 2Q'15 | 3Q'15 | 4Q'15 | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 11,0 | 10,9 | 11,8 | 15,9 | 18,2 | 18,1 | 18,2 | 18,7 | 18,7 | 18,3 |
| Koszty segmentu [mln PLN] | 3,9 | 3,8 | 4,0 | 6,1 | 6,3 | 6,7 | 6,8 | 7,6 | 6,5 | 6,7 |
| NOI [mln PLN] | 7,2 | 7,1 | 7,8 | 9,8 | 12,0 | 11,4 | 11,4 | 11,1 | 12,2 | 11,6 |
| Koszty finansowe netto [mln PLN] | 1,7 | 2,0 | 1,8 | 2,4 | 2,8 | 3,6 | 2,9 | 2,7 | 2,4 | 2,1 |
| 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 | 9,5 |
| Marża segmentu | 64,9% | 65,4% | 66,2% | 61,8% | 65,6% | 62,9% | 62,6% | 59,2% | 65,3% | 63,2% |
| Marża segmentu po kosztach finansowych | 49,5% | 47,2% | 50,6% | 46,6% | 50,1% | 42,8% | 46,6% | 44,7% | 52,3% | 51,9% |
| GLA eop [tys. m2] | 69,2 | 69,2 | 76,1 | 110,1 | 110,1 | 110,1 | 110,1 | 110,1 | 115,8 | 115,8 |
| Czynsz brutto [PLN/m2] | 53,2 | 52,5 | 54,1 | 56,7 | 55,1 | 54,7 | 55,1 | 56,7 | 55,1 | 52,8 |
| Czynsz netto [PLN/m2] | 34,5 | 34,4 | 35,8 | 35,1 | 36,2 | 34,4 | 34,5 | 33,6 | 36,0 | 33,4 |
| Czynsz brutto [EUR/m2] | 12,7 | 12,8 | 12,9 | 13,3 | 12,6 | 12,5 | 12,7 | 13,0 | 12,8 | 12,5 |
| Czynsz netto [EUR/m2] | 8,2 | 8,4 | 8,6 | 8,2 | 8,3 | 7,9 | 7,9 | 7,7 | 8,3 | 7,9 |
| Zobowiązania % segmentu [mln PLN] | 241,0 | 288,3 | 319,1 | 375,7 | 375,9 | 384,2 | 372,7 | 392,3 | 371,6 | 365,4 |
| Nieruchomości inwestycyjne + RZAT segmentu [mln PLN] | 494,7 | 543,8 | 586,9 | 630,2 | 634,7 | 624,5 | 632,1 | 643,0 | 646,7 | 649,1 |
| LtV brutto | 49% | 53% | 54% | 60% | 59% | 62% | 59% | 61% | 57% | 56% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki operacyjne segmentu wynajmu





Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI POZOSTAŁYCH OBSZARÓW DZIAŁALNOŚCI

Rezultaty PA Nova w pozostałych obszarach działalności w 2Q'17 okazały się istotnie lepsze r/r (nawet powyżej naszych oczekiwań z ostatniej rekomendacji). Przychody wyniosły 43,8 mln PLN, co oznacza niemal dwukrotny wzrost r/r; większy realizowany backlog w obszarze generalnego wykonawstwa). Tym samym wynik segmentu uwzględniający koszty finansowe był bliski 3,8 mln PLN (vs strata 0,8 mln PLN przed rokiem). Również w perspektywie kolejnych okresów oczekujemy dalszych rozliczeń w obszarze budowlanym, co powinno przełożyć się 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 | 2Q'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 | 43,8 |
| 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 | 39,5 |
| 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 | 0,5 |
| Wynik pozostałej obszarów [mln PLN] | 4,0 | 1,2 | 0,0 | 5,0 | 1,0 | 1,4 | -0,2 | -1,2 | -1,1 | -0,8 | -1,1 | 2,0 | -1,8 | 3,8 |
| 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% | 10,0% |
| Marża segmentu po kosztach fin. | 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% | 8,7% |
| w tym: | | | | | | | | | | | | | | |
| GW | 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 | 2Q'17 |
| 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 | 41,9 |
| 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 | 37,5 |
| 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 | 0,5 |
| WYNIK | 3,8 | 0,9 | 0,4 | 5,1 | 1,2 | 1,4 | -0,5 | -0,8 | -1,2 | -0,8 | -0,5 | 2,4 | -1,6 | 3,9 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2017 I KOLEJNE OKRESY

Według naszych założeń kolejne kwartały powinny przynieść dalszą poprawę wyników finansowych grupy. Szacujemy, że w 3Q'17 spółka zaraportuje 57 mln PLN przychodów oraz 17,6 mln PLN EBITDA. Na poziomie zysku netto oczekujemy 15,0 mln PLN (uwzględniamy 3,7 mln PLN zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku, o czym informowano w raporcie bieżącym z 5 września). W ujęciu całorocznym przyjmujemy, że PA Nova osiągnie 218,2 mln PLN przychodów (wzrost względem '16 głównie dzięki obszarowi budowlanemu), ok. 56,9 mln PLN EBITDA (po oczyszczeniu o zdarzenia jednorazowe daje to przyrost o ponad 28% r/r) i 38,6 mln PLN raportowanego wyniku netto. Liczymy także, że rezultaty PA Nova w '18 okażą się jeszcze lepsze, w znacznej mierze dzięki rozbudowanemu portfelowi zleceń w generalnym wykonawstwie i przekazywanym lokalom z pierwszego projektu mieszkaniowego w historii grupy (realizowane w Bad Staffelstein; w modelu przyjmujemy cenę PUM w wys. 3,2 tys. EUR/mkw.). Podsumowując, w '18 spodziewamy się 263,7 mln PLN przychodów i 65,1 mln PLN EBITDA.

Po dłuższym okresie słabszych wyników w obszarze generalnego wykonawstwa, 2Q'17 przyniósł wyraźną poprawę rezultatów (ok. 3,9 mln PLN zysku segmentu po uwzględnieniu kosztów finansowych). Oczekujemy, że także kolejne kwartały przyniosą wzrostową ścieżkę wynikową. W 2H'17 rozliczane będą m.in. kontrakty dla Ikea, Kauflanda czy Budnera (wcześniej uwzględnialiśmy także rozliczenie umowy z PKP na rewitalizację dworca w Sosnowcu-Maczkach). Podsumowując '17, estymujemy, że dywizja osiągnie 137 mln PLN przychodów i 11,3 mln PLN zysku. Pozytywnie zapatrujemy się także na przyszły rok. Posiadany backlog prezentuje się okazale i liczymy na rozliczenie 6-7 dużych kontraktów, w tym 2 części zamówienia dla Budnera, rozbudowy zakładu dla Dr Schumachera czy dla sieci Globus w Czechach (uważamy że spółka ma szansę na pozyskanie kolejnych zamówień na tym rynku jeszcze w '18).

W obszarze najmu spodziewamy się dalszej poprawy wyników w odniesieniu r/r. Przyjmujemy, że w 3Q'17 deweloper wypracuje ok. 18,9 mln PLN wpływów od najemców, osiągając jednocześnie 9,9 mln PLN wyniku finansowego. W '17 w wynikach segmentów kontrybuowały będą obiekty, które zostały oddane na przełomie 2016/17 (Sosnowiec, Rzeszów). W budowie znajduje się obecnie obiekt handlowy w Kłodzku. Tym samym łączna powierzchnia handlowa na koniec '17 powinna wynosić ok. 116 tys. mkw. W modelu nie uwzględniamy jeszcze 2 kolejnych mniejszych inwestycji, o których spółka informowała w ostatnim czasie, czyli parki handlowe w Jaworznie (usytuowany przy Galenie; powierzchnia najmu ma wynosić 4 tys. mkw.) oraz w Sosnowcu (docelowo ok. 2 tys. mkw., obiekt ma być oddany do użytku jeszcze w '18). Zwracamy jednocześnie uwagę, że niewykluczona jest sprzedaż części obiektów, które PA Nova posiada w swoim portfolio. Po publikacji wyników prezes Bobkowska powiedziała, że jeszcze w '17 spółka może zbyć jedną z galerii handlowych (wskazywaliśmy na taką możliwość już w poprzednim raporcie, pisząc m.in. o nawiązaniu współpracy z CBRE). Pozyskane w ten sposób środki miałyby być wykorzystane m.in. na nowe inwestycje oraz spłatę zadłużenia. Nie jest jednak wykluczone, że część uwolnionych środków trafiłaby na dywidendę. Uważamy, że możliwa jest także sprzedaż mniejszych parków handlowych oraz obiektów logistycznych.

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.

Prognoza wyników na 3Q'17

| | 3Q'16 | 3Q'17P | zmiana r/r | 1-3Q'16 | 1-3Q'17P | zmiana r/r | 2016 | 2017P | zmiana r/r | 2018P | zmiana r/r |
|---------------------------|-------|--------|------------|---------|----------|------------|-------|-------|------------|-------|------------|
| Przychody | 47,1 | 57,0 | 21,2% | 118,9 | 162,5 | 36,7% | 182,9 | 218,2 | 19,3% | 263,7 | 20,8% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 11,2 | 18,6 | 66,2% | 34,3 | 46,2 | 34,6% | 48,5 | 61,3 | 26,5% | 69,2 | 12,7% |
| EBITDA | 10,4 | 17,6 | 69,0% | 36,6 | 42,8 | 17,0% | 49,1 | 56,9 | 15,9% | 65,1 | 14,4% |
| EBIT | 9,9 | 17,1 | 72,5% | 35,1 | 41,4 | 17,9% | 47,1 | 54,9 | 16,7% | 63,1 | 14,8% |
| Zysk brutto | 6,7 | 13,9 | 108,7% | 24,8 | 32,8 | 32,3% | 33,5 | 43,3 | 29,3% | 48,6 | 12,4% |
| Zysk netto | 5,5 | 15,0 | 173,0% | 20,2 | 30,2 | 49,3% | 26,8 | 38,6 | 44,0% | 39,4 | 2,0% |
| marża brutto ze sprzedaży | 23,8% | 32,7% | | 28,9% | 28,4% | | 26,5% | 28,1% | | 26,2% | |
| marża EBITDA | 22,1% | 30,8% | | 30,8% | 26,4% | | 26,8% | 26,1% | | 24,7% | |
| marża EBIT | 21,0% | 30,0% | | 29,5% | 25,4% | | 25,7% | 25,2% | | 23,9% | |
| marża netto | 11,7% | 26,3% | | 17,0% | 18,6% | | 14,7% | 17,7% | | 14,9% | |

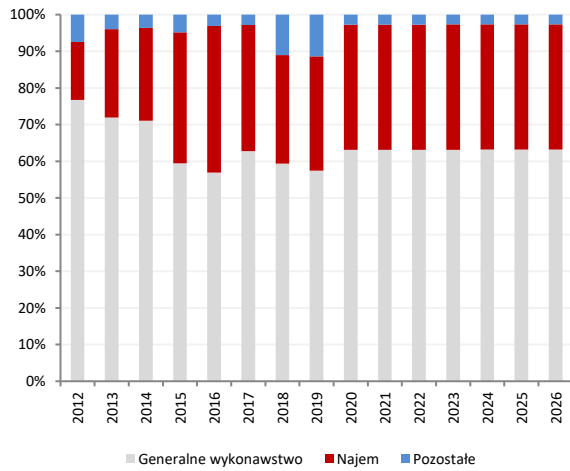
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Założenia do modelu [mln PLN]*

| PA NOVA | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 31,5 | 40,4 | 47,1 | 64,0 | 43,4 | 62,1 | 57,0 | 55,7 | 56,6 | 67,2 | 80,7 | 59,2 | 172,2 | 138,9 | 182,9 | 218,2 | 263,7 | 255,4 | 235,0 |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 11,4 | 11,7 | 11,2 | 14,1 | 11,4 | 16,2 | 18,6 | 15,1 | 14,9 | 15,3 | 21,5 | 17,4 | 38,3 | 38,5 | 48,5 | 61,3 | 69,2 | 67,2 | 65,5 |
| Saldo PPO/PKO | 0,1 | 4,4 | -0,1 | -0,6 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,9 | 0,4 | 3,9 | -0,5 | -0,2 | -0,3 | -0,2 |
| EBITDA | 10,9 | 15,3 | 10,4 | 12,5 | 10,4 | 14,9 | 17,6 | 14,1 | 14,0 | 14,3 | 20,3 | 16,5 | 37,1 | 36,4 | 49,1 | 56,9 | 65,1 | 63,2 | 62,2 |
| EBITDA adj. | 10,9 | 10,6 | 10,4 | 12,5 | 10,4 | 14,8 | 17,6 | 14,1 | 14,0 | 14,3 | 20,3 | 16,5 | 34,0 | 35,8 | 44,3 | 56,9 | 65,1 | 63,2 | 62,2 |
| EBIT | 10,4 | 14,8 | 9,9 | 12,0 | 9,9 | 14,4 | 17,1 | 13,6 | 13,5 | 13,8 | 19,8 | 15,9 | 34,9 | 34,4 | 47,1 | 54,9 | 63,1 | 61,2 | 60,1 |
| Zysk netto** | 6,1 | 8,6 | 5,5 | 6,6 | 5,9 | 9,3 | 15,0 | 8,4 | 7,9 | 8,6 | 13,0 | 9,9 | 20,2 | 17,9 | 26,8 | 38,6 | 39,4 | 38,3 | 38,3 |
| Inne całkowite dochody/straty | 0,0 | -6,9 | 6,5 | -7,4 | 11,5 | -0,3 | -0,8 | -1,7 | -0,7 | -0,8 | -0,7 | -0,6 | -4,3 | 0,2 | -7,9 | 8,7 | -2,7 | 0,0 | 0,0 |
| Całkowite dochody netto | 6,1 | 1,7 | 12,0 | -0,8 | 17,4 | 9,0 | 14,2 | 6,7 | 7,2 | 7,8 | 12,3 | 9,3 | 16,0 | 18,1 | 19,0 | 47,3 | 36,7 | 38,3 | 38,3 |
| marża EBIT | 33,0% | 36,7% | 21,0% | 18,7% | 22,9% | 23,1% | 30,0% | 24,4% | 23,8% | 20,6% | 24,6% | 26,9% | 20,3% | 24,8% | 25,7% | 25,2% | 23,9% | 24,0% | 25,6% |
| marża dochody netto | 19,3% | 4,2% | 25,4% | -1,3% | 40,1% | 14,5% | 24,9% | 12,1% | 12,7% | 11,6% | 15,3% | 15,7% | 9,3% | 13,0% | 10,4% | 21,7% | 13,9% | 15,0% | 16,3% |
| Segment wynajmu | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Przychody | 18,2 | 18,1 | 18,2 | 18,7 | 18,7 | 18,3 | 18,9 | 19,1 | 19,4 | 19,5 | 19,6 | 19,7 | 43,6 | 49,6 | 73,2 | 75,0 | 78,1 | 79,5 | 80,3 |
| NOI | 12,0 | 11,4 | 11,4 | 11,1 | 12,2 | 11,6 | 11,8 | 11,3 | 12,7 | 12,4 | 12,3 | 11,6 | 24,7 | 31,9 | 45,8 | 46,9 | 49,0 | 49,8 | 50,2 |
| Wynik segmentu (z kosztami finansowymi) | 9,1 | 7,7 | 8,5 | 8,4 | 9,8 | 9,5 | 9,9 | 9,4 | 10,2 | 9,8 | 9,7 | 9,2 | 17,0 | 24,0 | 33,7 | 38,7 | 38,9 | 40,3 | 41,3 |
| marża NOI | 65,6% | 62,9% | 62,6% | 59,2% | 65,3% | 63,2% | 62,7% | 59,2% | 65,4% | 63,4% | 62,8% | 59,2% | 56,6% | 64,3% | 62,6% | 62,6% | 62,7% | 62,6% | 62,5% |
| marża segmentu po kosztach finansowych | 50,1% | 42,8% | 46,6% | 44,7% | 52,3% | 51,9% | 52,7% | 49,5% | 52,6% | 50,3% | 49,6% | 46,8% | 38,9% | 48,3% | 46,0% | 51,6% | 49,8% | 50,7% | 51,4% |
| EUR/PLN eop | 4,24 | 4,37 | 4,30 | 4,41 | 4,23 | 4,23 | 4,26 | 4,31 | 4,33 | 4,35 | 4,37 | 4,40 | 4,26 | 4,26 | 4,44 | 4,31 | 4,40 | 4,40 | 4,40 |
| GLA eop [tys. m2] | 110,10 | 110,10 | 110,10 | 110,10 | 115,80 | 115,80 | 115,80 | 115,80 | 118,80 | 118,80 | 118,80 | 118,80 | 69,20 | 99,60 | 110,10 | 115,80 | 118,80 | 118,80 | 118,80 |
| Czynsz brutto [PLN/m2] | 55,1 | 54,7 | 55,1 | 56,7 | 55,1 | 52,8 | 54,4 | 55,0 | 55,1 | 54,7 | 54,9 | 55,2 | 54,1 | 49,0 | 58,2 | 55,3 | 55,5 | 55,7 | 56,3 |
| Czynsz brutto [EUR/m2] | 12,6 | 12,5 | 12,7 | 13,0 | 12,8 | 12,5 | 12,8 | 12,8 | 12,8 | 12,6 | 12,6 | 12,6 | 12,9 | 11,5 | 13,4 | 12,7 | 12,8 | 12,7 | 12,8 |
| Zobowiązania % [mln PLN] | 375,9 | 384,2 | 372,7 | 392,3 | 371,6 | 365,4 | 352,3 | 346,5 | 341,2 | 335,5 | 329,7 | 305,8 | 214,5 | 375,7 | 392,3 | 346,5 | 305,8 | 295,2 | 271,4 |
| Nieruchomości inwestycyjne + RZAT [mln PLN] | 634,7 | 624,5 | 632,1 | 643,0 | 646,7 | 649,1 | 649,5 | 649,8 | 650,2 | 650,7 | 651,4 | 651,8 | 481,3 | 630,2 | 643,0 | 649,8 | 651,8 | 653,6 | 654,9 |
| Zobowiązania % / aktywa segmentu | 59,2% | 61,5% | 59,0% | 61,0% | 57,5% | 56,3% | 54,2% | 53,3% | 52,5% | 51,6% | 50,6% | 46,9% | 44,6% | 59,6% | 61,0% | 53,3% | 46,9% | 45,2% | 41,4% |
| Pozostałe obszary | 1Q'16 | 2Q'16 | 3Q'16 | 4Q'16 | 1Q'17 | 2Q'17 | 3Q'17 | 4Q'17 | 1Q'18 | 2Q'18 | 3Q'18 | 4Q'18 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Przychody | 13,3 | 22,3 | 28,9 | 45,3 | 24,7 | 43,8 | 38,1 | 36,6 | 37,2 | 47,7 | 61,1 | 39,5 | 128,6 | 89,3 | 109,7 | 143,2 | 185,5 | 175,9 | 154,7 |
| Wynik segmentu (z kosztami finansowymi) | -1,1 | -0,8 | -1,0 | 2,0 | -1,8 | 3,8 | 6,0 | 3,1 | 1,3 | 2,1 | 8,3 | 5,0 | 9,8 | 1,0 | -1,0 | 11,1 | 16,6 | 13,8 | 11,9 |
| marża segmentu po kosztach finansowych | -8% | -4% | -4% | 4% | -7% | 9% | 16% | 8% | 3% | 4% | 14% | 13% | 8% | 1% | -1% | 8% | 9% | 8% | 8% |

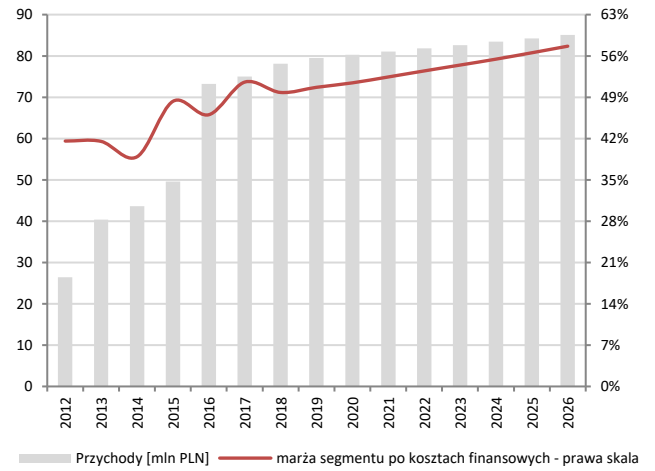
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w 2Q'16 doszło do sprzedaży obiektu w Wilkowicach, co wygenerowało 4,8 mln PLN zysku; **w 3Q'17 uwzględniamy ok. 3,7 mln PLN zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku (spółka informowała o tym w raporcie bieżącym w dn. 5 września br.)

Prognoza struktury przychodów w podziale na segmenty



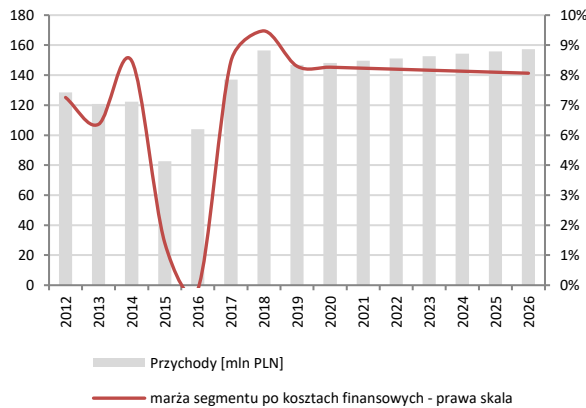
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów z tyt. najmu w latach 2012-2026



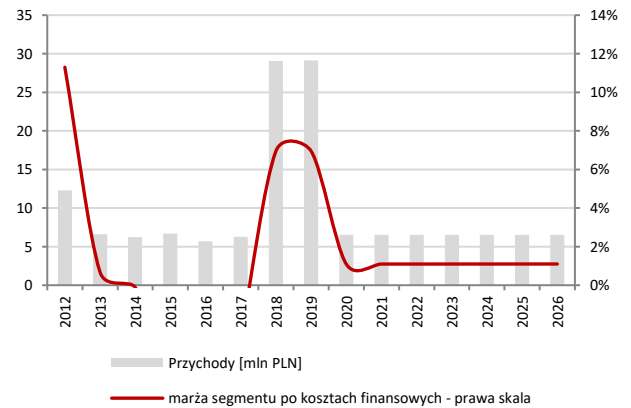
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów segmentu budowlanego w latach 2012-2026



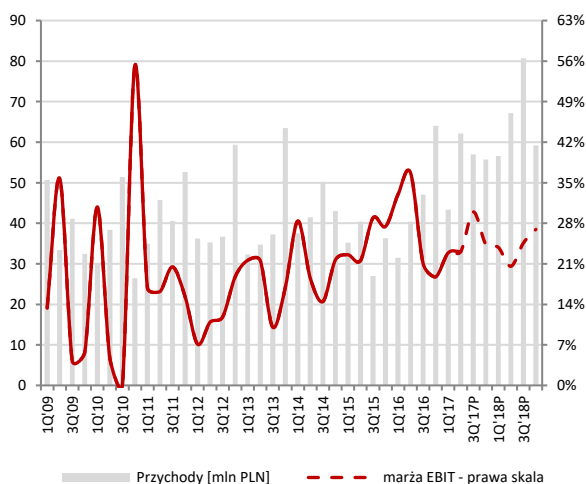
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs koszty pozostałych obszarów [mln PLN]



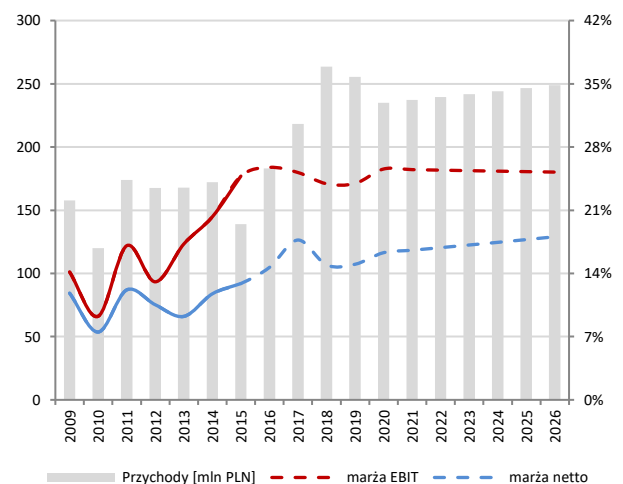
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

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 56,9 mln PLN (i 65,1 mln PLN w '18), a wynik netto może być bliski 38,6 mln PLN (oraz 39,3 mln PLN w '18; dla '17 uwzględniamy 3,7 mln PLN zwrotu z tyt. nadpłaconego podatku).

Zmiany w założeniach w porównaniu z raportem z maja '17 [mln PLN]

| | 2017 stara | 2017 nowa | zmiana r/r | 2018 stara | 2018 nowa | zmiana r/r |
|---------------------------|------------|-----------|------------|------------|-----------|------------|
| Przychody ze sprzedaży | 254,2 | 218,2 | -14,1% | 238,4 | 263,7 | 10,6% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 61,9 | 61,3 | -0,9% | 68,6 | 69,2 | 0,8% |
| EBITDA | 57,6 | 56,9 | -1,2% | 65,1 | 65,1 | 0,0% |
| EBIT | 55,6 | 54,9 | -1,2% | 63,1 | 63,1 | 0,0% |
| Wynik netto | 35,0 | 38,6 | 10,4% | 39,0 | 39,4 | 1,0% |
| marża brutto | 24,4% | 28,1% | | 28,8% | 26,2% | |
| marża EBITDA | 22,7% | 26,1% | | 27,3% | 24,7% | |
| marża EBIT | 21,9% | 25,2% | | 26,5% | 23,9% | |
| marża netto | 13,8% | 17,7% | | 16,4% | 14,9% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

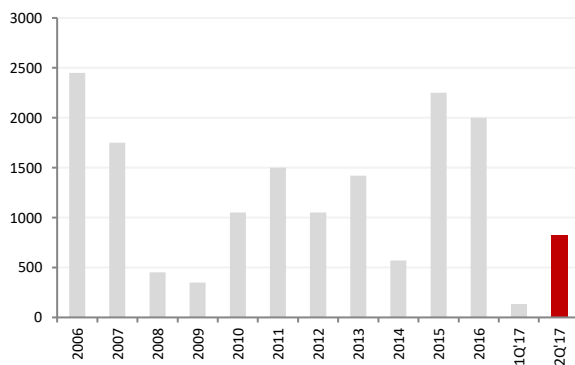
OTOCZENIE RYNKOWE

Dobrą sytuację makroekonomiczną potwierdzają dane GUS (niskie bezrobocie, silny wzrost PKB, przyspieszenie produkcji przemysłowej), co z kolei przekłada się na rynek nieruchomości. W segmencie handlowym podaż powierzchni w 2Q'17 utrzymała się na poziomie zbliżonym do początku roku. W zakończonym kwartale powierzchnia zwiększyła się o 26,3 tys. mkw., na co złożyło się otwarcie trzech nowych obiektów oraz rozbudowa jednej inwestycji. W perspektywie całego roku specjaliści z JLL oczekują jednak bardzo silnego przyspieszenia podaży i szacują, że w 2H'17 na rynek trafi ponad 372 tys. mkw. 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 700 tys. mkw., z czego na główne aglomeracje przypadło 74% budowanych inwestycji. Największymi projektami, które mają zostać uruchomione w bieżącym roku, będą: Galeria Północna (64 tys. mkw.), Wrocławia (64 tys. mkw.) i Serenada (41,3 tys. mkw.). Całkowita podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w kraju po 2Q'17 wyniosła 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 outlety 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 i w kolejnych okresach poziomy te mają się dalej utrzymywać. 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%.

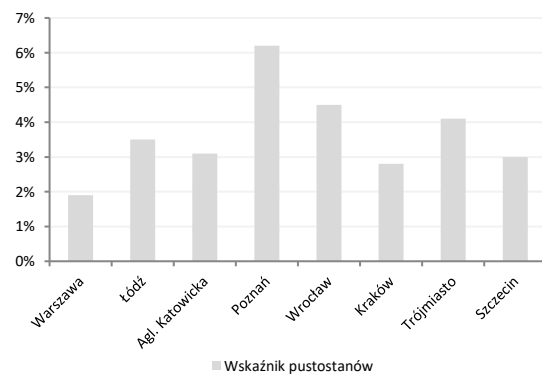
W 2Q'17 doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 825 mln EUR, co stanowi ok. 92% ubiegłorocznych rezultatów (w całym '16 zawarto transakcje na ok. 2,0 mld EUR). Zdaniem analityków JLL poziom aktywności na rynku jest wciąż bardzo wysoki, co idzie w parze z dużym zainteresowaniem funduszy. Oczekuje się, że zawierane obecnie przedwstępne umowy będą finalizowane jeszcze w '17. Z rodzimych inwestorów bardzo aktywne jest Echo Polska Properties, które nabyło portfela Quadro (kwota ok. 166 mln EUR; zakup od Blackstone), C.H. Zakopianka (kwota ok. 53 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

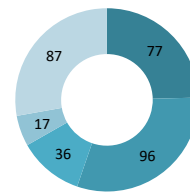
W poprzednich latach rynek spożywczy rozwijał się dzięki ekspansywnej polityce sieci dyskontowych, którzy są głównymi klientami PA Nova. Zauważalne jest szybkie tempo wzrostu sklepów typu convenience (Żabka, Carrefour Express, Odidio), oraz mniejszy przyrost obiektów wielko powierzchniowych (np. Biedronka 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

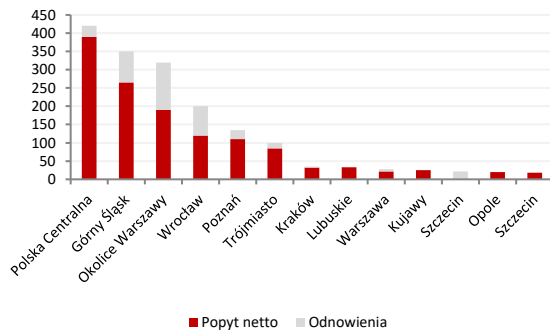


■ Auchan (+Real) ■ Carrefour ■ Kaufland ■ E. Leclerc ■ Tesco

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

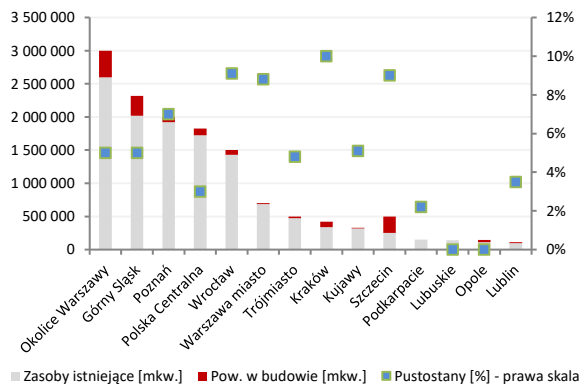
PA Nova coraz śmielej wchodzi w segment magazynowy, który ma zastępować powoli kontrakty dla sieci handlowych. Rynek logistyczny w Polsce znajduje się obecnie w fazie dynamicznego rozwoju. Rok '17 rozpoczął się od bardzo wysokiego popytu, który wyniósł aż 855 tys. mkw. w 1Q'17 i 864 tys. mkw. w 2Q'17. Zdaniem analityków JLL nadchodzące kwartały mogą przelożyć się na rekordowy wynik roczny. Zwracają oni jednocześnie uwagę, że blisko 56% ww. wyniku było rezultatem transakcji z Panattoni. Popyt netto odpowiadał za 76% wynajętej powierzchni. Największy udział miały branże: handel (w tym e-commerce; umowy stanowiły ponad 34% ogółu) logistyka i lekka produkcja. Deweloperzy magazynowi byli najbardziej aktywni w regionie okolic Warszawy (48 tys. mkw.), Trójmiasta, Krakowa i Poznania. Co ciekawe cała powierzchnia, którą wynajęto Panattoni zostało zbudowane w formule BTS (umowy z Castorama i OBI). Na koniec 2Q'17 zasoby powierzchni magazynowej wyniosły 11,9 mln mkw., co oznacza, że Polska zajmuje obecnie 8 miejsce wśród krajów UE. Do użytku oddano niemal 180 tys. mkw. (w 1H;17 ok. 715 tys. mkw.) i gros tej liczby przypadało na Centralną Polskę, Poznań i Śląsk. W budowie znajduje się obecnie 1,66 mln mkw. (poziom z 2Q'17; na Panattoni przypada aż 55%), dlatego też JLL prognozuje, że '17 może być rekordowy pod względem dostarczenia nowej powierzchni. Warto zauważyć, że tylko 24% powierzchni powstaje spekulacyjnie. Cały czas struktura rynku pozostaje niemal bez zmian: prawie 58% rynku jest w posiadaniu 5 największych graczy (lub ich partnerów JV). Są to Prologis, Segro, Panattoni, Logicor i Goodman. Na koniec 2Q'17 poziom pustostanów spadł Q/Q o 0,6 p.p. do 5,8%. 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). Analitycy JLL wskazują jednak, że pojawia się już niewielka presja na zwiększanie wysokości stawek czynszów.

Popyt wg regionów w 1H'17



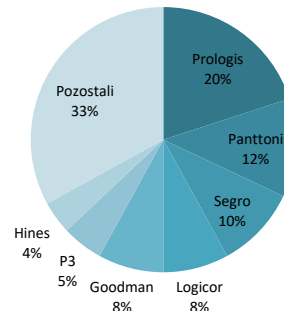
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Powierzchnia i pustostany wg regionów



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Zasoby powierzchni magazynowej na koniec 2Q'17



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Największe transakcje w 2Q'17

| Najemca | Lokalizacja | Deweloper | Typ umowy | Powierzchnia [tys. mkw.] |
|--------------|-------------|-----------|------------|--------------------------|
| Castorama | Stryków | Panattoni | Nowa umowa | 101,7 |
| Kuehne&Nagel | Piotrow | P3 | Nowa umowa | 55,8 |
| OBI | Łódź | Panattoni | Nowa umowa | 50,7 |

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 |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Aktywa trwałe | 535,7 | 706,8 | 722,9 | 743,5 | 745,5 | 747,2 | 748,6 | 749,9 | 751,1 | 752,3 | 753,4 | 754,5 | 755,5 |
| 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 | 25,3 | 27,3 | 29,1 | 30,4 | 31,7 | 32,9 | 34,1 | 35,2 | 36,3 | 37,3 |
| 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 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 | 693,3 |
| Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 12,6 | 17,8 | 17,9 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 | 14,6 |
| Aktywa obrotowe | 74,4 | 72,1 | 93,9 | 98,4 | 114,1 | 107,5 | 108,6 | 107,9 | 113,6 | 116,2 | 121,1 | 122,1 | 125,2 |
| Zapasy | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 15,1 | 15,9 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Należności krótkoterminowe | 34,4 | 38,1 | 48,4 | 48,5 | 51,8 | 43,4 | 43,1 | 43,3 | 43,6 | 44,0 | 44,3 | 44,6 | 45,0 |
| Inwestycje krótkoterminowe | 20,3 | 24,5 | 35,8 | 27,9 | 39,6 | 57,0 | 58,5 | 57,7 | 63,0 | 65,2 | 69,8 | 70,5 | 73,3 |
| -w tym środki pieniężne | 20,0 | 24,5 | 35,8 | 20,6 | 32,3 | 49,7 | 51,1 | 50,4 | 55,6 | 57,9 | 62,5 | 63,2 | 66,0 |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 19,5 | 9,0 | 9,5 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,8 |
| Aktywa razem | 610,0 | 778,9 | 816,8 | 841,9 | 859,6 | 854,7 | 857,2 | 857,8 | 864,7 | 868,5 | 874,5 | 876,6 | 880,8 |
| Kapitał (fundusz) własny | 292,4 | 305,5 | 316,9 | 351,8 | 381,1 | 409,0 | 436,3 | 464,0 | 492,2 | 520,9 | 550,1 | 579,8 | 610,0 |
| Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania | 317,6 | 473,5 | 499,9 | 490,1 | 478,4 | 445,7 | 420,9 | 393,8 | 372,5 | 347,6 | 324,4 | 296,8 | 270,8 |
| Rezerwy | 10,6 | 17,4 | 18,1 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 | 19,9 |
| Zobowiązania długoterminowe | 201,4 | 328,6 | 335,7 | 299,4 | 258,7 | 248,0 | 224,3 | 200,5 | 176,7 | 153,0 | 128,3 | 100,0 | 73,1 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 102,5 | 124,6 | 139,5 | 148,8 | 177,0 | 170,4 | 169,3 | 166,0 | 168,4 | 167,3 | 168,7 | 169,5 | 170,4 |
| 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 | 20,5 | 21,3 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 | 6,0 |
| Pasywa razem | 610,0 | 778,9 | 816,8 | 841,9 | 859,6 | 854,7 | 857,2 | 857,8 | 864,7 | 868,5 | 874,5 | 876,6 | 880,8 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| Przychody netto ze sprzedaży | 172,2 | 138,9 | 182,9 | 218,2 | 263,7 | 255,4 | 235,0 | 237,3 | 239,5 | 241,9 | 244,2 | 246,6 | 248,9 |
| Koszty produktów, towarów i materiałów | 134,0 | 100,3 | 134,5 | 156,9 | 194,5 | 188,2 | 169,4 | 171,2 | 173,0 | 174,8 | 176,7 | 178,5 | 180,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 38,3 | 38,5 | 48,5 | 61,3 | 69,2 | 67,2 | 65,5 | 66,0 | 66,5 | 67,0 | 67,5 | 68,1 | 68,6 |
| Koszty sprzedaży | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,3 |
| Koszty zarządu | 3,5 | 3,7 | 4,3 | 4,8 | 4,5 | 4,4 | 4,0 | 4,1 | 4,1 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,3 |
| Zysk/strata na sprzedaży | 34,0 | 34,0 | 43,2 | 55,4 | 63,3 | 61,4 | 60,3 | 60,7 | 61,2 | 61,6 | 62,1 | 62,6 | 63,0 |
| Saldo pozostałej działalności operacyjnej | 0,9 | 0,4 | 3,9 | -0,5 | -0,2 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| EBITDA | 37,1 | 36,4 | 49,1 | 56,9 | 65,1 | 63,2 | 62,2 | 62,8 | 63,3 | 63,8 | 64,4 | 64,9 | 65,5 |
| EBIT | 34,9 | 34,4 | 47,1 | 54,9 | 63,1 | 61,2 | 60,1 | 60,5 | 60,9 | 61,4 | 61,8 | 62,3 | 62,8 |
| Saldo działalności finansowej | -10,0 | -12,1 | -13,6 | -11,7 | -14,5 | -13,6 | -12,8 | -12,0 | -11,1 | -10,2 | -9,3 | -8,3 | -7,3 |
| Zysk (strata) brutto | 25,0 | 22,3 | 33,5 | 43,3 | 48,6 | 47,6 | 47,3 | 48,5 | 49,9 | 51,2 | 52,6 | 54,0 | 55,5 |
| Zysk (strata) netto | 20,2 | 17,9 | 26,8 | 38,6 | 39,4 | 38,3 | 38,3 | 39,3 | 40,4 | 41,5 | 42,6 | 43,8 | 45,0 |
| Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN] | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej | 62,3 | 30,0 | 52,9 | 57,3 | 78,0 | 53,2 | 49,8 | 47,3 | 53,1 | 49,8 | 52,7 | 52,3 | 52,7 |
| Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej | -54,8 | -161,3 | -25,1 | -32,0 | -4,0 | -3,8 | -3,5 | -3,6 | -3,6 | -3,6 | -3,7 | -3,7 | -3,7 |
| Przepływy pieniężne z działalności finansowej | -1,5 | 135,8 | -20,5 | -36,5 | -62,4 | -31,9 | -44,8 | -44,5 | -44,2 | -43,9 | -44,5 | -47,9 | -46,2 |
| Przepływy pieniężne netto | 6,0 | 4,5 | 7,3 | -11,2 | 11,7 | 17,4 | 1,4 | -0,8 | 5,3 | 2,3 | 4,5 | 0,7 | 2,8 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 14,0 | 20,0 | 24,5 | 31,8 | 20,6 | 32,3 | 49,7 | 51,1 | 50,4 | 55,6 | 57,9 | 62,5 | 63,2 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 20,0 | 24,5 | 31,8 | 20,6 | 32,3 | 49,7 | 51,1 | 50,4 | 55,6 | 57,9 | 62,5 | 63,2 | 66,0 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | 2,7% | -19,4% | 31,7% | 19,3% | 20,8% | -3,1% | -8,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| EBITDA zmiana r/r | 17,2% | -1,8% | 34,8% | 15,9% | 14,4% | -2,8% | -1,6% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% | 0,9% |
| EBIT zmiana r/r | 20,6% | -1,4% | 36,9% | 16,7% | 14,8% | -3,0% | -1,8% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Zysk netto zmiana r/r | 30,5% | -11,5% | 50,0% | 44,0% | 2,0% | -2,7% | -0,1% | 2,6% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Marża brutto na sprzedaży | 22,2% | 27,8% | 26,5% | 28,1% | 26,2% | 26,3% | 27,9% | 27,8% | 27,8% | 27,7% | 27,7% | 27,6% | 27,6% |
| Marża EBITDA | 21,5% | 26,2% | 26,8% | 26,1% | 24,7% | 24,8% | 26,5% | 26,5% | 26,4% | 26,4% | 26,4% | 26,3% | 26,3% |
| Marża EBIT | 20,3% | 24,8% | 25,7% | 25,2% | 23,9% | 24,0% | 25,6% | 25,5% | 25,4% | 25,4% | 25,3% | 25,3% | 25,2% |
| Marża brutto | 14,5% | 16,1% | 18,3% | 19,8% | 18,4% | 18,6% | 20,1% | 20,5% | 20,8% | 21,2% | 21,5% | 21,9% | 22,3% |
| Marża netto | 11,7% | 12,9% | 14,7% | 17,7% | 14,9% | 15,0% | 16,3% | 16,6% | 16,9% | 17,1% | 17,4% | 17,7% | 18,1% |
| ROE | 6,9% | 5,9% | 8,5% | 11,0% | 10,3% | 9,4% | 8,8% | 8,5% | 8,2% | 8,0% | 7,7% | 7,5% | 7,4% |
| ROA | 3,3% | 2,3% | 3,3% | 4,6% | 4,6% | 4,5% | 4,5% | 4,6% | 4,7% | 4,8% | 4,9% | 5,0% | 5,1% |
| Dług | 256,8 | 407,2 | 418,1 | 385,5 | 344,7 | 334,1 | 310,3 | 286,6 | 262,8 | 239,0 | 214,4 | 186,0 | 159,1 |
| D/(D+E) | 42,1% | 52,3% | 51,2% | 45,8% | 40,1% | 39,1% | 36,2% | 33,4% | 30,4% | 27,5% | 24,5% | 21,2% | 18,1% |
| D/E | 72,7% | 109,6% | 104,9% | 84,5% | 67,0% | 64,2% | 56,7% | 50,2% | 43,7% | 38,0% | 32,5% | 26,9% | 22,0% |
| Odstęki / EBIT | -28,5% | -35,1% | -29,0% | -21,3% | -22,9% | -22,2% | -21,3% | -19,8% | -18,2% | -16,6% | -15,0% | -13,3% | -11,6% |
| Dług / Kapitał własny | 87,8% | 133,3% | 131,9% | 109,6% | 90,4% | 81,7% | 71,1% | 61,8% | 53,4% | 45,9% | 39,0% | 32,1% | 26,1% |
| Dług netto | 236,9 | 382,8 | 382,3 | 364,8 | 312,5 | 284,4 | 259,2 | 236,2 | 207,1 | 181,1 | 151,9 | 122,9 | 93,2 |
| Dług netto / Kapitał własny | 81,0% | 125,3% | 120,6% | 103,7% | 82,0% | 69,5% | 59,4% | 50,9% | 42,1% | 34,8% | 27,6% | 21,2% | 15,3% |
| Dług netto / EBITDA | 638,7% | 1050,6% | 778,6% | 641,1% | 480,0% | 449,7% | 416,5% | 376,4% | 327,3% | 283,7% | 236,0% | 189,2% | 142,2% |
| Dług netto / EBIT | 678,5% | 1112,3% | 811,8% | 664,0% | 495,2% | 464,8% | 431,5% | 390,5% | 339,9% | 295,0% | 245,7% | 197,2% | 148,4% |
| EV | 483,5 | 629,4 | 628,9 | 611,4 | 559,1 | 531,0 | 505,8 | 482,8 | 453,7 | 427,7 | 398,5 | 369,5 | 339,8 |
| Dług / EV | 53,1% | 64,7% | 66,5% | 63,0% | 61,7% | 62,9% | 61,4% | 59,4% | 57,9% | 55,9% | 53,8% | 50,4% | 46,8% |
| CAPEX / Przychody | 22,3% | 1,8% | 0,4% | 0,9% | 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% | 97,4% | 198,4% | 186,4% | 163,5% | 156,5% | 152,2% | 147,7% | 144,1% | 140,8% | 138,0% |
| Amortyzacja / Przychody | 1,3% | 1,5% | 1,1% | 0,9% | 0,8% | 0,8% | 0,9% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,1% | 1,1% |
| Zmiana KO / Przychody | -3,6% | 1,6% | -3,5% | 2,4% | 9,5% | 0,8% | -0,3% | -1,5% | 0,9% | -0,6% | 0,5% | 0,2% | 0,2% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -136,4% | -6,7% | -14,7% | 15,1% | 54,9% | -24,1% | 3,4% | -152,4% | 89,7% | -64,6% | 47,1% | 19,3% | 23,1% |
| Wskaźniki rynkowe | 2014 | 2015 | 2016 | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| MC/S | 1,4 | 1,8 | 1,3 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| P/E | 12,2 | 13,8 | 9,2 | 6,4 | 6,3 | 6,4 | 6,4 | 6,3 | 6,1 | 5,9 | 5,8 | 5,6 | 5,5 |
| P/BV | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| P/CE | 6,1 | 5,8 | 4,2 | 4,2 | 3,4 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,5 | 2,3 | 2,3 | 2,2 |
| EV/EBITDA | 13,0 | 17,3 | 12,8 | 10,7 | 8,6 | 8,4 | 8,1 | 7,7 | 7,2 | 6,7 | 6,2 | 5,7 | 5,2 |
| EV/EBIT | 13,8 | 18,3 | 13,4 | 11,1 | 8,9 | 8,7 | 8,4 | 8,0 | 7,4 | 7,0 | 6,4 | 5,9 | 5,4 |
| EV/S | 2,8 | 4,5 | 3,4 | 2,8 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 1,5 | 1,4 |
| BVPS | 29,2 | 30,5 | 31,7 | 35,2 | 38,1 | 40,9 | 43,6 | 46,4 | 49,2 | 52,1 | 55,0 | 58,0 | 61,0 |
| EPS | 2,0 | 1,8 | 2,7 | 3,9 | 3,9 | 3,8 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,3 | 4,4 | 4,5 |
| CEPS | 4,0 | 4,2 | 5,9 | 5,9 | 7,2 | 8,8 | 8,9 | 9,0 | 9,6 | 9,9 | 10,5 | 10,7 | 11,1 |
| 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% | 4,1% | 4,3% | 4,5% | 4,7% | 4,9% | 5,2% | 5,4% | 5,7% | 6,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., obliczenia przy cenie rynkowej 24,7 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 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 | data | godzina publikacji | kurs | WIG |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|--------|
| kupuj | 37,5 | kupuj | 37,5 | 05.10.2017 | 10:41 CEST | 24,7 | 63 825 |
| 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 4Q'17

| | | |
|----------|---|------|
| Kupuj | 2 | 100% |
| Akumuluj | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% |
| 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

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 porównania, 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 w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku) oraz Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/958.

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. Stopy zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 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 strategii 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 05.10.2017 roku (10:41 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.10.2017 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 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 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 jakiegokolwiek 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 05.10.2017 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 istotne powiązania, które powinny zostać wymienione lub które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktów 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.