

PA Nova

Solidne wyniki i szansa na sprzedaż części portfolio

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla PA Nova od zalecenia KUPUJ i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 22.13/akcję (34.5% potencjału wzrostu). W raporcie zwracamy uwagę na solidne wyniki spółki w 2025E, z perspektywą poprawy w kolejnym roku, dzięki rozbudowie portfela nieruchomości oraz oczekiwanemu stabilnemu wzrostowi backlogu w segmencie budowlanym. W 2026E grupa odda do użytku dwa nowe obiekty handlowe, a obszar generalnego wykonawstwa powinien co najmniej ustabilizować rentowność po dwóch latach spadków, dzięki wypłaszczeniu kosztów materiałów budowlanych. Zarząd podtrzymuje także plany zbycia części aktywów komercyjnych (nie zakładamy tego w modelu; w poprzednich latach NVA regularnie sprzedawała parki handlowe), a pozyskane w ten sposób środki mogłyby być przeznaczone na szybsze oddłużenie, budowę nowych projektów handlowych czy wyższą dywidendę. In plus odbieramy też rosnące dywidendy i przyjmujemy, że spółka wypłaci w 2026E PLN 0.80/akcję, vs. PLN 0.75/akcję w 2025E. W oparciu o nasze prognozy, PA Nova jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 8.3x w 2025E oraz 6.7x w 2026E, oraz 0.3x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2025E-26E.

Stabilne wyniki w 2025E i odbicie w 2026E. Spodziewamy się, że deweloper pokaże względnie stabilne wyniki w bieżącym roku i to pomimo, że rezultaty 2024 roku były wsparte przez sprzedaż jednego z obiektów komercyjnych (nie oczekujemy transakcji w bieżącym roku). Według naszych założeń, spółka osiągnie w 2025E blisko PLN 257m przychodów, w tym PLN 159m w segmencie budowlanym, oraz wypracuje PLN 20m zysku netto (vs. PLN 22m w 2024 roku). W 2026E do użytku zostaną oddane dwa parki handlowe (Dzierżoniów, Nysa; łącznie 18.6k mkw), a część budowlana może lekko poprawić rezultaty, co powinno przełożyć się na wzrost przychodów grupy do PLN 271m oraz wyniku netto do PLN 25m.

Potencjalne dezinvestycje w segmencie komercyjnym wzmocnieniem dla pozycji gotówkowej. W modelu nie zakładamy sprzedaży galerii i parków handlowych, ale zwracamy uwagę, że spółka stara się regularnie zbywać aktywa (np. w 2024 roku NVA sprzedała obiekt w Kłodzku). Potencjalne transakcje, w naszej ocenie, pozwoliłyby na spłatę części zadłużenia (LtV na koniec 2024 roku wynosiło 41.8%, na koniec 2025E prognozujemy 35.8%), sfinansowanie kolejnych projektów (obecnie w budowie są dwie inwestycje) lub wypłatę wyższej dywidendy.

Regularne wypłaty dywidend. Spółka od 2023 roku dzieli się zyskiem z akcjonariuszami, zwiększając co roku DPS. Liczymy, że trend ten będzie kontynuowany i w 2026E grupa wypłaci PLN 0.80/akcję, a w 2027E PLN 0.85/akcję, co daje stopę dywidendy w wysokości ok. 5% (w modelu zakładamy wskaźnik wypłaty w przedziale 30-35% w najbliższych latach; DPR jest ograniczony warunkami obligacji, które zapadają w 2027 roku; wskazujemy na wysoką stopę FCFE).

Tabela 1. PA Nova – Wybrane dane finansowe (PLNm)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	206	351	284	257	271	275
EBITDA	48	64	55	52	54	53
EBIT	46	62	48	43	45	45
Wynik netto	23	35	22	20	25	26
P/E (x)	7.3	4.8	7.4	8.3	6.7	6.4
P/BV (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	5.2%	7.2%	4.5%	3.9%	4.7%	4.7%
DPS (PLN)	0.00	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85
DY (%)	0.0%	3.9%	4.2%	4.6%	4.9%	5.2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

PA Nova

KUPUJ

FV PLN 22.13

34.5% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 8 września 2025 PLN 16.45

Raport inicjujący



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	38.7
12M śr. dzienny wolumen (k)	1.2
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.004
12M max/min (PLN)	18.4/13.6
Waga w WIG	0.02%
Reuters	NVA.WA
Bloomberg	NVA.PW

Stopy zwrotu

1M	+4.1%
3M	+5.4%
12M	-2.9%

Akcjonariat (% głosów)

Budoprojekt	34.3%
Ewa & Grzegorz Bobkowski	11.8%
Stanisław & Katarzyna Lessaer	10.8%
Maciej Bobkowski	6.6%
PKO OFE	8.2%
Generali OFE	7.6%
Allianz OFE	6.5%
NN OFE	4.0%
Pozostali	10.4%

Analitik

Adrian Górniak
adrian.gorniak@ipopema.pl
+ 48 514 995 073

PA Nova

KUPUJ

FV PLN 22.13

Kapitalizacja EUR 39m

Potencjał wzrostu +34.5%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	4.8	7.4	8.3	6.7	6.4
EV/EBITDA (x)	6.8	8.0	7.7	7.0	6.7
EV/Przychody (x)	1.2	1.5	1.6	1.4	1.3
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Stopa FCFE (%)	24%	15%	25%	18%	18%
DY (%)	4%	4%	5%	5%	5%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (PLN)	3.5	2.2	2.0	2.5	2.6
BVPS (PLN)	47.9	49.7	51.3	53.0	54.7
FCFPS (PLN)	3.9	2.5	4.1	3.0	2.9
DPS (PLN)	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85

Dynamika r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	70.1%	-19.0%	-9.6%	5.4%	1.6%
Wynik brutto ze sprz.	33.0%	-18.6%	-9.7%	11.0%	1.2%
EBITDA	33.6%	-15.0%	-4.7%	3.9%	-1.5%
EBIT	36.6%	-22.6%	-11.5%	4.8%	1.1%
Wynik netto	52.8%	-35.6%	-10.9%	24.1%	5.0%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	21.1%	21.2%	21.2%	22.3%	22.2%
Marża EBITDA (%)	18.3%	19.2%	20.3%	20.0%	19.4%
Marża EBIT (%)	17.8%	17.0%	16.6%	16.5%	16.4%
Marża netto (%)	9.9%	7.8%	7.7%	9.1%	9.4%
Dług netto / EBITDA (x)	4.2	5.0	4.5	3.9	3.6
Dług netto / Kapitał (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE (%)	7.2%	4.5%	3.9%	4.7%	4.7%
ROA (%)	3.8%	2.4%	2.1%	2.7%	2.8%
ROIC (%)	6.3%	4.3%	4.5%	4.6%	4.7%

Założenia	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody (PLN m)	351	284	257	271	275
Najem	89	93	87	98	98
Budowlanka	244	174	159	162	165
Pozostałe	17	17	11	11	11

FFO (PLN m)	43	31	24	30	32
zmiana r/r	38.9%	-29.5%	-21.4%	26.8%	5.0%
FFO yield (%)	432.4%	305.0%	239.7%	303.8%	318.9%

EPRA NAV (PLN m)	509	531	544	561	578
zmiana r/r	10.3%	4.2%	2.5%	3.1%	3.1%
EPRA NAV/akcję (PLN)	50.9	53.1	54.4	56.1	57.8

LtV (%)	42.8%	41.8%	35.8%	32.4%	29.2%
----------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

RZIS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	206	351	284	257	271	275
Koszt własny sprzedaży	-151	-277	-224	-202	-210	-214
Wynik brutto ze sprzedaży	56	74	60	54	60	61
Koszty sprzedaży i zarządu	-9	-10	-11	-10	-11	-12
Wynik netto ze sprzedaży	47	64	49	44	49	49
Pozostałe przychody/koszty	-1	-1	-1	-2	-4	-4
EBITDA	48	64	55	52	54	53
EBIT	46	62	48	43	45	45
Koszty finansowe netto	-18	-19	-18	-19	-14	-13
Wynik przed opodatkowan	28	43	31	24	30	32
Podatek dochodowy	-5	-8	-8	-4	-6	-6
Wynik netto	23	35	22	20	25	26

Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	826	791	797	804	799	795
Nieruchomości inwestycyjne	692	637	657	657	657	657
Rzeczowe aktywa trwałe	18	45	26	39	33	29
Aktywa do sprzedaży	86	81	80	80	80	80
Pozostałe aktywa trwałe	29	29	33	28	28	28
Aktywa obrotowe	126	128	146	129	124	128
Zapasy	1	0	0	0	0	0
Należności handlowe	45	50	47	31	30	31
Środki pieniężne	57	65	60	79	75	78
Pozostałe aktywa obrotowe	22	13	39	18	18	18
Aktywa razem	951	920	943	933	923	923
Kapitał	435	478	496	512	529	546
Mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zob. długoterminowe	310	259	351	321	296	278
Kredyty, pożyczki i leasing	271	217	308	280	254	236
Pozostałe zob. długoterminowe	39	42	43	42	42	42
Zob. krótkoterminowe	208	184	98	101	100	100
Zobowiązania handlowe	63	53	62	58	57	57
Kredyty, pożyczki i leasing	134	120	27	34	34	34
Pozostałe zob. krótkoterminow	11	10	9	9	9	9
Pasywa razem	951	920	943	933	923	923
Dług (PLN m)	405	338	335	314	288	270
Dług netto (PLN m)	347	273	275	235	213	192

Rachunek przepł. (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy z dział. oper.	9	41	25	59	45	44
Wynik netto	23	35	22	20	25	26
Amortyzacja	2	2	6	9	9	8
Zmiana kapitału obrotowego	72	-58	29	18	0	0
Pozostałe	-88	63	-32	12	11	10
Przepływy z dział. inwest.	-10	-2	0	-2	-4	-4
Nakłady na nier.inw.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-10	-2	0	-2	-4	-4
Przepływy z dział. finan.	-75	-32	-29	-38	-45	-37
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-35	-28	-21	-14	-26	-18
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-6	-7	-8	-8	-9
Odsetki zapłacone	-36	0	0	-16	-11	-10
Pozostałe	-4	2	-1	-1	0	0
Zmiana gotówki	-76	7	-4	19	-4	3
Śr. pieniężne na koniec oki	57	65	60	79	75	78

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena SOTP	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Model biznesowy	9
Segment budowlany	9
Segment komercyjny.....	10
Akcjonariat.....	12
Otoczenie rynkowe	13
Rynek komercyjny	13
Rynek budowlany	14
Czynniki ryzyka	17
Kluczowe dane finansowe	18

Wycena

Wyceniamy spółkę PA Nova w oparciu o metodę SOTP (waga 80%) i model zdyskontowanych dywidend DDM (waga 20%) oraz metodę porównawczą w celach prezentacyjnych (waga 0%).

Tabela 1. PA Nova – Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena (PLN ps)	Potencjał (%)
SOTP wartość godziwa (PLN/akcję), wliczając:	80%	25.08	52.4%
Segment budowlany i IT (metoda DCF; EV segmentu)		7.40	
Segment komercyjny (wart. rynkowa istniejących projektów)		45.15	
Dług netto 2024		-27.47	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	10.35	-37.1%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	49.42	200.4%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		22.13	34.5%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena SOTP

Metoda SOTP, w naszej ocenie, jest najbardziej adekwatnym podejściem w przypadku PA Nova. Do wyceny segmentów budowlanego i IT wykorzystujemy metodę DCF (więcej szczegółów poniżej). W przypadku działalności najmu (komercyjnej), wartość obszaru obliczamy jako sumę wartości rynkowej istniejących projektów. Otrzymaną wartość korygujemy o dług netto z końca 2024 roku.

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu budowlanego i IT opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2025E-34E (więcej szczegółów w „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5.0%, premię za ryzyko na poziomie 5.5%, betę w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 1.0%.

Tabela 2. PA Nova – Wycena DCF segmentu budowlanego i IT (PLNm)

DCF (PLNm; segment budowlany i IT)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezydualny
Przychody	169.7	173.1	176.5	180.0	183.6	187.3	191.1	194.9	198.8	202.8	204.8
EBIT	4.7	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.9	5.0	5.1	5.2	5.7
Podatek	-0.8	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1
NOPLAT	3.9	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.6
Amortyzacja	9.4	9.4	8.1	7.1	6.4	5.9	5.5	5.3	5.1	4.9	4.6
CAPEX	-3.2	-4.1	-4.1	-4.2	-4.3	-4.3	-4.4	-4.5	-4.5	-4.6	-4.6
Zmiana w kapitale obrotowym	18.3	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3
FCF	28.4	8.8	7.1	6.2	5.5	5.0	4.6	4.3	4.2	4.0	4.3
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta odlewarowana	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Beta lewarowana	2.59	2.42	2.33	2.15	2.11	2.09	2.06	2.04	2.02	1.97	1.97
Koszt kapitału	19.2%	18.3%	17.8%	16.8%	16.6%	16.5%	16.3%	16.2%	16.1%	15.9%	15.9%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
Efektywna stopa podatkowa	17.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7.8%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Waga długu	65.6%	63.7%	62.2%	58.8%	57.8%	57.3%	56.8%	56.2%	55.7%	54.6%	54.6%
Waga kapitału	34.4%	36.3%	37.8%	41.2%	42.2%	42.7%	43.2%	43.8%	44.3%	45.4%	45.4%
WACC	11.7%	11.5%	11.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Stopa dyskontowa	97%	87%	78%	70%	63%	56%	51%	45%	41%	37%	
Wartość bieżąca FCF	27.4	7.6	5.6	4.3	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5	
Suma wartości bieżących FCF	58.6										
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%										
Wartość rezydualna	41.7										
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	15.3										
EV	74.0										
EV na akcję (PLN)	7.40										
Wrażliwość DCF (PLN)											
Wzrost w okresie rezydualnym											
0.0%											
1.0%											
2.0%											

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 3. PA Nova – podstawowe założenia w wycenie segment najmu (PLNm)

Projekt	GLA (k sqm.)	Czynsz (EUR/sqm)	Poziom wynajęcia (%)	NOI (EURm)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	MV (EURm)	MV (PLNm)	Prawd. sprzedaży*	MV adj. (PLNm)
Przemysł (Sanowa)	21.9	10.6	90.0%	2.5	10.7	8.50%	29.6	125.6	50%	62.8
Kluczbork (Miodowa)	10.3	7.6	90.0%	0.8	3.6	8.50%	9.9	42.2	50%	21.1
Kedzierzyn-Kozle (Odrzańskie Ogrody)	21.7	10.6	90.0%	2.5	10.6	8.50%	29.3	124.4	50%	62.2
Jaworzno (Galena)	31.3	10.6	90.0%	3.6	15.3	8.50%	42.2	179.5	50%	89.8
Raciborz	1.4	5.6	90.0%	0.1	0.4	9.50%	0.9	3.8	100%	3.8
Jaworzno	3.3	7.8	90.0%	0.3	1.2	9.50%	2.9	12.5	100%	12.5
Kłodzko	9.7	8.0	90.0%	0.8	3.6	9.50%	8.9	37.7	100%	37.7
Biała Podlaska	8.8	7.8	90.0%	0.7	3.2	9.50%	7.8	33.2	100%	33.2
Pyskowice	7.9	7.8	90.0%	0.7	2.8	9.50%	7.0	29.8	100%	29.8
Dzierżonów	8.3	7.8	90.0%	0.7	3.0	9.50%	7.4	31.3	100%	31.3
Nysa	10.3	7.8	90.0%	0.9	3.7	9.50%	9.1	38.9	100%	38.9
Rybnik	8.1	4.0	90.0%	0.4	1.5	8.50%	4.1	17.6	100%	17.6
Siechnice	2.5	4.0	90.0%	0.1	0.5	8.50%	1.3	5.4	100%	5.4
Rzeszów	2.5	4.0	90.0%	0.1	0.5	8.50%	1.3	5.4	100%	5.4
Suma/średnia	148.0	8.9	90.0%	14.2	60.3	8.77%	161.7	687.4		451.5

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *dajemy 50% prawdopodobieństwo sprzedaży galerii handlowych (są zlokalizowane w miastach regionalnych, rynek inwestycyjny pozostaje wymagający); 100% prawdopodobieństwo sprzedaży parków handlowych odzwiercudnia obecne tendencje na rynku

Wycena DDM

Wyceniamy spółkę PA Nova również w oparciu o model zdyskontowanych dywidend. Po 3 latach przerwy, deweloper od 2023 roku regularnie dzieli się zyskiem i w modelu zakładamy, że grupa będzie kontynuowała ten trend, przy 30-35% stopniu wypłaty dywidendy.

Tabela 4. PA Nova – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	3.2
Koszt kapitału	19.2%	18.3%	17.8%	16.8%	16.6%	16.5%	16.3%	16.2%	16.1%	15.9%	15.9%
Stopa dyskontowa	95%	80%	68%	60%	52%	44%	38%	33%	29%	25%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											4.8
Wzrost w okresie rezyduальnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezyduальnym (PLN/akcję)											5.5
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											10.35

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą PA Nova do spółek o podobnym profile działalności, tj. spółki budowlane oraz deweloperów komercyjnych w oparciu o wskaźniki P/E oraz P/BV. W naszej analizie nadajemy tej metodzie wagę 0%. Bazując na naszych prognozach dla lat 2025E-27E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 8.3/6.7/6.4x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 75% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. PA Nova – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja	P/E (x)			P/BV (x)		
	(PLNm)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Echo Investment	2,385	66.3	7.3	5.6	0.9	1.4	1.4
GTC	2,354	57.7	52.1	43.8	n.a.	n.a.	n.a.
MLP Group	1,872	7.3	5.3	4.3	n.a.	n.a.	n.a.
CA Immobilien	2,426	17.8	12.3	14.2	1.0	0.9	0.9
TAG Immobilien	2,805	17.0	13.3	13.2	1.4	1.1	1.2
Budimex	13,771	20.6	17.6	15.2	11.4	10.9	9.7
Erbud	379	27.7	10.0	9.9	n.a.	n.a.	n.a.
Unibep	348	11.9	11.5	7.3	n.a.	n.a.	n.a.
Mediana		19.2	11.9	11.5	1.2	1.3	1.3
PA Nova	165	8.3	6.7	6.4	0.3	0.3	0.3
Premia/dyskonto (%)		-57%	-44%	-45%	-73%	-76%	-77%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		38.10	29.28	29.84	60.87	68.06	70.37
Średnia implikowana FV/akcje (PLN)		49.42					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy 2Q25E: Prognozujemy, że PA Nova wypracuje w 2Q25E ok. PLN 67m przychodów (-44% r/r), co będzie wynikać z niższych przychodów w segmencie budowlanym (szacujemy, że obszar osiągnie PLN 43m sprzedaży; przed rokiem deweloper wykazał dodatkowy wpływ zbycia obiektu handlowego w Kłodzku, co podbiło ubiegłoroczne rezultaty). W segmencie najmu estymujemy PLN 21m przychodów, a w obszarze „Pozostałe” (IT i Projektowanie) ok. PLN 3m. Przy osiągnięciu marży brutto w wysokości 20.7% i stabilnych kosztach SG&A, EBITDA grupy może wynieść PLN 14m (vs. PLN 20m w 2Q24 i PLN 13m w 1Q25), a wynik netto może być bliski PLN 4m (vs. PLN 10m w 2Q24).

Oczekiwania wynikowe w 2025E: W ujęciu całorocznym, pomimo ww. pozytywnego wpływu zbycia obiektu w Kłodzku w 2024, oczekujemy stabilnych wyników PA Nova w 2025E. Według naszych założeń, spółka osiągnie PLN 257m przychodów, w tym PLN 87m w segmencie najmu oraz PLN 159m w obszarze budowlanym. Prognozujemy, że EBITDA wyniesie PLN 52m, a wynik netto ok. PLN 20m. Zwracamy uwagę, że w modelu nie zakładamy sprzedaży aktywów komercyjnych w bieżącym roku, chociaż prezes Tomasz Janik wskazywał w 2Q25, że spółka może wygenerować PLN 90-100m przychodów ze zbycia projektów handlowych.

Perspektywy długoterminowe: W segmencie najmu przyjmujemy, że w 2026E przychody wzrosną do PLN 98m, z racji otwarcia parków handlowych w Dzierżoniowie i Nysie. Równocześnie, nie uwzględniamy w modelu dezinvestycji z portfela nieruchomości. W obszarze budowlanym zakładamy wzrosty realizowanych kontraktów na poziomie 2-3% r/r w kolejnych latach, jednak podkreślamy, że cele zarządu na najbliższe zakładają dwucyfrowe wzrosty. W przypadku rentowności oczekujemy stabilizacji marż (koszty materiałów są nieco niższe r/r, ale z drugiej strony konkurencja na przetargach jest większa).

Polityka dywidendowa W modelu przyjmujemy, że PA Nova będzie regularnie wypłacała dywidendy i że DPS w kolejnych latach będzie zwiększany. Na chwilę obecną zakładamy, że w 2026E spółka wypłaci PLN 0.80/akcję, a w 2027E PLN 0.85/akcję (vs. PLN 0.75/akcję w 2025E).

Tabela 6. PA Nova – prognozy wyników w 2Q25E-4Q25E (PLNm)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
Przychody, w tym:	50	41	38	77	98	113	74	65	43	105	60	75	60	67	59	71
Najem	22	20	25	23	22	23	22	22	23	23	22	25	23	21	21	21
Budownictwo	24	18	9	49	72	86	48	39	16	78	34	46	34	43	35	47
Pozostałe	4	3	4	5	3	4	4	5	4	5	4	4	3	3	3	3
Wynik brutto ze sprzedaży	13	10	9	24	29	15	17	13	11	20	15	14	13	14	13	14
EBITDA	12	9	7	20	28	13	14	9	10	19	10	15	13	13	13	13
EBIT	11	8	6	20	28	12	14	9	9	18	11	10	11	11	10	11
Wynik brutto	8	4	2	13	24	7	9	3	4	12	7	7	7	5	5	6
Wynik netto	6	6	-1	12	19	6	7	2	4	10	4	5	7	4	4	5
marża brutto	26.4%	24.2%	22.7%	30.8%	30.2%	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	20.7%	22.3%	19.9%
marża EBITDA	24.0%	21.1%	18.3%	26.5%	28.6%	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	20.0%	21.5%	18.7%
marża EBIT	22.8%	19.6%	16.5%	25.8%	28.2%	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	15.9%	17.0%	15.1%
marża netto	11.1%	13.6%	n.a.	16.1%	19.8%	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.6%	7.0%	6.8%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. PA Nova – prognozy wyników w latach 2025E-34E (PLNm)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	200	206	351	284	257	271	275	280	284	289	294	298	303	308
Wynik brutto ze sprzedaży	49	56	74	60	54	60	61	62	63	63	64	65	66	67
EBITDA	43	48	64	55	52	54	53	53	53	53	53	53	52	53
EBIT	40	46	62	48	43	45	45	46	46	47	47	48	47	48
Wynik brutto	28	28	43	31	24	30	32	33	35	36	40	43	47	48
Wynik netto	23	23	35	22	20	25	26	27	28	29	32	35	38	39
marża brutto	24.7%	26.9%	21.1%	21.2%	21.2%	22.3%	22.2%	22.1%	22.0%	21.9%	21.8%	21.7%	21.7%	21.6%
marża EBITDA	21.5%	23.3%	18.3%	19.2%	20.3%	20.0%	19.4%	18.9%	18.5%	18.2%	18.0%	17.8%	17.3%	17.1%
marża EBIT	20.1%	22.1%	17.8%	17.0%	16.6%	16.5%	16.4%	16.4%	16.3%	16.2%	16.1%	16.0%	15.6%	15.5%
marża netto	11.7%	11.0%	9.9%	7.8%	7.7%	9.1%	9.4%	9.7%	10.0%	10.2%	10.9%	11.7%	12.4%	12.7%
Dług netto	301	347	273	275	235	213	192	171	151	130	108	84	58	31
LtV net	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x

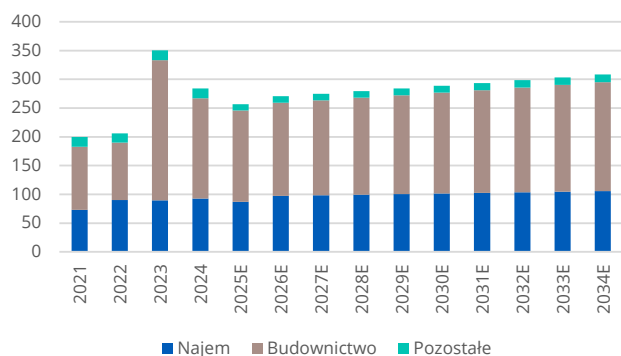
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 8. PA Nova – prognozy wyników w segmentach w latach 2025E-34E (PLNm)

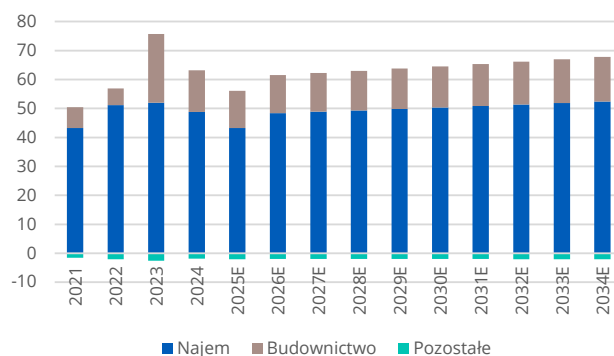
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	200	206	351	284	257	271	275	280	284	289	294	298	303	308
Najem	73	90	89	93	87	98	98	99	100	101	102	104	105	106
Budownictwo	110	100	244	174	159	162	165	168	172	175	179	182	186	190
Pozostałe	17	16	17	17	11	11	11	12	12	12	12	13	13	13
Koszty*	151	151	277	223	203	211	215	218	222	226	230	234	238	243
Najem	30	39	37	44	44	49	50	50	51	51	52	52	53	53
Budownictwo	102	94	220	160	146	149	152	155	158	161	164	168	171	174
Pozostałe	19	18	20	19	13	13	13	14	14	14	14	15	15	15
Wynik	49	55	73	61	54	60	60	61	62	63	63	64	65	66
Najem	43	51	52	49	43	48	49	49	50	50	51	51	52	52
Budownictwo	7	6	24	14	13	13	13	14	14	14	14	15	15	15
Pozostałe	-2	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Marża (%)	24.5%	26.6%	20.9%	21.6%	21.1%	22.0%	21.9%	21.9%	21.8%	21.7%	21.6%	21.5%	21.4%	21.3%
Najem	59.4%	56.9%	58.1%	52.5%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%	49.6%
Budownictwo	6.6%	5.8%	9.7%	8.3%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Pozostałe	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research; *COGS + koszty sprzedaży przypisane do segmentu

Wykres 9. PA Nova – przychody w segmentach (PLNm)

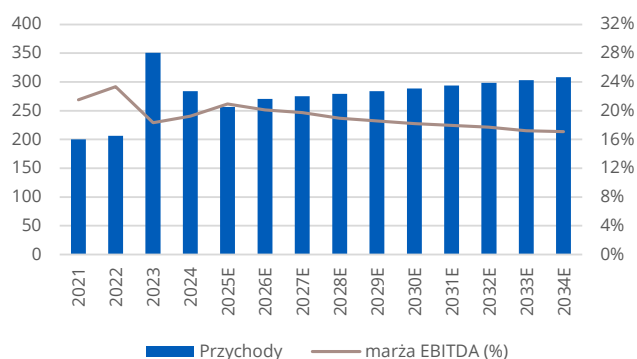


Wykres 10. PA Nova – wyniki segmentów (PLNm)

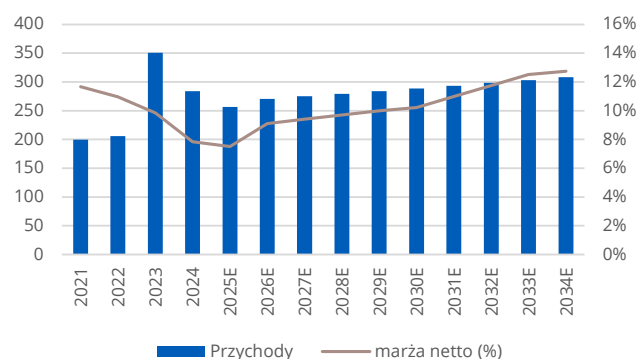


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 11. PA Nova – marża EBITDA (%)

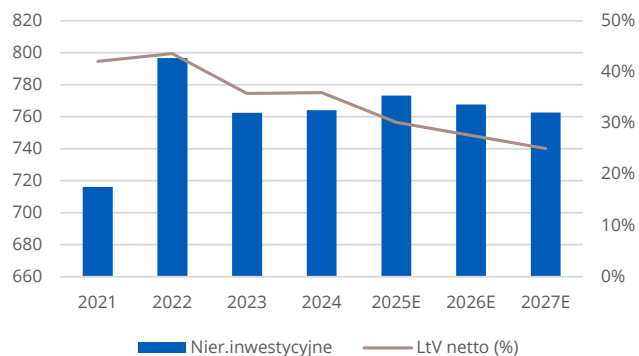


Wykres 12. PA Nova – marża netto (%)

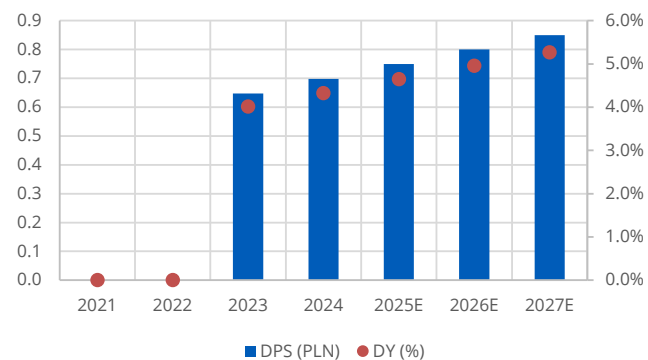


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 13. PA Nova – LtV netto (%)



Wykres 14. PA Nova - DPS (PLN) i DY (%)



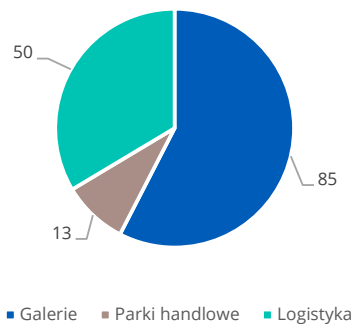
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Model biznesowy

Segment komercyjny

PA Nova jest deweloperem komercyjnym, który buduje na własny użytek galerie, parki handlowe oraz obiekty przemysłowo-magazynowe. Obecnie w portfolio grupa posiada dwanaście projektów, w tym cztery galerie handlowe (Galena w Jaworznie, Sanowa w Przemyślu, Odrzańskie Ogrody w Kędzierzynie Koźlu oraz Miodowa w Kluczborku), pięć parków handlowych oraz trzy obiekty logistyczne. Łączna powierzchnia najmu istniejących projektów wynosi 129.4 tys. mkw. Dodatkowo, w budowie znajdują się dwa kolejne parki handlowe, które są zlokalizowane w Dzierżoniowie oraz Nysie, o łącznej powierzchni użytkowej 18.6 tys. mkw, które mają być oddane do użytku z końcem 2025 roku. Według danych na koniec 2024 roku, poziom wynajęcia nieruchomości był bliski 97%.

Wykres 15. PA Nova – podział powierzchni najmu wg formatów (tys. mkw)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 16. PA Nova – projekty komercyjne

Projekt	Typ	Pow.najmu (k mkw) // Projekt		Typ	Pow.najmu (k mkw)
Przemyśl (Sanowa)	Galeria	Istniejący	22	Racibórz	Park handlowy Istniejący 1
Kluczbork (Miodowa)	Galeria	Istniejący	10	Jaworzno	Park handlowy Istniejący 3
Kędzierzyn-Koźle (Odrzańskie Ogrody)	Galeria	Istniejący	22	Kłodzko	Park handlowy Istniejący 10
Jaworzno (Galena)	Galeria	Istniejący	31	Biała Podlaska	Park handlowy Istniejący 9
Rybnik	Logistyka	Istniejący	8	Pyskowice	Park handlowy Istniejący 8
Siechnice	Logistyka	Istniejący	3	Dzierżoniów	Park handlowy W budowie 8
Rzeszów	Logistyka	Istniejący	3	Nysa	Park handlowy W budowie 10

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Segment komercyjny w ostatnich latach odpowiadał za ok. 1/3 przychodów grupy oraz za ok. 80% wyniku (licząc jako: przychody – COGS – koszty sprzedaży). W ujęciu wartościowym obszar najmu wypracował PLN 89m sprzedaży w 2023 roku oraz PLN 93m w 2024 roku. Zwracamy uwagę, że zdecydowana większość czynszów, pobieranych od najemców, jest denominowana w EUR i spółka jest w tym aspekcie eksponowana na ryzyko kursowe. Wynik segmentu wyniósł PLN 52m w 2023 roku oraz PLN 49m w 2024 roku.

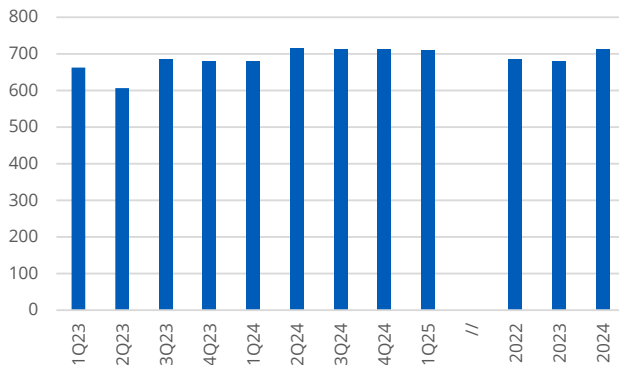
Odnosząc się do kwestii zadłużenia segmentu, kredyty przypisane do obiektów handlowych są zaciągane w EUR (powszechna praktyka w sektorze, naturalny hedging czynsz-dług), a koszty finansowe są liczone jako EURIBOR + marża (średnioważona marża wg stanu na koniec 2024 roku wynosiła 2.51%). Według danych na koniec 1Q25, NVA miała PLN 286m długu w segmencie najmu, co przekładało się na LtV brutto w wysokości 40.2% oraz LtV netto na poziomie 32.7%.

Tabela 17. PA Nova – historyczne wyniki segmentu najmu (PLNm)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	//	2022	2023	2024
Przychody	22	23	22	22	23	23	22	25	23		90	89	93
Wynik*	12	14	13	13	12	12	11	14	12		51	52	49
Wynik po k.fin.	8	11	9	9	9	5	8	11	8		39	38	32
Aktywa**	662	607	686	681	680	715	713	712	711		686	681	712
Dług	272	305	313	302	302	297	296	283	286		281	302	283
Dług netto	227	263	260	245	247	245	242	233	232		231	245	233
LtV (brutto)	41.0%	50.3%	45.6%	44.3%	44.3%	41.6%	41.5%	39.7%	40.2%		40.9%	44.3%	39.7%
LtV (netto)	34.3%	43.4%	37.9%	36.0%	36.2%	34.3%	33.9%	32.7%	32.7%		33.7%	36.0%	32.7%

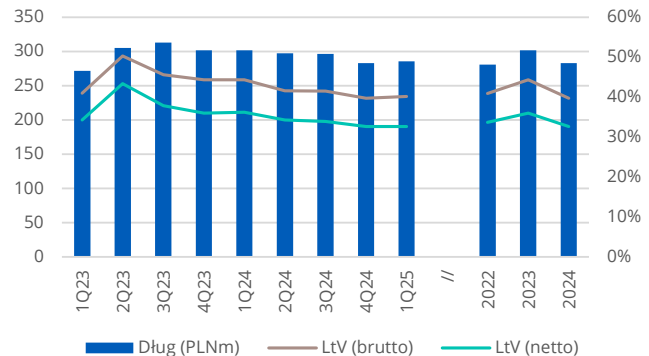
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *Przychody pomniejszone o COGS i koszty sprzedaży; **RzAT + Nieruchomości inwestycyjne + Aktywa do sprzedaży

Wykres 18. PA Nova – wartość aktywów komercyjnych (PLNm)

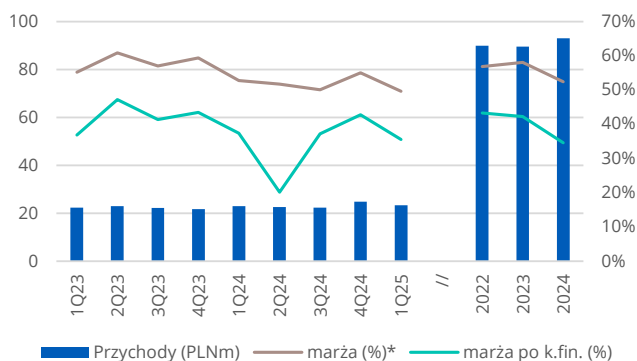


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

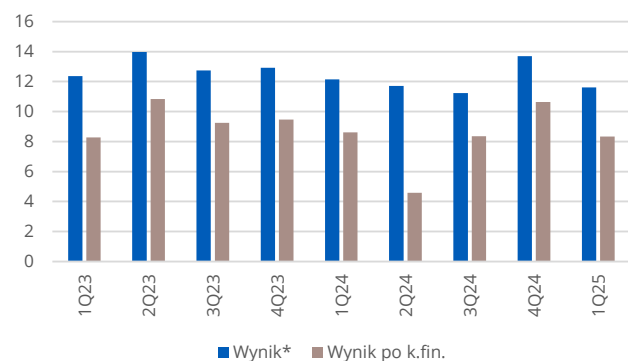
Wykres 19. PA Nova – LtV netto i Brutto (%)



Wykres 20. PA Nova – rentowność segmentu najmu



Wykres 21. PA Nova – wyniki segmentu najmu (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; * Przychody pomniejszone o COGS i koszty sprzedaży

Segment budowlany

NVA od początku swojej działalności funkcjonuje jako generalny wykonawca, a jej głównymi klientami były sieci handlowe, takie jak Lidl, Kaufland, Aldi czy Castorama. Obecnie spółka rozszerzyła swoje kompetencje i buduje także obiekty logistyczne oraz parki handlowe dla podmiotów zewnętrznych. Grupa, poza historycznie jednym kontraktem dla PKP, nie realizuje natomiast zamówień dla sektora publicznego. Standardowy czas trwania kontraktów mieści się w przedziale 8-12 miesięcy. Według stanu na koniec 2024 roku, wartość złożonych ofert w przetargach wynosiła PLN 550m. Zwracamy uwagę, że obecnie NVA rozpoznaje kontrakty budowlane metodą proporcjonalną, po zmianie podejścia z metody zerowego zysku.

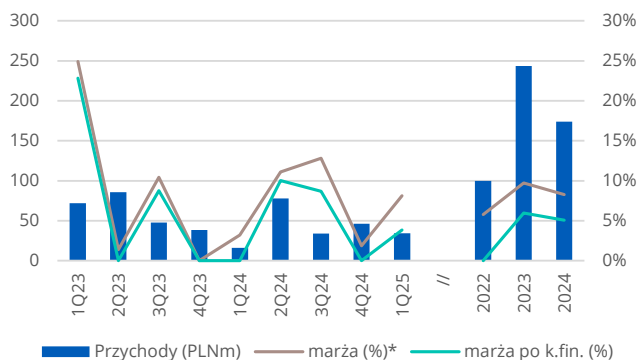
Część budowlana jest drugim kluczowym obszarem działalności grupy i w minionych latach odpowiadała za ok. 50% przychodów grupy (nie uwzględniając wpływu sprzedaży aktywów komercyjnych – decyzją audytora, było to wykazywane w segmencie generalnego wykonawstwa, a nie najmu, z powodu budowy obiektów siłami własnymi) oraz za 10-20% wyników spółki. Historyczne marże segmentu (bez wpływu ww. transakcji sprzedaży) oscylowały w przedziale 6-8%.

Tabela 22. PA Nova – historyczne wyniki segmentu budowlanego (PLNm)

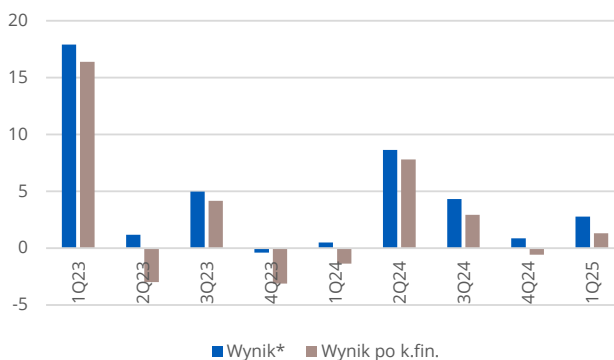
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	//	2022	2023	2024
Przychody*	72	86	48	39	16	78	34	46	34		100	244	174
Wynik**	18	1	5	0	1	9	4	1	3		6	24	14
Wynik po k.fin.	16	-3	4	-3	-1	8	3	-1	1		-1	15	9
marża	24.9%	1.4%	10.4%	n.a.	3.2%	11.1%	12.8%	1.9%	8.1%		5.8%	9.7%	8.3%
marża po k.fin.	22.8%	n.a.	8.8%	n.a.	n.a.	10.0%	8.7%	n.a.	3.8%		n.a.	6.0%	5.1%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *w wynikach 2023 roku zawarta jest sprzedaż obiektów w Płocku i Żąbkowicach Śląskich, a w 2024 roku obiektu w Kłodzku; **Przychody pomniejszone o COGS i koszty sprzedaży

Wykres 23. PA Nova – rentowność segmentu budowlanego



Wykres 24. PA Nova – wyniki segmentu budowlanego (PLNm)



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; * Przychody pomniejszone o COGS i koszty sprzedaży

Akcjonariat

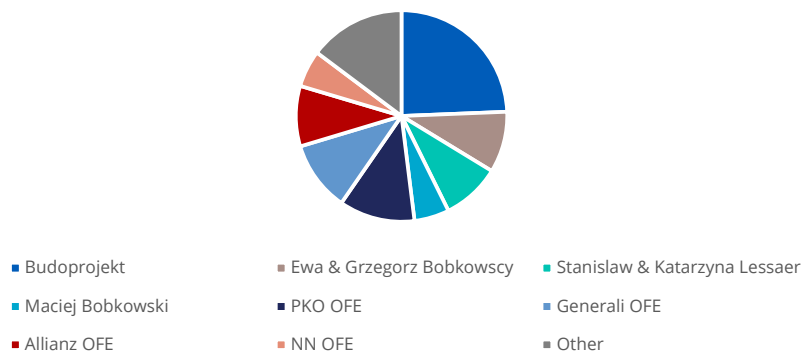
Kapitał zakładowy PA Nova jest podzielony na 10.0m akcji zwykłych, a akcjonariat mocno rozporoszony. Głównym akcjonariuszem jest Budoprojekt (24.4%), w którym udziały mają m.in. Ewa Bobkowska, Stanisław Lessaer oraz Przemysław Żur. Dodatkowo, Ewa i Grzegorz Bobkowsky posiadają 9.4% akcji spółki, Stanisław i Katarzyna Lessaer 9.0%, a Maciej Bobkowski 5.4%. Wśród inwestorów instytucjonalnych, powyżej 5% mają: PKO OFE (11.6%), Generali OFE (10.7%), Allianz OFE (9.2%) oraz NN OFE (5.6%). Free-float wynosi 14.8%.

Tabela 25. PA Nova – struktura akcjonariatu

	Akcje (m)	%	Głosy (m)	%
Budoprojekt	2.4	24.4%	4.9	34.3%
Ewa & Grzegorz Bobkowsky	0.9	9.4%	1.7	11.8%
Stanisław & Katarzyna Lessaer	0.9	9.0%	1.5	10.8%
Maciej Bobkowski	0.5	5.4%	0.9	6.6%
PKO OFE	1.2	11.6%	1.2	8.2%
Generali OFE	1.1	10.7%	1.1	7.6%
Allianz OFE	0.9	9.2%	0.9	6.5%
NN OFE	0.6	5.6%	0.6	4.0%
Other	1.5	14.8%	1.5	10.4%
Razem	10.0	100.0%	14.2	100.0%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Wykres 26. PA Nova – struktura akcjonariatu



Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Otoczenie rynkowe

Rynek komercyjny

Spółka posiada w swoim portfelu zarówno duże galerie handlowe, jak i mniejsze parki handlowe. CBRE szacuje, że w 1H25 nowa podaż obiektów handlowych była bliska 175.8k mkw (łącznie 23 nowe obiekty oraz 14 rozbudów; JLL doprecyzowuje, że w 2Q25 oddano do użytku 90k mkw), z kolei całkowita podaż projektów tego typu na koniec 2Q25 wynosiła 15.2m mkw. Agencja szacuje, że w cały 2025 roku deweloperzy dostarczą 500k mkw, natomiast w 2026 roku ten wskaźnik może obniżyć się do ok. 450k mkw. Cały czas, wśród obiektów w budowie, dominują parki handlowe, które odpowiadają za 80% powstającej powierzchni oraz za 89% projektów. Wśród deweloperów, najbardziej aktywnymi spółkami, są Saller, PKB Inwest Budowa oraz PA Nova. CBRE podaje także, że zauważalny jest trend budowy inwestycji w mniejszych miastach (<100k mieszkańców).

Pod kątem najemców, w 1H25 na polskim rynku zadebiutowało 5 nowych marek międzynarodowych, podczas gdy w latach 2023-24 było to średnio 17 podmiotów. W przypadku czynszów, stawki pozostają stabilne – dla najlepszych obiektów handlowych w dużych miastach wynoszą one nawet EUR 40-60/mkw/m-c, a w parkach handlowych jest to EUR 9-12/mkw/m-c. C&W wskazuje, że średnia odwiedzalność w przeliczeniu na jeden obiekt wynosi obecnie ok. 400-420k odwiedzających, co oznacza wzrosty w przedziale 1-2% r/r.

Według danych JLL, stopy kapitalizacji dla topowych galerii handlowych wynosiły 6.50%, natomiast w przypadku parków handlowych 7.20% (C&W sugeruje, że stopy w tym przypadku są bliższe 7.00%). Wartość transakcji na rynku kapitałowym w 1H25 była bliska EUR 320m (ok. 35% poniżej pięcioletniej średniej).

Tabela 27. Rynek obiektów handlowych

	Podaż łączna (k mkw)	Centra handlowe (k mkw)	Nasylenie (mkw/1000 mieszk.)	Stopy kap. (%)
Warszawa	2,419	1,416	504	6.45%/7.00%
Śląsk	1,586	1,018	513	7.00%
Trójmiasto	1,008	631	563	6.90%
Poznań	877	643	731	7.00%
Wrocław	872	527	589	6.70%
Kraków	826	535	473	6.90%
Łódź	692	509	566	6.90%
Szczecin	471	257	488	7.45%
Polska	16,934	10,486	273	6.45%

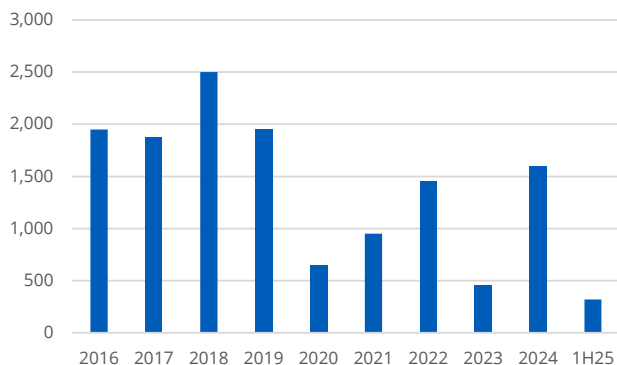
Źródło: C&W, IPOPEMA Research

Tabela 28. Obiekty handlowe otwarte w 2Q25 i do otwarcia w 3Q25

Otwarte					Do otwarcia				
Obiekt	Miasto	Format	Deweloper	Powierzchnia (k mkw)	Obiekt	Miasto	Format	Deweloper	Powierzchnia (k mkw)
Designer Outlet	Kraków	Outlet	KG Group	19.1	Przystanek Karkonosze	Karpacz	Park handlowy	Grupa Europlan	16.5
PH Łąbedzka	Gliwice	Park handlowy	Freisa	15.0	Brama Jury	Zawiercie	Centrum handlowe	Master Management	14.5
Leroy Merlin	Szczawno-Zdrój	Centrum handlowe	Leroy Merlin	10.0	S1 Włocławek	Włocławek	Park handlowy	Saller	13.0
M Park	Szubin	Park handlowy	RWS Investment	8.0	OM Park	Ciechanów	Park handlowy	Refield	10.6
Smart Park	Kętrzyn	Park handlowy	Smart Park	5.5	M Park	Racibórz	Park handlowy	Green Hills	9.4

Źródło: C&W, IPOPEMA Research

Wykres 29. Wartość transakcji (EURm)

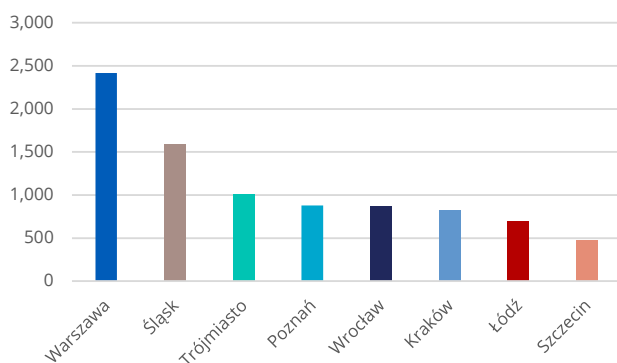


Źródło: C&W, JLL, IPOPEMA Research

Wykres 30. Stopy kapitalizacji (%)

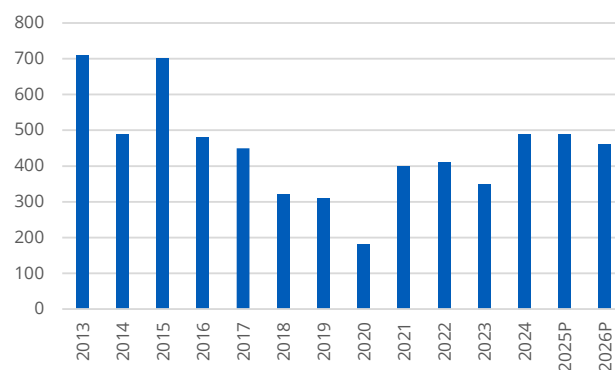


Wykres 31. Powierzchnia użytkowa na koniec 2Q25 (k mkw)



Źródło: C&W, CBRE, IPOPEMA Research

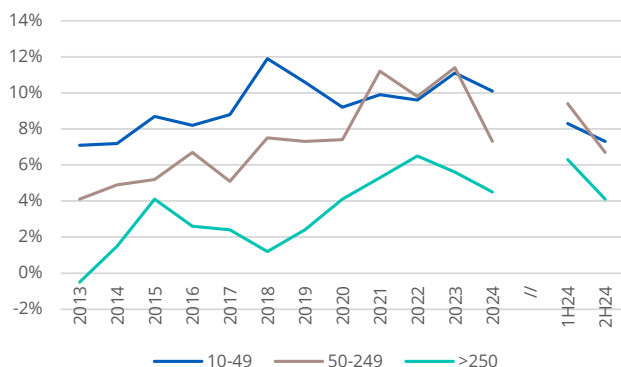
Wykres 32. Podaż do dostarczenia (k mkw)



Rynek budowlany

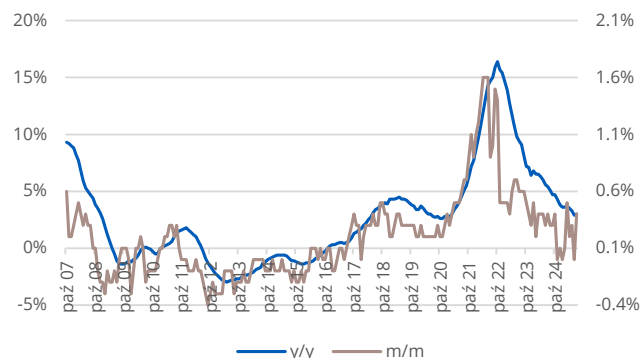
Według danych GUS, inflacja kosztów budowlanych utrzymuje się od kilku miesięcy na poziomie 3-4% w ujęciu r/r. Przeciętne wynagrodzenia ogółem w sektorze budowlanym wynoszą obecnie PLN 8,680, a w grupie „Budynki” PLN 7,940, co implikuje dynamiki r/r, odpowiednio, +8% oraz +6%. W przypadku zatrudnienia pozostaje ono od dłuższego czasu stabilne – w całym sektorze zatrudnionych jest 415k osób, a w budownictwie budynków ok. 136k pracowników (dostrzegamy tu ryzyko, że w przypadku zawarcia pokoju na Ukrainie, część zatrudnionych Ukraińców mogłoby zdecydować się na powrót do kraju, co mogłoby stworzyć presję płacową). Wskaźnik koniunktury od początku roku ustabilizował się w okolicach 3-4 punktów, co oznacza istotną poprawę nastrojów względem 4Q24. Nie przełożyło się jednak póki co na mocniejsze wzrosty sprzedaży produkcji budowlanej, która w ostatnich miesiącach oscyluje w okolicy +3% r/r. Dane GUS za 2024 rok implikują, że przeciętna rentowność firm o zatrudnieniu 10-49 oraz >250 pracowników są zbliżone do średniej marżowości z ostatnich pięciu lat (odpowiednio, ok. 10% i 5%); gorzej wyglądają marże w przypadku firm zatrudniających 50-249 pracowników, bowiem przeciętna rentowność wyniosła w 2024 roku 7.3%, vs. średnia pięcioletnia 9.4%.

Wykres 33. Marże spółek budowlanych wg liczby pracowników (%)

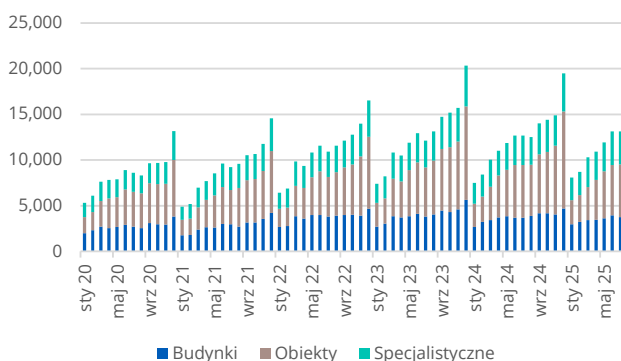


Źródło: Budimex, GUS, IPOPEMA Research

Wykres 34. Inflacja kosztów budowlanych (%)

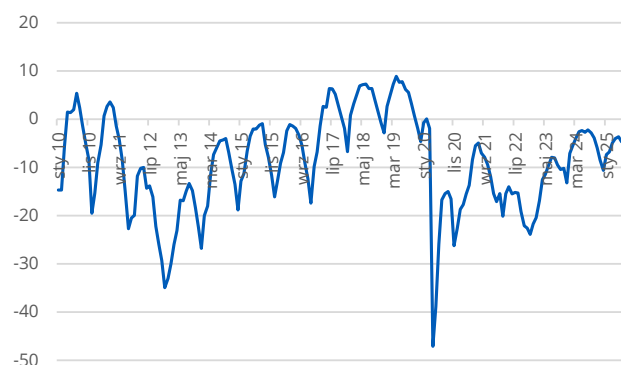


Wykres 35. Sprzedaż produkcji budowlano-montażowej (PLNm)

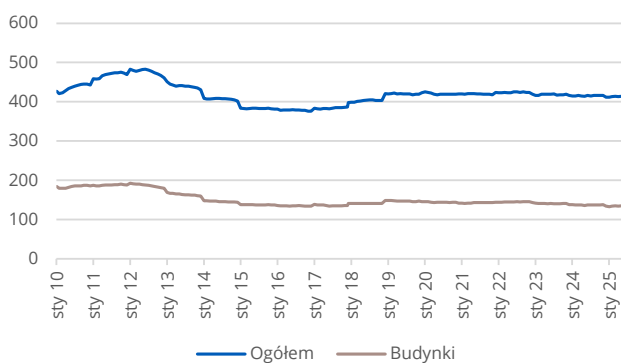


Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Wykres 36. Wskaźnik koniunktury w budownictwie

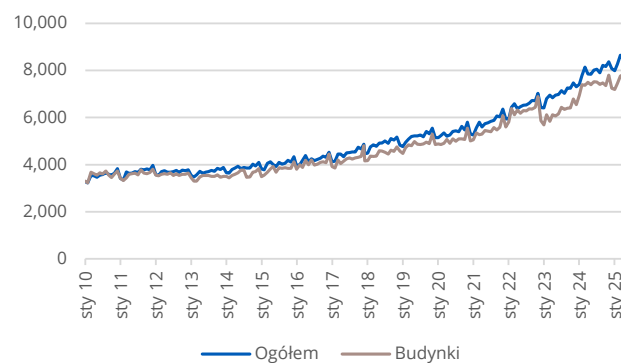


Wykres 37. Zatrudnienie w sektorze budowlanym (tys.)



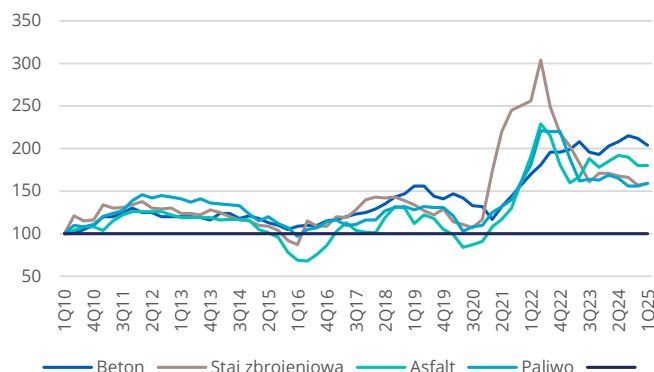
Źródło: GUS, IPOPEMA Research

Wykres 38. Wynagrodzenia w sektorze budowlanym (PLN)



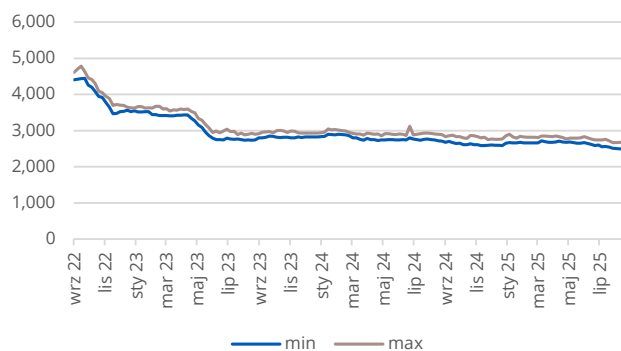
Z ostatnich w wypowiedzi deweloperów wynika, że znaczna część kosztów budowlanych się ustabilizowała lub nawet spada. Biorąc pod uwagę ostatnią prezentację inwestorską Budimex za 1Q25, ceny stali zbrojeniowej spadła o 7% r/r i pozostała stabilna q/q. Ceny pręta żebrowanego, bazujące na danych PUDS i Bloomberg, wskazują, że jego koszt spadł 8% r/r i 2% m/m. Koszyk materiałów wykończeniowych, według odczytów PSB, potaniał w czerwcu o 1% r/r. Podsumowując powyższe dane, presja ze strony materiałów w najbliższych miesiącach powinna się osłabiać.

Wykres 39. Indeks cen głównych materiałów



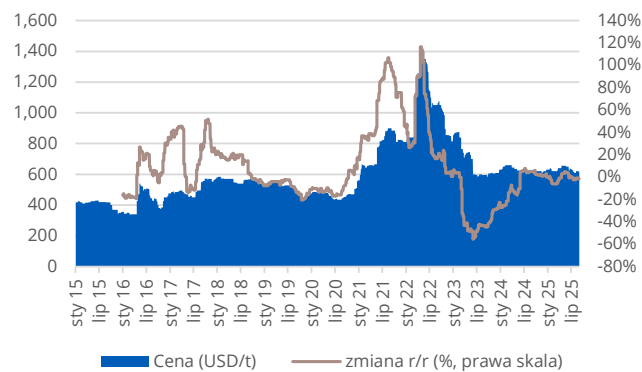
Źródło: Budimex, Bloomberg, IPOPEMA Research

Wykres 41. Cena pręta żebrowanego (USD/t)

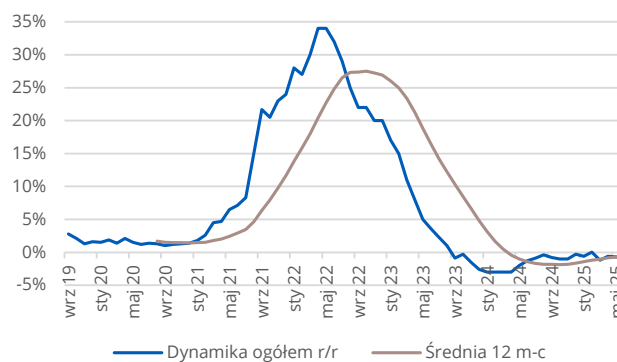


Źródło: PUDS, PSB, IPOPEMA Research

Wykres 40. Cena pręta żebrowanego (USD/t)



Wykres 42. Koszyk materiałów budowlanych – zmiana r/r (%)



Czynniki ryzyka

Jako główne czynniki ryzyka dla naszej wyceny oraz naszych prognoz wskazujemy na:

- **Ryzyko kształtowania popytu w segmencie budowlanym.** W naszej ocenie jest to jedno z głównych ryzyk dla grupy – segment budowlany odpowiada za zdecydowaną większość przychodów spółki. Historycznie, głównymi klientami były ogólnopolskie sieci marketów, jednak tempo ich ekspansji w ostatnich latach spowolniło. W związku z tym, NVA rozszerzyło zakres usług i weszło w obszary logistyczny oraz budowy obiektów handlowych dla zewnętrznych odbiorców.
Ryzyko wzmożonej konkurencji w segmencie budowlanym. Obecnie na rynku budowlanym panuje zwiększona konkurencja, wynikająca z ciągle zmniejszonej aktywności na przetargach publicznych. W związku z tym, o kontrakty w sektorze prywatnym, konkuruje znacznie więcej podmiotów niż miało to miejsce historycznie, a to z kolei może wywierać dodatkową presję na marże segmentu.
- **Ryzyko zmienności cen materiałów budowlanych.** Na chwilę obecną, koszyk materiałów budowlanych (wg danych PUDS i PSB) jest nieco tańszy niż przed rokiem, co działa na korzyść spółek z obszaru budowlanego. Niemniej jednak, nagłe wahania cen materiałów, takich jak stal czy cement, mogą wywierać presję na rentowność, szczególnie w okresie zwiększonej konkurencji na rynku. NVA nie stosuje zabezpieczeń cen materiałów, z racji realizacji kontraktów o krótkim okresie realizacji (zazwyczaj 8-12 miesięcy).
- **Ryzyko wzrostu poziomu pustostanów w obiektach handlowych.** Segment najmu odpowiada za ok. 1/3 przychodów oraz blisko 80% wyników grupy, dlatego potencjalny wzrost poziomu pustostanów może mieć istotne przełożenie na skonsolidowane wyniki. Według ostatnich danych (wg stanu na koniec 2024 roku), poziom obłożenia wynosił 97%.
- **Ryzyka kursowe.** Spółka ma ekspozycję na ryzyko zmiany kursu EURPLN w dwóch aspektach. Po pierwsze, zdecydowana większość czynszów jest denominowana w EURPLN i umocnienie PLN negatywnie przekłada się na raportowane przychody. Po drugie, NVA ma ok. 74% zadłużenia zaciągnięte w EUR, i są to kredyty przypisane do obiektów komercyjnych.

Kluczowe dane finansowe

Figure 43. PA Nova – dane finansowe 2020-2034E

RZIS (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	162	200	206	351	284	257	271	275	280	284	289	294	298	303	308
Koszt własny sprzedaży	-123	-150	-151	-277	-224	-202	-210	-214	-218	-222	-225	-229	-233	-238	-242
Wynik brutto ze sprzedaży	39	49	56	74	60	54	60	61	62	63	63	64	65	66	67
Koszty sprzedaży i zarządu	-7	-7	-9	-10	-11	-10	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-13	-13	-13
Wynik netto ze sprzedaży	32	42	47	64	49	44	49	49	50	50	51	52	52	53	53
Pozostałe przychody/koszty	0	-2	-1	-1	-1	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-6	-6
EBITDA	37	43	48	64	55	52	54	53	53	53	53	53	53	52	53
EBIT	32	40	46	62	48	43	45	45	46	46	47	47	48	47	48
Koszty finansowe netto	-12	-12	-18	-19	-18	-19	-14	-13	-12	-11	-10	-8	-5	-1	0
Wynik przed opodatkowaniem	20	28	28	43	31	24	30	32	33	35	36	40	43	47	48
Podatek dochodowy	-4	-5	-5	-8	-8	-4	-6	-6	-6	-7	-7	-8	-8	-9	-9
Wynik netto	16	23	23	35	22	20	25	26	27	28	29	32	35	38	39

Bilans (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Aktywa trwałe	733	740	826	791	797	804	799	795	792	790	788	787	786	786	785
Nieruchomości inwestycyjne	670	660	692	637	657	657	657	657	657	657	657	657	657	657	657
Rzeczowe aktywa trwałe	14	19	18	45	26	39	33	29	26	24	23	22	21	20	20
Aktywa do sprzedaży	30	36	86	81	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Pozostałe aktywa trwałe	18	24	29	29	33	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Aktywa obrotowe	95	133	126	128	146	129	124	128	113	125	141	160	180	202	220
Zapasy	10	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	27	50	45	50	47	31	30	31	32	32	33	33	34	35	35
Środki pieniężne	44	64	57	65	60	79	75	78	63	74	90	108	127	149	167
Pozostałe aktywa obrotowe	14	13	22	13	39	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
Aktywa razem	828	872	951	920	943	933	923	923	905	915	930	947	966	988	1,006
Kapitał	395	420	435	478	496	512	529	546	564	583	602	624	648	674	701
Mniejszości	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zob. długoterminowe	345	318	310	259	351	321	296	278	242	232	228	223	219	214	205
Kredyty, pożyczki i leasing	306	284	271	217	308	280	254	236	200	191	186	182	177	172	163
Pozostałe zob. długoterminowe	39	34	39	42	43	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
Zob. krótkoterminowe	88	135	208	184	98	101	100	100	100	100	101	101	101	101	101
Zobowiązania handlowe	35	44	63	53	62	58	57	57	57	57	57	58	58	58	58
Kredyty, pożyczki i leasing	42	81	134	120	27	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Pozostałe zob. krótkoterminowe	11	9	11	10	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Pasywa razem	828	872	951	920	943	933	923	923	905	915	930	947	966	988	1,006
Dług (PLN m)	347	365	405	338	335	314	288	270	234	225	221	216	211	207	198
Dług netto (PLN m)	304	301	347	273	275	235	213	192	171	151	130	108	84	58	31

Rachunek przepł. (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przepływy z dział. oper.	83	-6	9	41	25	59	45	44	43	43	42	44	45	47	47
Wynik netto	16	23	23	35	22	20	25	26	27	28	29	32	35	38	39
Amortyzacja	5	3	2	2	6	9	9	8	7	6	6	6	5	5	5
Zmiana kapitału obrotowego	41	-20	68	-59	29	18	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1
Pozostałe	21	-12	-84	64	-32	12	11	10	9	8	7	7	6	5	4
Przepływy z dział. inwest.	-17	31	-10	-2	0	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5
Nakłady na nier.inw.	0	38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-17	-6	-10	-2	0	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5
Przepływy z dział. finan.	-61	-6	-75	-32	-29	-38	-45	-37	-54	-27	-22	-22	-21	-21	-25
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-26	7	-35	-28	-21	-14	-26	-18	-36	-9	-5	-5	-5	-5	-9
Dywidendy dla akcjonariuszy	-1	0	0	-6	-7	-8	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-12	-12
Odsetki zapłacone	-29	-9	-36	0	0	-16	-11	-10	-9	-8	-7	-7	-6	-5	-4
Pozostałe	-7	-4	-4	2	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana gotówki	5	20	-76	7	-4	19	-4	3	-15	11	16	18	20	22	18
Śr. pieniężne na koniec okr.	44	64	57	65	60	79	75	78	63	74	90	108	127	149	167

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Zastrzeżenia prawne

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Prózna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities S.A. uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki, o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nie weryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką. IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem dokumentu (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ASBIS Enterprise PLC, Izostal S.A., Medicalgorithmics S.A., P.A. NOVA S.A., Scope Fluidics S.A., VIGO Photonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), modeli zdyskontowanych dywidend (DDM), metody porównawczej, ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto (rNPV), wartości aktywów netto (NAV), sumy części (SoTP), lub wariantów tych metod, lub innych metod uznanych za właściwe. W powyższych wycenach są uwzględnione opinie autora lub autorów raportu, w tym prognozy finansowe dla spółki lub spółek. Subiektywne założenia autora/autorów raportu są oparte o wiedzę i doświadczenie i odgrywają istotną rolę w wycenie. Wykorzystywane są również założenia oparte o liczne zmienne ekonomiczne, w tym o stopy procentowe, inflację, kursy walutowe. Zmiana tych założeń może spowodować istotne różnice w opiniach autora/autorów oraz wycenie/wycenach.

Modele DCF przedstawiają oczekiwane kształtowanie się przepływów pieniężnych spółek i są powszechnie używane w sektorze finansowym. Modele DCF uwzględniają wiele uznaniowych założeń dotyczących modelu operacyjnego spółki, przyszłych wyników finansowych oraz otoczenia rynkowego. Modele DCF zazwyczaj prezentują tylko jeden wybrany wariant przyszłości, przez co do analizy różnych scenariuszy potrzebna jest analiza wrażliwości (dla założeń operacyjnych lub parametrów wyceny, lub obu tych obszarów jednocześnie). Słabe punkty metody DCF uwzględniają wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń oraz fakt, że metoda DCF prezentuje tylko jeden wybrany uznaniowy scenariusz przyszłości.

Modele DDM opierają się na oczekiwanym poziomie dystrybucji środków do akcjonariuszy w postaci dywidend. Umożliwiają one wycenę efektywnego poziomu strumienia pieniędzy z perspektywy akcjonariuszy (tylko w przypadku dywidend, modele DDM mogą nie w pełni uwzględniać skupy akcji). Słabymi punktami modeli DDM są wrażliwość na zmiany poszczególnych założeń operacyjnych lub dotyczących wyceny, nieuchwycenie całości łącznej dystrybucji do akcjonariuszy jeśli spółka przeprowadza skup akcji własnych równoległe z wypłaceniem dywidendy, oraz kładzenie mniejszego nacisku na specyficzną sytuację finansową spółki.

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakość i podobieństwo grupy porównawczej (w tym różnice w modelach biznesowych, otoczeniu operacyjnym, fazie wzrostu, itd.), selekcji porównywalnych spółek, jakości konsensusu prognoz wyników dla spółek porównywanych, oraz praktyce porównywania mnożników do średniej/mediany zamiast do historycznych premii/dyskont.

Metoda rNPV uwzględnia prawdopodobieństwa przypisane przyszłym przepływom gotówkowym, co pozwala oszacować specyficzne ryzyka. rNPV jest powszechnie stosowana w wycenach innowacyjnych spółek, bądź w przypadkach gdy określone kamienie milowe muszą być osiągnięte przed momentem regularnego generowania gotówki. Słabe punkty metody rNPV to subiektywne przypisanie zastosowanych wag ryzyka / dyskonta oraz wrażliwość na zmiany przyjętych poszczególnych założeń.

Metody NAV i SoTP są często używane w przypadkach wyceny osobnych części biznesu spółki w celu otrzymania skonsolidowanej wartości. NAV i SoTP mogą uwzględniać różne metody wyceny dla wybranych aktywów, w tym modele DCF i DDM, wycenę bazującą na docelowym mnożniku, wycenę rynkową, lub inne metody, które łącznie są często korygowane o dodatkowe uznaniowe dyskonta (jak na przykład dyskonto za strukturę holdingową). Słabe punkty metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją. Niniejszy dokument został przygotowany zgodnie z opinią, założeniami i wiedzą autora/autorów.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. W ostatnich dwunastu miesiącach IPOPEMA Securities S.A. nie sporządziła żadnej rekomendacji dotyczącej analizowanej/analizowanych spółki/spółek.

Niniejszy dokument stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

BVPS - wartość księgowa na akcję - wartość księgowa kapitału własnego spółki przypadająca akcjonariuszom dominującym podzielona przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

C/I (koszty/przychody) - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

D&A – amortyzacja.

DCF – zdyskontowany model przepływów pieniężnych – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych z właściwymi korektami (jak dług netto, itd., jeśli są potrzebne).

DDM – metoda zdyskontowanych dywidend – metoda wyceny bazująca na sumie zdyskontowanych przyszłych dywidend.

DPS – dywidenda na akcję – dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę istniejących akcji na moment dystrybucji z wyłączeniem akcji własnych.

DY – stopa dywidendy – dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez cenę akcji.

EBIT – zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA – zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

EPS – zysk na akcję – zysk netto (lub skorygowany zysk netto) podzielony przez liczbę istniejących akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

EV – wartość przedsiębiorstwa – kapitalizacja skorygowana o akcje własne, plus dług brutto, pomniejszony o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów, pomniejszony o wartość spółek stowarzyszonych, plus wartość kapitałów mniejszości.

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

EV/S lub EV/przychody – EV podzielone przez przychody.

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

FV – wartość godziwa – wartość godziwa spółki obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

LLP – rezerwy na straty kredytowe – koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

ND – dług netto – dług brutto i wartość leasingów (w zależności od standardu rachunkowości) pomniejszona o wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów.

Netto F&C – przychody z opłat i prowizji netto – przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

NII – wynik netto z tytułu odsetek – dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

NPL – pożyczka zagrożona – pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

P/BV – wskaźnik ceny do wartości księgowej – cena podzielona przez BVPS.

P/E – wskaźnik ceny do zysku – cena podzielona przez EPS.

PEG – wskaźnik P/E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle przez dany okres.

ROA – zwrot z aktywów – dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

ROE – zwrot z kapitału – dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny przypadający akcjonariuszom dominującym.

ROIC – zwrot z zainwestowanego kapitału – EBIT * (1 – stawka podatku) podzielona przez średni zainwestowany kapitał.

uFCF – underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wpływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszony o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend do akcjonariuszy mniejszościowych, powiększone o otrzymane dywidendy, powiększone jeśli konieczne o inne wpływy/wypływy specyficzne dla spółki w zależności od jej specyfiki/prezentacji.

uFCFps – uFCF podzielone przez liczbę akcji na koniec okresu z wyłączeniem akcji własnych.

WACC – średni ważony koszt kapitału.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną przekracza +10%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa -10% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy FV a ostatnią ceną jest poniżej -10%.

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 9 września 2025 o godzinie 7:30 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 kwietnia 2025 – 30 czerwca 2025)		Liczba	%
KUPUJ		15	73%
TRZYMAJ		2	13%
SPRZEDAJ		2	13%
Razem		15	100%

Historia ratingów – PA Nova

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
09/09/2025	KUPUJ	PLN 22.13	PLN 16.45	Adrian Górniak