



Dom Maklerski BDM S.A.

PA NOVA

RAPORT ANALITYCZNY

Ścieżka wynikowa, jaką prezentuje obecnie PA Nova, wypada w naszych oczach bardzo pozytywnie. W 1H'14 spółce udało się zdecydowanie poprawić wyniki finansowe. Podtrzymanie tej tendencji oczekujemy także w 2H'14. W tym okresie spodziewamy się rozliczenia 3-4 kontraktów budowlanych w ramach generalnego wykonawstwa. Zadowalająco wygląda również sytuacja segmentu najmu. Spółce udało się sprzedać parki handlowe, a realizacja tej transakcji pozwala na zapewnienie wkładu własnego na budowę galerii Galena. PA Nova dalej podtrzymuje plany zbycia obiektów w Myszkowie oraz Raciborzu (w 4Q'14), co wygenerowałoby kolejne środki pieniężne. Obecna wycena rynkowa jest naszym zdaniem dużo niższa od realnej wartości spółki i dlatego decydujemy się na podtrzymanie zalecenia Kupuj, wyznaczając jednocześnie ceną docelową na poziomie 19,09 PLN/akcję. Zarząd podtrzymuje chęć wprowadzenia stałej polityki dywidendowej (wg naszych założeń w latach 2014-15 można oczekiwać DPS na poziomie 0,5 PLN). W dłuższej perspektywie, po oddaniu Galeny i ewentualnej sprzedaży jednego z dużych obiektów, można oczekiwać znacznego zwiększenia dywidendy. Obecnie spółka jest handlowana przy wskaźnikach P/E na pułapie 7,5x i 7,1x na lata 2014-15 oraz P/BV rzędu 0,52-0,50x.

W strukturze przychodów PA Nova coraz większy udział mają wpływy z wynajmu. Pomimo zawirowań z jednym z najemców (sieć Avans z grupy Domex) spółce udało się poprawić wyniki segmentu. We wcześniejszym raporcie ostrzegaliśmy, że bankructwo sieci może obniżyć przychody ze sprzedaży o wpływ z 5 tys. m² powierzchni użytkowej. Obecnie deweloper znalazł najemcę na lokale po Avansie w trzech obiektach (Myszków, Odrzańskie, Miodowa) i zwiększenie obciążenia będzie widoczne w wynikach segmentu od 1Q'15. Od 2H'15 powierzchnia najmu wzrośnie nie tylko o galerię Galena, ale także o dwa mniejsze obiekty handlowe (Krosno, Kamienna Góra), dzięki czemu całkowita powierzchnia najmu zwiększy się powyżej 100 tys. m².

Obecnie głównym projektem PA Nova jest budowa galerii handlowej w Jaworznie. Spółka podpisała już umowy kredytowe z BOŚ o wartości 129 mln PLN. Pozostała część inwestycji zostanie sfinansowana środkami własnymi, które w części zostały pozyskane ze sfinalizowanej niedawno transakcji sprzedaży dwóch parków handlowych (Andrychów, Stalowa Wola) za kwotę 17,2 mln PLN netto (parki nie były obciążone zadłużeniem). Zakończenie budowy galerii Galena jest planowane na 4Q'15 i pozwoli to na wzrost przychodów segmentu najmu o ponad 21,0 mln PLN już w '16 oraz przyrost NOI o ok. 13,6 mln PLN. Otwarcie obiektu zwiększy również powierzchnię najmu do ok. 100 tys. m².

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	173,9	167,5	167,7	161,9	172,8	173,1
EBITDA [mln PLN]	32,5	24,8	31,7	37,1	36,1	47,7
EBIT [mln PLN]	29,7	21,9	28,9	34,7	34,4	45,9
Wynik netto [mln PLN]	21,2	17,6	15,5	20,5	21,4	25,9
P/BV	0,61	0,57	0,54	0,52	0,50	0,47
P/E	7,2	8,7	9,9	7,5	7,1	5,9
EV/EBITDA	7,4	14,3	11,9	10,6	13,3	9,6
EV/EBIT	8,1	16,3	13,0	11,4	13,9	9,9
DPS	0,0	0,5	0,0	0,5	0,5	0,6

KUPUJ

(poprzednio: Kupuj)

WYCENA 19,09 PLN

22 PAŹDZIERNIKA 2014

Wycena końcowa [PLN]	19,09
Potencjał do wzrostu / spadku	+25,0%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	15,2
Kapitalizacja [mln PLN]	152,7
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,85
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	14,35
Stopa zwrotu za 3 mc	-1,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-4,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-17,9%

Akcjonariat (% głosów):

Budoprojekt Sp. z o. o.	24,4%
Ewa Bobkowska	8,4%
Stanisław Lessaer	6,4%
Maciej Bobkowski	5,4%
Aviva Investors Poland S.A.	8,6%
Amplico PTE S.A.	8,0%
Pozostali	38,9%

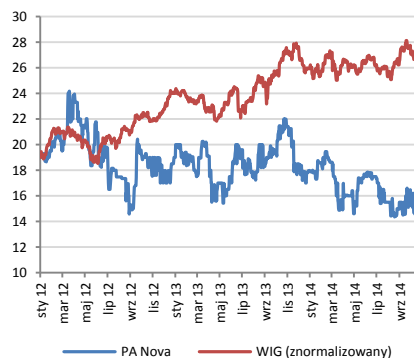
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA SPÓŁKI METODĄ SOTP	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	6
WYNIKI OBIEKTÓW WŁASNYCH NA WYNAJEM	9
PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY	11
OTOCZENIE RYNKOWE	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	18

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny PA Nova dokonaliśmy w oparciu o metodę SOTP. Oszacowaliśmy wartości poszczególnych obiektów komercyjnych w segmencie wynajmu oraz uwzględniliśmy wartość pozostałej działalności (segment budowlany). Dodatkowo przy wycenie uwzględniliśmy wycenę porównawczą. Oba metodom (wycenie SOTP oraz wycenie porównawczej) przypisaliśmy jednakową wagę. Końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie **190,9 mln PLN, czyli 19,09 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	191,0	19,10
A1	Wycena segmentu budowlanego	40,1	4,01
A2	NAV nieruchomości komercyjnych	150,9	15,09
B	Wycena porównawcza	190,7	19,07
C = (A*50%+B*50%) Wycena końcowa		190,9	19,09

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W 2Q'14 PA Nova kontynuowała trend poprawy wyników r/r. Znacznego progresu oczekujemy w 3Q'14, kiedy to deweloper wypracuje 39,1 mln PLN przychodów (+5,0% r/r) oraz 7,2 mln PLN EBIT. Na poziomie netto spółka powinna osiągnąć 3,8 mln PLN. Na tak dobre wyniki przełoży się m. in. rozliczenie 1 kontraktu budowlanego oraz poprawa w segmencie najmu. Pozytywnych tendencji spodziewamy się też w ujęciu całorocznym. Liczymy, że w '14 PA Nova zwiększy wynik operacyjny do 34,7 mln PLN, a zysk netto podniesie się do 20,5 mln PLN.

Obecnie głównym projektem PA Nova jest budowa galerii handlowej w Jaworznie. Spółka podpisała już umowy kredytowe z BOŚ o wartości 129 mln PLN. Pozostała część inwestycji zostanie sfinansowana środkami własnymi, które w części zostały pozyskane ze sfinalizowanej niedawno transakcji sprzedaży dwóch parków handlowych (Andrychów, Stalowa Wola) za kwotę 17,2 mln PLN netto (parki nie były obciążone zadłużeniem). Zakończenie budowy galerii Galena jest planowane na 4Q'15 i pozwoli to na wzrost przychodów segmentu najmu o ponad 21,0 mln PLN już w '16 oraz przyrost NOI o ok. 13,6 mln PLN. Otwarcie obiektu zwiększy również powierzchnię najmu do ok. 100 tys. m².

Spółkę wyceniamy poprzez metodę SOTP – podejście mnożnikowe dla działalności budowlanej oraz zakładany exit yield i prognozowany NOI dla nieruchomości komercyjnych. W wycenie sumy części uwzględniliśmy także gotówkę ze sprzedaży parków handlowych (1,72 PLN/akcję), korygując jednocześnie wartość nieruchomości inwestycyjnych. W wycenie działalności budowlanej postanowiliśmy obniżyć mnożnik P/E z 9,0x do 8,5x (spadki wyniku segmentu względem poprzedniego raportu).

Podsumowując, spodziewamy się, że przyszła ścieżka wynikowa powinna być odbierana pozytywnie przez inwestorów. Uważamy też, że struktura aktywów netto spółki w porównaniu do obecnej wyceny rynkowej jest korzystna do budowania pozycji na walorach PA Nova. Dlatego, **podtrzymujemy zalecenie Kupuj z poprzedniej rekomendacji i ustalamy cenę docelową na poziomie 19,09 PLN/akcję**. Dodatkowo podkreślamy zapowiedź wprowadzenia stałej polityki dywidendowej, co również będzie istotne w sytuacji kiedy spółka nie planuje szybkiej sprzedaży głównych galerii handlowych (przyjęliśmy przynajmniej 0.5 PLN/akcję w latach 2014-2015). Obecnie spółka jest handlowana wg naszych założeń przy wskaźnikach P/E na lata 2014-2015 na poziomie odpowiednio 7,5x i 7,1x, oraz przy P/BV na pułapie 0,52-0,50x.

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 **191,0 mln PLN, czyli 19,10 PLN/akcję**.

Wycena spółki metodą SOTP [PLN]

	Rodzaj aktywów	Wartość	Komentarz
A=(A1+A2+A3+A4+A5-A6)	Segment wynajmu	150,9	
A1	Projekty ukończone [mln PLN]	318,3	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku [mln PLN]	4,5	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln PLN]	7,8	Wartość bilansowa z dyskontem
A4	Inwestycje krótkoterminowe (gotówka) [mln PLN]	16,2	Wartość bilansowa na koniec 2Q'14
A5	Gotówka ze sprzedaży parków	17,2	Transakcja miała miejsce w połowie października
A6	Dług % segmentu (kredyty) [mln PLN]	213,2	Wartość bilansowa na koniec 2Q'14
B	Pozostała działalność (budowlana, projektowa, IT)	40,13	Metoda P/E = 8,5x na lata 2014-15
C=A+B	Wycena SOTP	191,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny segmentu wynajmu:

- W segmencie obiektów handlowych utrzymywanych na użytek własny oczekujemy sprzedaży 2-ech parków handlowych w 4Q'14. Środki pozyskane z transakcji mają zostać przeznaczone na finansowanie budowy galerii w Jaworznie (alternatywnym scenariuszem będzie leasing).
- Zakładamy, że spółka nie dokona innych transakcji sprzedaży galerii handlowych w najbliższych latach.
- Spodziewamy się, że PA NOVA zakończy budowę galerii Galena do końca '15. Spółka powinna także zrealizować jeden obiekt magazynowy do końca '14.
- W wycenie uwzględniamy również gotówkę otrzymaną ze sprzedaży 2 parków handlowych w październiku 2014.

A1. Założenia do projektów ukończonych

Projekty ukończone	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz brutto [EUR/m2]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]*						
						-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,5%	+0,75%
Miodowa	Galeria	10,8	10,3	3,3	8,5%	42,8	41,5	40,2	39,0	37,9	36,8	35,9
Sanowa	Galeria	22,0	15,0	9,8	8,5%	126,9	123,0	119,2	115,7	112,4	109,3	106,3
Odrzańskie Ogrody	Galeria	22,0	16,2	10,7	8,5%	137,5	133,2	129,1	125,3	121,8	118,4	115,2
P.H. Myszków	Park handlowy	1,6	10,2	0,5	9,5%	5,9	5,7	5,6	5,4	5,3	5,2	5,0
P.H. Racibórz	Park handlowy	1,4	7,1	0,3	9,5%	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0
P.H. Chorzów	Park handlowy	3,4	6,5	0,3	9,5%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Doosan	Magazyn	8,0	6,9	2,8	9,5%	32,0	31,2	30,3	29,5	28,8	28,0	27,4
Suma/średnia		73,2	10,7	29,1	9,2%	348,7	337,9	327,8	318,3	309,3	300,8	292,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz brutto [EUR/m2]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]	Szacowany CAPEX [mln PLN]*	MV-CAPEX [mln PLN]	Zdyskontowana wartość MV-CAPEX [mln PLN]
Galena**	galeria	31,5	14,5	13,6	8,5%	160,5	155,5	5,0	4,5

*pozostały CAPEX na realizację inwestycji

** Założenia przyjęte do wyceny Galeny traktujemy jako konserwatywne. Przyjmujemy stawkę czynszu brutto na poziomie 14,5 EUR/m2, co ma docelowo generować NOI bliski 13,6 mln PLN. Zaznaczamy, że jest to podejście zachowawcze i w przyszłości będziemy chcieli dokonać korekt in plus.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	Planowane przeznaczenie	BV [mln PLN]	BV z dyskontem [mln PLN]
Zamość	Galeria	6,0	4,8
Przemyśl	-	3,7	3,0
Razem		9,7	7,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

PA NOVA posiada dość specjalistyczne kompetencje w obszarze projektowania i procesu wykonawczego przy realizacji obiektów handlowych na zlecenie sieci handlowych (Kaufland, Tesco, Netto). Naszym zdaniem jest to mocna strona spółki i PA NOVA historycznie wykazywała dobre marże na tego typu realizacjach. Liczymy zatem, że w przyszłości również ten obszar działalności będzie miał istotną kontrybucję do wyników skonsolidowanych (dodatkowo korzystny wpływ na wyniki segmentu budowlanego będzie miała realizacja magazynów/hal przemysłowych i logistycznych, być może też budowa hoteli). Tym samym pomimo coraz trudniejszej sytuacji na rynku budów dla sieci handlowych (postępujące nasycenie tego typu obiektami) zakładamy, że obszar ten utrzyma w najbliższych latach swoją dotychczasową skalę działania (docelowo w modelu przyjęliśmy wynik segmentu na poziomie ok. 8 mln PLN).

W wycenie decydujemy się przyjąć wartość tego obszaru działania w oparciu o mnożnik $P/E=8,5x$ (w poprzednim raporcie mnożnik P/E wynosił $9,0x$, jednak zdecydowaliśmy się go obniżyć z racji niższych wyników segmentu po aktualizacji backlogu). Szacujemy, że w latach 2014-2015 wynik netto omawianych obszarów działalności wyniesie odpowiednio 5,3 mln PLN i 4,2 mln PLN. Tym samym implikowana wartość tych segmentów w modelu wynosi ok. 40,1 mln PLN, czyli 4,01 PLN/akcję. Naszym zdaniem przedstawione podejście jest bardzo konserwatywne, gdyż sam park ziemi posiadany przez spółkę na koniec 2Q'14 (pod przyszłe realizacje obiektów handlowych) wynosił prawie 38 mln PLN.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-16 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 (20%/40%/40%). W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2014-15 jest notowana z ok. 20%-owym dyskontem względem podmiotów krajowych. Z uwagi na niską płynność walorów oraz małą skalę działalności zdecydowaliśmy się na 30%-owe dyskonto wartości walorów. Ostateczna wycena PA NOVA metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **19,1 PLN**, czyli o 24,9% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Podsumowanie wyceny porównawczej

	młn PLN	PLN
A. Deweloperzy krajowi	158,9	15,9
B. Deweloperzy zagraniczni	222,5	22,3
C = A*50% + B*50%	190,7	19,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Wycena porównawcza deweloperów krajowych

	Cena [PLN]	P/E			P/BV		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
ECHO INVESTMENT S.A.	6,20	10,5	12,8	11,0	0,9	0,8	0,8
GLOBE TRADE CENTRE SA	5,75	17,0	5,7	4,8	0,7	0,6	0,5
LC CORP SA	1,79	15,1	12,7	8,3	1,4	1,3	1,1
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	25,56	40,3	42,9	28,1	0,6	0,6	0,6
Mediana		15,1	12,7	8,3	0,7	0,6	0,6
PA Nova	15,27	7,5	7,2	5,9	0,5	0,5	0,5
Premia/dyskonto		-50,5%	-43,5%	-28,7%	-20,4%	-18,9%	-27,1%
Wycena wg wskaźnika		30,9	27,0	21,4	19,2	18,8	21,0
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			25,6			19,7	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Premia/dyskonto			-30%				
Wycena 1 akcji [PLN]			15,9				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza deweloperów zagranicznych

	Cena	P/E			P/BV		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Unibali-Rodamco	167,70	15,6	14,6	13,7	1,1	1,0	0,9
Atrium European Real Estate	4,10	16,5	11,7	10,8	0,7	0,7	0,7
CA Immobilien	15,10	22,2	16,1	15,0	0,7	0,7	0,7
Deutsche Euroshop	34,19	15,3	15,0	13,6	1,2	1,2	1,1
Immofinanz	2,31	21,5	20,4	18,8	0,9	0,8	0,8
Kleppiere	32,63	16,2	15,9	15,3	1,7	1,7	1,6
Mediana		16,3	15,4	14,4	1,0	0,9	0,9
PA Nova		7,5	7,2	5,9	0,5	0,5	0,5
Premia/dyskonto		-54,3%	-53,5%	-58,8%	-46,3%	-46,3%	-48,0%
Wycena wg wskaźnika		33,4	32,8	37,0	28,4	28,4	29,4
Waga roku		20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wycena wg wskaźników			34,6			28,8	
Waga wskaźnika			50%			50%	
Premia/dyskonto			-30%				
Wycena 1 akcji [PLN]			22,3				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko złego najemcy**
Spółka jest narażona na ryzyko „złego najemcy”, co wiąże się z opóźnieniami w płatnościach lub nawet ich brakiem, a tym samym spadkiem przychodów w segmencie najmu. Przykładem może być tu sieć artykułów RTV/AGD Avans z grupy Domex, która złożyła niedawno wniosek o upadłość układową (sklepy Avans są obecne w 4-ech obiektach posiadanych przez PA Nova).
- **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 zmniejszeniu, jednak wraz z nasyceniem rynku dużymi obiektami nie należy wykluczyć, że w dłuższym okresie czasu spółka będzie zmuszona do korekty opłat z wynajmu powierzchni.
- **Budowa galerii Galena w Jaworznie i jej przyszłe wyniki**
Spółka w styczniu zapewniła finansowanie na realizację budowy galerii Galena w Jaworznie (szczegółowy opis znajduje się w osobnym rozdziale). Uważamy, że położenie tej galerii oraz brak bezpośredniej konkurencji w Jaworznie wpłynie korzystnie na przyszłą ocenę projektu. Inwestorzy powinni mieć jednak na uwadze, że ewentualne perturbacje związane z procesem budowy i jej przyszłym funkcjonowaniem mogą wpływać negatywnie na wycenę spółki.
- **Ryzyko stopy procentowej**
Spółka zaciągnęła kredyty na budowę własnych obiektów handlowych. Na koniec 2Q'14 poziom zadłużenia wynosi 233,7 mln PLN. W związku z budową galerii w Jaworznie zadłużenie z tytułu kredytów na koniec 2015 roku wzrośnie do ok. 280 mln PLN (nie wliczając dofinansowania z programu Jessica). Szacujemy, że w sytuacji podwyżki stóp procentowych o 1 pkt % z obecnego poziomu wynik netto spółki w skali 2014 roku spadłby o ok. 1,5-2 mln PLN. W modelu nie uwzględniamy zmiany stóp procentowych.
- **Ryzyko walutowe**
W związku z zaciągniętymi kredytami w EUR oraz naliczaniem stawek czynszowych w galeriach w EUR spółka ma ekspozycję na wahania EUR/PLN. Zmiana o 1 pkt. % wpłynie na wzrost/spadek o 2,2 mln PLN.
PA Nova stara się ograniczyć przedmiotowe ryzyko poprzez hedging naturalny (dopasowanie waluty czynszu do waluty kredytów). Niemniej należy mieć świadomość, że w średnim i dłuższym terminie osłabienie PLN względem EUR może być czynnikiem odstrasżającym najemców. Wreszcie wahania EUR/PLN wpływają na pozostałe całkowite dochody poprzez wycenę bilansową kredytów.
- **Ryzyko kredytowe**
Zadłużenie z tytułu kredytów na koniec 2Q'14 wynosiło 233,7 mln PLN. Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych i RzAT (posiadane galerie i parki handlowe) była na poziomie ok. 435,7 mln PLN. Tym samym wskaźnik LTV na koniec 2Q'14 wynosił ok. 48,9%. Przy obecnych kursach walutowych na koniec 2015/16 roku (po otwarciu Galeny) LTV powinno wynosić ok. 58,4%. Z obecnej perspektywy ryzyko utraty płynności oceniamy jako małe. Zwracamy też uwagę, że w sytuacji napięcia płynnościowego zarząd spółki byłby bardziej „zdeteminowany” do sprzedaży jednego z własnych obiektów.
- **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'2014

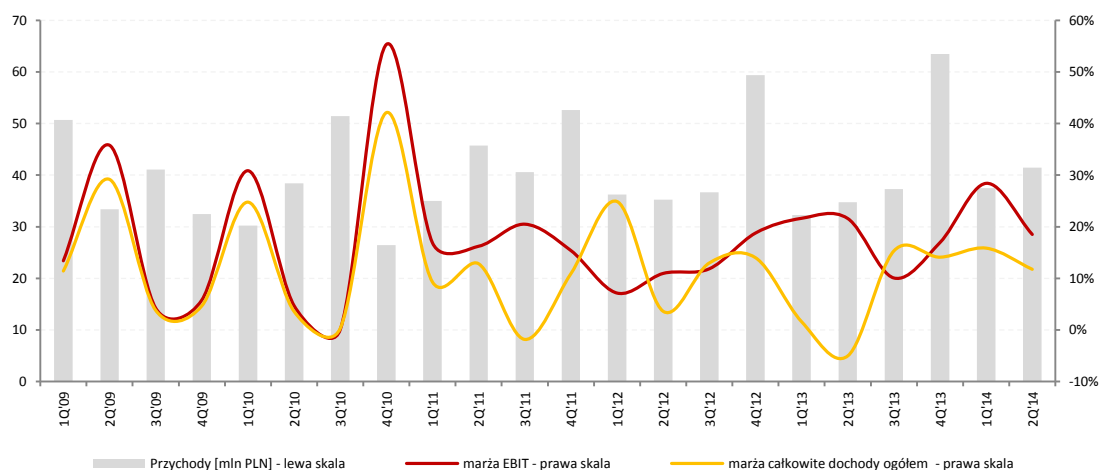
W ujęciu skonsolidowanym 2Q'14 okazał się lepszy przychodowo r/r (wzrost o 19,4%), co w dużej mierze jest efektem wzrostu przychodów w segmencie najmu oraz rozliczenia 3 projektów z działalności budowlanej. Wynik brutto ze sprzedaży spadł jednak o 1,7% do 8,9 mln PLN. Poziom EBITDA wzrósł do 8,3 mln PLN (+0,9% r/r), a zysk operacyjny wyniósł 7,7 mln PLN (+0,2 mln PLN r/r). Wynik netto był bliski 4,3 mln PLN, a całkowite dochody netto zwiększyły się do 4,9 mln PLN (+6,6 mln PLN r/r).

Wyniki skonsolidowane PA NOVA [mln PLN]

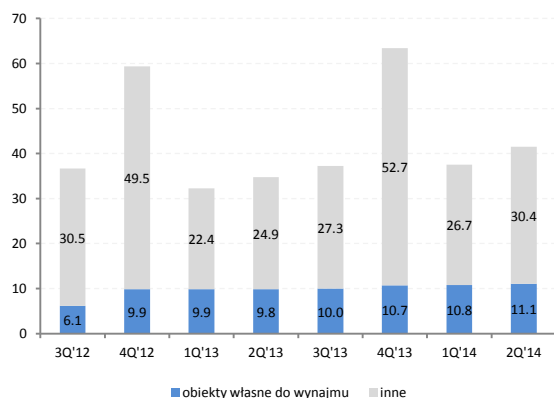
	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	34,8	41,5	19,4%	67,0	79,0	17,8%	167,5	167,7	0,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,1	8,9	-1,7%	16,9	20,4	20,8%	28,7	34,7	20,8%
EBITDA	8,2	8,3	0,9%	15,9	19,5	22,4%	24,8	31,7	27,5%
EBIT	7,5	7,7	2,3%	14,5	18,3	26,5%	21,9	28,9	32,2%
Zysk brutto	5,3	5,3	1,4%	10,3	13,8	33,6%	22,1	19,5	-11,7%
Zysk netto	4,2	4,3	2,2%	8,3	11,1	33,9%	17,6	15,5	-12,2%
Inne całkowite dochody/straty	-6,0	0,6		-9,5	-0,2		5,7	-2,1	
Całkowite dochody netto	-1,7	4,9	-	-1,2	10,8	-982,0%	23,4	13,4	-42,5%
marża brutto ze sprzedaży	26,1%	21,5%		25,2%	25,8%		17,1%	20,7%	
marża EBITDA	23,6%	20,0%		23,7%	24,7%		14,8%	18,9%	
marża EBIT	21,6%	18,5%		21,6%	23,2%		13,1%	17,3%	
marża netto	12,1%	10,4%		12,3%	14,0%		10,5%	9,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

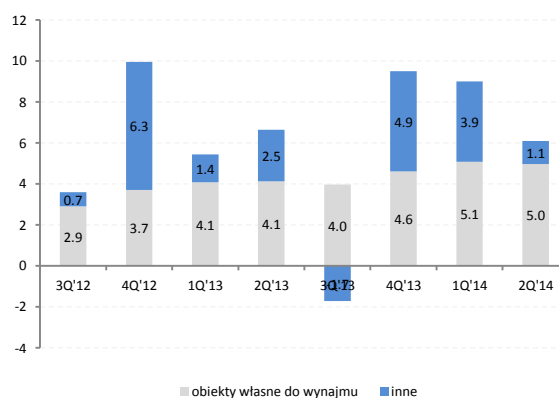
Wyniki skonsolidowane spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Przychody w podziale na segmenty



Wyniki segmentów (z uwzględnieniem kosztów finansowych)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

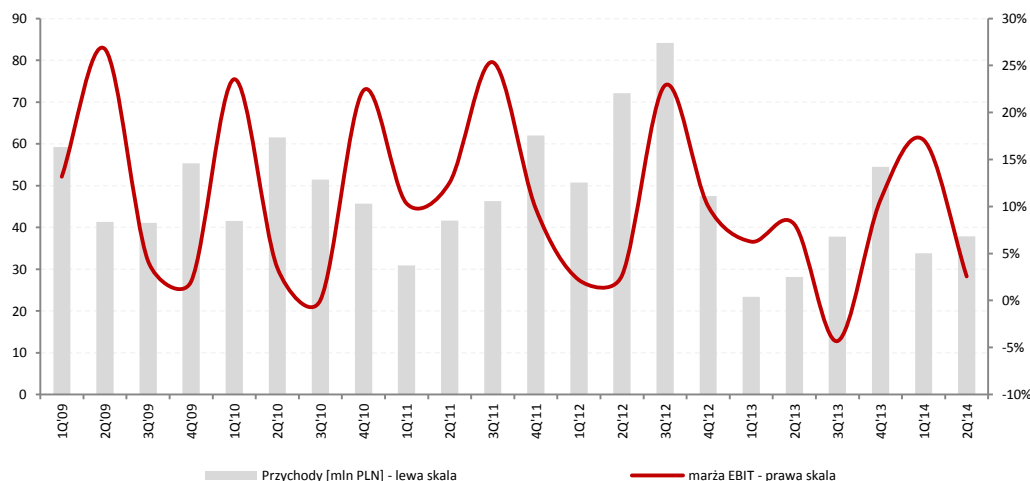
W ujęciu jednostkowym przychody osiągnięte w 2Q'14 okazały się lepsze o 35% niż w 2Q'13. Mimo to marża brutto ze sprzedaży spadła do 5,3%. Niższy okazał się także poziom EBITDA, która wyniosła 1,5 mln PLN (-47% r/r) oraz zysku netto, który był bliski 2,4 mln PLN (-0,1 mln PLN r/r).

Wyniki jednostkowe PA NOVA [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody	28,1	37,9	35%	51,5	71,6	39,1%	254,4	143,8	-43%
Wynik brutto ze sprzedaży	3,5	2,0	-42%	5,8	8,4	43,9%	27,8	11,9	-57%
EBITDA	2,8	1,5	-47%	4,9	7,7	56,9%	29,4	10,2	-65%
EBIT	2,3	1,0	-58%	3,7	6,7	79,9%	27,0	7,9	-71%
Zysk netto	2,5	2,4	0%	4,6	7,9	73,8%	25,8	9,0	-65%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	12,3%	5,3%		11,4%	11,8%		10,9%	8,3%	
Marża EBITDA	10,1%	4,0%		9,5%	10,7%		11,6%	7,1%	
Marża zysku netto	8,7%	6,5%		8,9%	11,1%		10,6%	5,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Wyniki jednostkowe spółki w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI OBIEKTÓW WŁASNYCH NA WYNAJEM

Spółka uzyskuje wpływy z najmu, z własnych obiektów handlowych. W 2Q'14 na rezultaty tej działalności składało się 8 inwestycji. Największy udział miały galerie handlowe (Miodowa, Sanowa oraz Odrzańskie Ogrody), które łącznie wygenerowały ok. 85% wpływów segmentu.

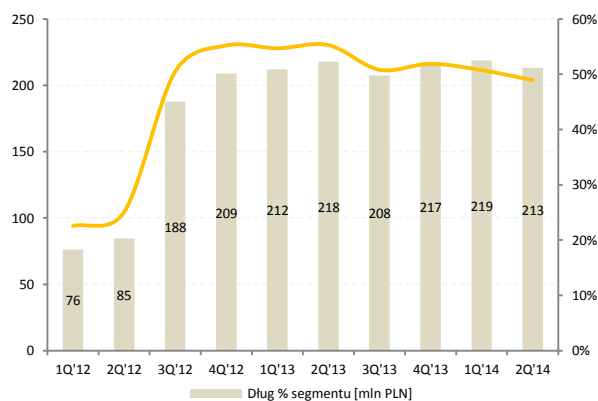
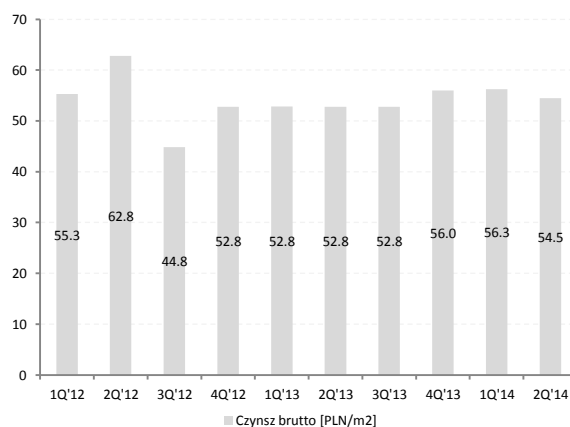
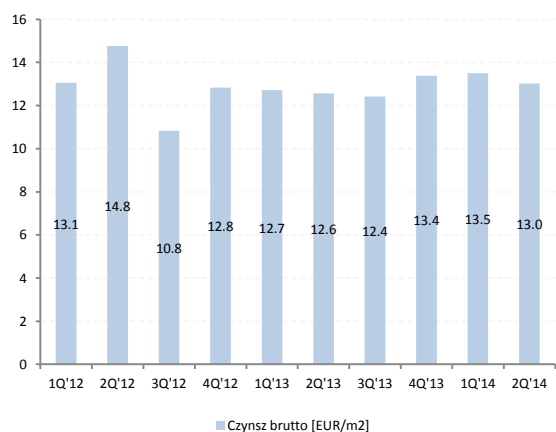
W 2Q'14 PA Nova znacznie poprawiła wyniki obiektów własnych. Przychody kwartalne wzrosły o 12,5% r/r do 11,1 mln PLN (w 2Q'13 było to 9,8 mln PLN). Progres wynika z oddania do użytku parku handlowego w Myszkowie, który rozpoczął swoją działalność pod koniec 3Q'13. Poprawa była odczuwalna na poziomie NOI, który wzrósł do 7,1 mln PLN (+19,2% r/r). Znacznemu polepszeniu uległ także wynik segmentu, który po odjęciu kosztów sprzedaży oraz kosztów finansowych wyniósł 5,0 mln PLN (+0,9 mln PLN r/r). W 2Q'14 zauważalny był wzrost stawki brutto, która zwiększyła się r/r o 0,4 EUR/m2 (wpływ przekazania magazynu dla Doosan). Pozytywnie natomiast odbieramy spadek wskaźnika zadłużenia segmentu w relacji do jego nieruchomości inwestycyjnych oraz RzAT. W 2Q'14 obniżył się on do 48,9%, a dług oprocentowany wynajmu był bliski 213,2 mln PLN.

Wyniki segmentu wynajmu [mln PLN]

	2Q'13	2Q'14	zmiana r/r	1H'13	1H'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r
Przychody [mln PLN]	9,8	11,1	12,5%	19,7	21,85	10,9%	26,4	40,4	52,8%
Koszty segmentu [mln PLN]	3,9	4,0	2,3%	7,9	7,79	-1,4%	10,6	16,1	51,9%
NOI [mln PLN]	6,0	7,1	19,2%	11,8	14,05	19,1%	15,9	24,3	53,4%
Koszty finansowe netto [mln PLN]	1,8	2,1	16,5%	3,6	4,01	11,6%	4,9	7,5	55,3%
Wynik segmentu po kosztach finansowych [mln PLN]	4,1	5,0	20,4%	8,2	10,04	22,4%	11,0	16,8	52,6%
Marża segmentu	60,5%	64,1%		59,9%	64,3%		60%	60%	
Marża segmentu po kosztach finansowych	41,9%	44,8%		41,6%	46,0%		42%	42%	
GLA eop [tys. m2]	62,2	71,8	15,4%	62,2	71,8	15,4%	62,2	63,8	2,6%
Czynsz brutto [PLN/m2]	52,8	54,5	3,2%	52,8	54,5	3,2%	35,4	53,4	50,9%
Czynsz netto [PLN/m2]	31,9	34,9	9,3%	31,9	34,9	9,3%	21,2	32,2	51,5%
Czynsz brutto [EUR/m2]	12,6	13,0	3,6%	12,6	13,0	3,6%	8,5	12,7	50,5%
Czynsz netto [EUR/m2]	7,6	8,3	9,8%	7,6	8,3	9,8%	5,1	7,7	51,1%
Zobowiązania % segmentu [mln PLN]	217,8	213,2	-2,1%	217,8	213,2	-2,1%	208,8	217,2	4,0%
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT segmentu [mln PLN]	394,1	435,7	10,6%	394,1	435,7	10,6%	335,0	418,5	24,9%
Zobowiązania % / wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych + RZAT	55,3%	48,9%		55,3%	48,9%		62,3%	51,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki operacyjne segmentu wynajmu



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 2014 I KOLEJNE OKRESY

W naszej opinii '14 zapowiada się zdecydowanie lepiej od '13. Oczekujemy wzrostu przychodów w segmencie wynajmu oraz nieznacznego spadku wpływów z tyt. generalnego wykonawstwa i z działalności informatycznej. Zysk operacyjny powinien wzrosnąć do 34,7 mln PLN (+5,8 mln PLN r/r), a wynik netto powinien być bliski 20,5 mln PLN. W kolejnych latach spółka może poprawiać marżę EBIT (do 26% w '16) oraz netto (ok. 17% w '16). Równocześnie należy się liczyć ze wzrostem poziomu zadłużenia do 270,7 mln PLN na koniec 4Q'14. W naszych założeniach rok 2015 zapowiada się lepiej r/r. Impulsem do większej poprawy wyników mogą być kontrakty na budowę magazynów, czego nie uwzględniamy w modelu. Spodziewamy się, że dalszy wzrost wyników nastąpi w 2016 r. na co istotny wpływ będzie miała galeria w Jaworznie.

W obszarze najmu zakładamy, że 3Q'14, jak i '14 okażą się dla spółki lepsze r/r. Obiekty handlowe, które obecnie posiada deweloper wygenerują ok. 43,6 mln PLN przychodów w '14, co po części będzie wynikało ze zmniejszenia pustostanów w galerii Miodowa oraz Odrzańskie Ogrody. In plus wpłynęło też oddanie do użytku hali produkcyjno-magazynowej Doosan w Rybniku, która została przekazana w 2Q'14. Zwracamy również uwagę na wzrost marży NOI do 61% w '14 oraz 64% '16. Na obniżenie przychodów w 1H'15 będzie wpływać sprzedaż parków handlowych, która miała miejsce w 4Q'14 (-1,1 mln PLN w 1H'15). W kolejnych latach powierzchnia użytkowa najmu wzrośnie o ok. 42 tys. m², na co złożą się powierzchnie galerii Galena (31,5 tys. m² GLA) oraz 2 parki handlowe, które spółka zamierza wybudować (GLA ok. 8,3 tys. m²). Rozpoczęcie funkcjonowania Galeny spowoduje skokowy wzrost przychodów z wynajmu w '16 o 21,0 mln PLN względem '15.

Naszym zdaniem stabilne wyniki będzie utrzymywał segment generalnego wykonawstwa. Opierając się na backlog'u spółki oczekujemy nieznacznego spadku przychodów segmentu w '14. Oczekujemy, że deweloper rozliczy w 3Q'14 jeden duży kontrakt budowlany. Lepszy powinien być 4Q'14, kiedy to rozliczone mogą być 3 kontrakty budowlane. W kolejnych latach spodziewamy się realizacji 5-6 kontraktów rocznie, przy jednoczesnym utrzymaniu poziomu marży brutto na poziomie ok. 9-10%. Z optymizmem patrzymy także na rozwój działalności budowlanej magazynów i hal przemysłowych małego i średniego formatu. W tym przypadku PA NOVA zamierza tworzyć obiekty na zasadzie formatu B-t-S (*Build to Suit*).

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

KOMENTARZ DO TRANSAKЦИИ SPRZEDAŻY PARKÓW HANDLOWYCH

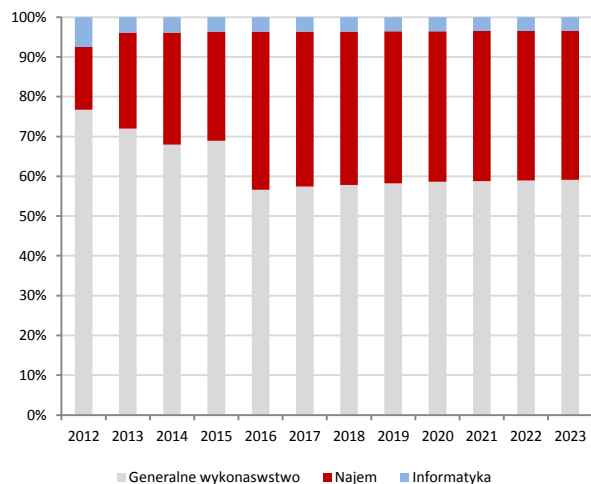
PA Nova sprzedała na rzecz Peppercorn 2 obiekty handlowe w Stalowej Woli i Andrychowie. Wartość netto transakcji wyniosła 17,2 mln PLN, co pozwoli na rozpoznanie 1,8 mln PLN zysku w 4Q'14 (wartość księgowa nieruchomości to ok. 15,4 mln PLN). Pozyskane w ten sposób środki mają być przeznaczone na uzupełnienie wkładu własnego w projekcie Galena. Wcześniej zarząd dewelopera komunikował rynkowi, że zamierza sprzedać 3 parki (oprócz dwóch wymienionych jeszcze obiekt w Myszkowie o pow. najmu wynosi 1,6 tys. m²). Oczekujemy, że końcówce 4Q'14 deweloper może zbyć obiekty w Raciborzu i Myszkowie. W naszej opinii jest to dobry sygnał. Transakcja nie tylko pozwoliła na złuzowanie bilansu i pozyskanie kapitału, ale także pozwoli na skupienie się na dużych galeriach posiadanych przez spółkę.

Założenia do modelu [mln PLN]

PA NOVA	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	32,3	34,8	37,3	63,4	37,5	41,5	39,1	43,8	167,5	167,7	161,9	172,8	173,1
Wynik brutto ze sprzedaży	7,8	9,1	4,9	12,9	11,5	8,9	9,1	9,8	28,7	34,7	39,2	40,7	52,3
EBITDA	7,7	8,2	4,4	11,3	11,2	8,3	7,9	9,8	24,8	31,7	37,1	36,1	47,7
EBIT	7,0	7,5	3,7	10,7	10,6	7,7	7,2	9,1	21,9	28,9	34,7	34,4	45,9
Zysk netto	4,1	4,2	1,0	6,2	6,8	4,3	3,8	5,5	17,6	15,5	20,5	21,4	25,9
Inne całkowite dochody/straty	-3,5	-6,0	4,7	2,8	-0,8	0,6	-0,6	0,0	5,7	-2,1	-0,9	0,7	3,6
Całkowite dochody netto	0,5	-1,7	5,7	9,0	6,0	4,9	3,2	5,5	23,4	13,4	19,6	22,1	29,5
marża EBIT	21,6%	21,6%	10,0%	16,9%	28,4%	18,5%	18,5%	20,9%	13,1%	17,3%	21,4%	19,9%	26,5%
marża dochody netto	1,6%	-5,0%	15,3%	14,1%	15,9%	11,8%	8,2%	12,7%	14,0%	8,0%	12,1%	12,8%	17,0%
Segment wynajmu	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	9,9	9,8	10,0	10,7	10,8	11,1	11,2	10,6	26,4	40,4	43,6	44,2	66,2
NOI	5,8	6,0	6,0	6,6	6,9	7,1	6,5	6,1	15,8	24,3	26,6	27,7	42,3
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	4,1	4,1	4,0	4,6	5,1	5,0	4,7	4,5	11,0	16,8	19,3	21,8	30,4
marża NOI	59,2%	60,5%	59,7%	61,3%	64,5%	64,1%	58,0%	57,2%	60,0%	60,2%	61,0%	62,7%	63,9%
marża segmentu po kosztach finansowych	41,4%	41,9%	39,7%	43,0%	47,2%	44,8%	42,3%	42,3%	41,6%	41,5%	44,1%	49,3%	45,9%
EUR/PLN eop	4,18	4,33	4,22	4,15	4,19	4,18	4,18	4,18	4,09	4,15	4,18	4,10	4,00
GLA eop [tys. m2]	63,6	63,6	65,2	65,2	65,2	73,2	73,20	69,20	63,6	65,2	69,20	73,50	105,00
Czynsz brutto [PLN/m2]	51,7	51,6	51,6	54,8	55,0	53,4	50,8	49,7	234,6	52,3	54,1	51,6	61,8
Czynsz brutto [EUR/m2]	12,4	12,3	12,2	13,1	13,2	12,8	12,2	11,9	8,3	12,5	13,0	12,6	15,3
Zobowiązania % [mln PLN]	212,1	217,8	207,5	217,2	218,8	213,2	258,5	270,7	208,8	217,2	270,7	353,4	332,1
Nieruchomości inwestycyjne + RZAT [mln PLN]	387,9	394,1	408,5	418,5	431,3	435,7	417,3	447,4	335,0	418,5	447,4	568,0	568,3
Zobowiązania % / aktywa segmentu	54,7%	55,3%	50,8%	51,9%	50,7%	48,9%	61,9%	60,5%	62,3%	51,9%	60,5%	62,2%	58,4%
Pozostałe obszary	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	2012	2013	2014	2015	2016
Przychody	22,4	24,9	27,3	52,7	26,7	30,4	28,0	33,2	141,1	127,4	118,3	128,6	107,0
Wynik segmentu (z kosztami finansowymi)	1,4	2,5	-1,7	4,9	3,9	1,1	1,9	3,1	10,0	7,2	10,0	10,4	7,4
marża segmentu po kosztach finansowych	6%	10%	-6%	9%	15%	4%	7%	9%	7%	6%	8%	8%	7%

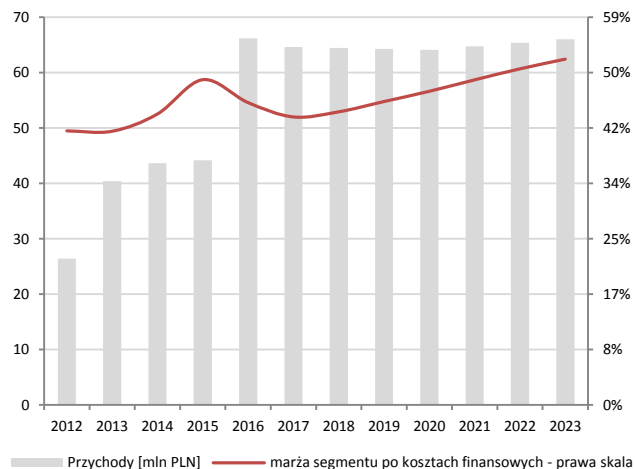
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza struktury przychodów w podziale na segmenty



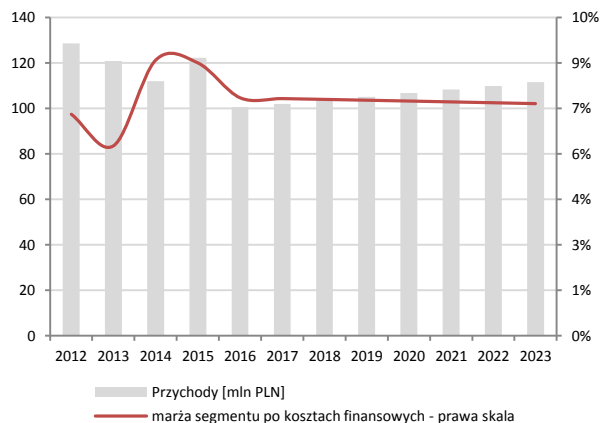
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów z tyt. najmu w latach 2012-2023



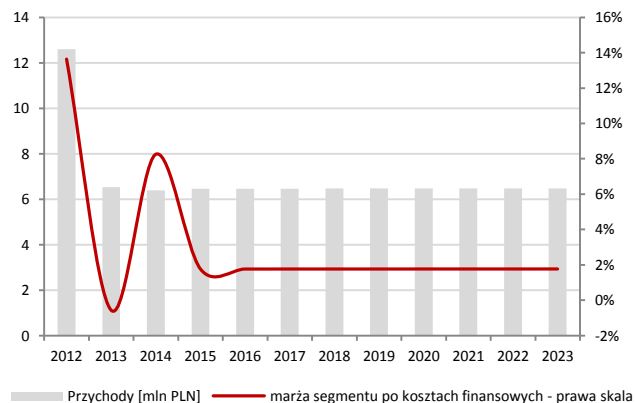
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza przychodów segmentu budowlanego w latach 2012-2023



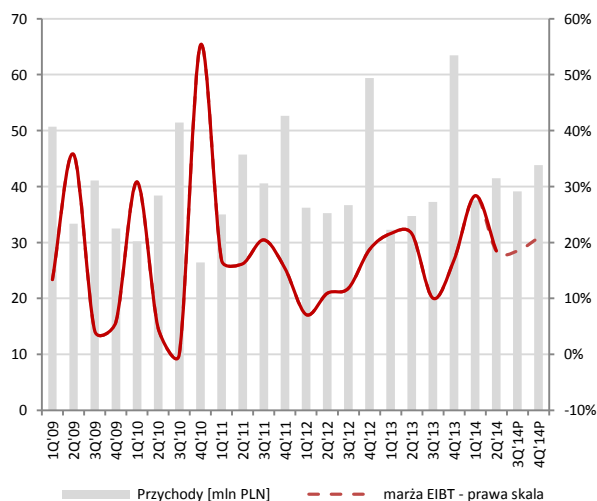
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przychody vs koszty działu informatycznego [mln PLN]



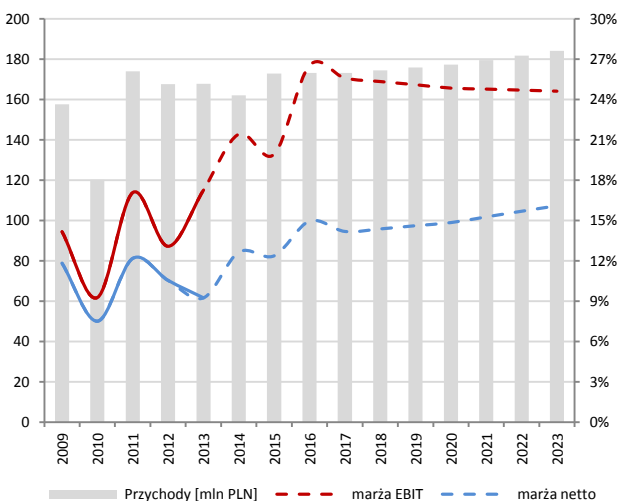
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza marż EBIT oraz EBITDA w kolejnych okresach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Prognoza marż zysku brutto oraz zysku netto w kolejnych latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Zmiany w modelu, których dokonaliśmy, nie są znaczące. Zaktualizowaliśmy backlog i terminy rozliczeń kontraktów budowlanych. Uwzględniliśmy także sprzedaż dwóch parków handlowych (Stalowa Wola, Andrychów), która miała miejsce 16 października 2014 r. Spółka pokazała na tej transakcji ok. 1,8 mln PLN zysku (wartość księgowa ok. 15,4 mln PLN), co jest widoczne w wynikach 4Q'14. W poprzednim raporcie nie uwzględnialiśmy dodatniego wyniku na transakcji sprzedaży. W modelu zmieniliśmy także kurs walutowy EUR/PLN, który nieznacznie obniżył nasze prognozy w długim terminie w segmencie najmu. Według obecnych założeń przychody ze sprzedaży w '14 wyniosą 161,9 mln PLN (-3,3% względem wcześniejszego raportu), ale wynik operacyjny powinien okazać się wyższy niż zakładaliśmy wcześniej o 4,5% (34,7 mln PLN).

Zmiany w założeniach w porównaniu z raportem z maja '14

	2014 stara	2014 nowa	zmiana r/r	2015 stara	2015 nowa	zmiana r/r	2016 stara	2016 nowa	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	167,5	161,9	-3,3%	166,4	172,8	3,8%	173,7	173,1	-0,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	40,4	39,2	-2,9%	41,6	40,7	-2,3%	52,5	52,3	-0,4%
EBITDA	35,2	37,4	6,3%	37,3	36,1	-3,1%	48,1	47,7	-0,8%
EBIT	33,2	34,7	4,5%	35,9	34,4	-4,1%	46,6	45,9	-1,4%
Wynik netto	19,6	20,5	4,4%	22,6	21,4	-5,4%	26,3	25,9	-1,6%
marża brutto	24,1%	24,2%		25,0%	23,5%		30,2%	30,2%	
marża EBITDA	21,0%	23,1%		22,4%	20,9%		27,7%	27,6%	
marża EBIT	19,8%	21,4%		21,6%	19,9%		26,8%	26,5%	
marża netto	11,7%	12,6%		13,6%	12,4%		15,1%	14,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

OTOCZENIE RYNKOWE

W 2Q'14 mieliśmy do czynienia z dużą aktywnością na rynku nieruchomości handlowych. Podobnie jak w 1Q'14 otwarte zostały 3 nowe obiekty (Galeria Bursztynowa, marcredo Center i Pogodne Centrum), a jedna galeria została rozbudowana (Gemini Park w Bielsku-Białej). Łącznie duże obiekty handlowe dostarczyły 64,0 tys. m² powierzchni użytkowej (w 1Q'14 było to ok. 140,5 tys. m²). Podaż została dodatkowo uzupełniona o dwa parki handlowe oraz dwa magazyny, co wygenerowało kolejne 24,0 tys. m² powierzchni.

Analizując geograficzne rozmieszczenie projektów, zdecydowaną rolę odgrywają największe aglomeracje. Należy zwrócić uwagę, że w ciągu ostatnich 5 lat średnie i mniejsze miasta zyskały na znaczeniu, zwiększając tym samym swój udział w całkowitym rocznym wolumenie podaży. Z badań rynku przeprowadzonych przez DTZ wynika, że większość nowych centrów handlowych otwieranych w okresie 2012-2013 nie przekroczyła wielkości 15,0 tys. m² GLA, co wskazuje na wzrost ostrożności deweloperów w związku z trudniejszym procesem pozyskiwania środków na realizację projektów.

Obserwując ostatnie transakcje rynkowe, można zauważyć, że rynek dąży do stabilizacji *exit yield*. Obecna stopa kapitalizacji dla galerii handlowych jest bliska 8,5%, natomiast dla parków handlowych oscyluje w okolicach 9,5%. Warto zauważyć, że największe obiekty, takie jak Silesia City Center czy Galeria Kazimierz, są sprzedawane przy dużo niższej wartości *exit yield*. Należy też podkreślić, że w porównaniu z pozostałymi krajami, poziom stóp w Polsce jest stosunkowo wysoki. W 1H'14 transakcje inwestycyjne dotyczące nieruchomości handlowych były bliskie 368,0 mln EUR, z czego 73,0 mln EUR przypadało na 2Q'14. Największą transakcją w segmencie handlowym w 1H'14 była sprzedaż Poznań City Center przez Trigranit, Europa Capital i PKP na rzecz Resolution i ECE (sprzedaż miała miejsce w 1Q'14). W 2Q'14 nowego właściciela znalazła Galeria Mazovia w Płocku, którą nabyło CBRE Global Investors.

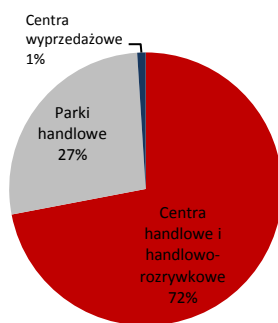
Transakcje sprzedaży galerii handlowych przez deweloperów giełdowych

Deweloper	Obiekt	Data sprzedaży	GLA [tys. m ²]	Wartość sprzedaży [mln PLN]	Exit yield
Echo	Echo Tarnów	2013	20,2	94,2	8,9%
	Echo Radom	2013	19,5	98,3	8,0%
	Echo Piotrków	2013	17,4	82,6	8,6%
	Echo Bełchatów	2011	9,3	44,0	7,7%
Rank Progress	Tęcza (Kalisz)	2011	33,8	151,8	8,1%
	Twierdza Zamość	2011	38,8	182,0	7,8%
	Twierdza Kłodzko	2009	30,0	123,6	8,9%
GTC	Galeria Kazimierz	2013	36,2	756,0	6,0%
Immofinanz	Silesia	2013	85,6	1730,4	6,0%

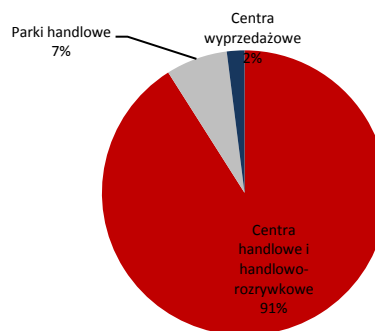
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., DTZ

Najbardziej zróżnicowaną ofertę posiadają Warszawa, Wrocław, Kraków oraz Trójmiasto. Na rynku zauważalna jest jednak dalsza potrzeba powstawania małych centrów handlowych, a także parków handlowych o pow. poniżej 5,0 tys. m², które w przyszłości mogą odbierać klientów dużym galeriom handlowym. Według DTZ aktywność deweloperów komercyjnych kształtuje się na stabilnym poziomie, co implikuje utrzymanie podaży w kolejnych latach w granicach 550-650 tys. m². Ciągłe kontynuowany jest trend rewitalizacji istniejących i nieco starszych obiektów (powyżej 10 lat). Oprócz dużych miast, coraz większym zainteresowaniem wśród deweloperów komercyjnych cieszą się miejscowości poniżej 100 tys. mieszkańców. Z nowych obiektów większość została wybudowana w miastach, gdzie liczba nie przekracza 100 tys. mieszkańców. Uważamy, że mniejsze miejscowości są dla deweloperów atrakcyjne, ponieważ popyt na galerie ciągle jest tam duży, a lokalne rynki nie są nasycone. Obecnie realizowana podaż centrów handlowych wskazuje, że 37% powstającej powierzchni przyczyni się do wzrostu podaży w miastach poniżej 200 tys. mieszkańców. Warto jednak zauważyć, że 44% budowanej powierzchni powstanie w głównych aglomeracjach kraju. Według danych JLL w '14 na rynek trafi ok. 455,0 tys. m², a według prognoz na '15 liczba ta zwiększy się o kolejne 498,0 tys. m². Obecnie w budowie znajduje się blisko 800,0 tys. m² nowoczesnej powierzchni handlowej, z czego centra handlowe stanowią ok. 91%. Łączna liczba dużych obiektów wynosi 31 centrów, z czego największe są: Centrum Poznania (100 tys. m²), Zielone Arkady (50 tys. m²) oraz Sukcesja (45 tys. m²).

Podaż istniejąca obiektów handlowych

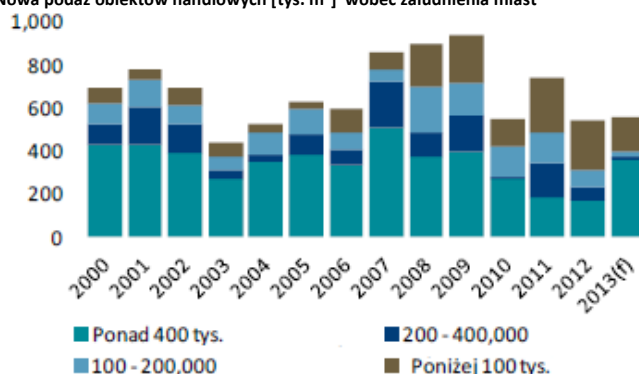


Podaż w budowie



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Nowa podaż obiektów handlowych [tys. m²] wobec zaludnienia miast



Źródło: DTZ

Z danych Jones Lang LaSalle wynika, że na koniec 2Q'14 wielkość rynku nowoczesnych obiektów handlowych wynosiła 11,8 mln m², z czego aż 72% przypada na centra handlowe. Parki handlowe zajmują 1,3 mln m², a wolnostojące magazyny prawie 1,9 mln m². Ubiegły rok stanowił poprawę względem poprzedniego, jeśli chodzi o przyrost wielkości rynku. Sektor centrów handlowych uległ zwiększeniu o 459 tys. m², z czego największe wzrosty były widoczne w największych miastach Polski (Warszawa, Kraków, Trójmieście, Katowice). Z analiz rynkowych wynika także, że wskaźnik nasycenia powierzchnią najmu centrów handlowych wzrósł o 6 m² do 226 m²/1000 mieszkańców względem 1Q'14, tj. powyżej średniej europejskiej, która wynosi 191 m²/1000 mieszkańców. Wielkość rynku nowoczesnych obiektów handlowych wzrosła do poziomu 8,7 mln m² powierzchni najmu.

Polski rynek jest bardzo atrakcyjny dla międzynarodowych sieci handlowych. Gospodarka od dłuższego czasu pozostaje w dobrej kondycji, a prognozy PKB są optymistyczne (wg Consensus Forecast wzrost PKB w '14 wyniesie 3,2%, a w '15 3,6%). W ostatnim czasie na rynku pojawiło się kilka nowych marek odzieżowych (np. hiszpańska sieć Inside, amerykańska Olimp Live & Fight, czy włoska Gattinoni Roma). Także już obecne sieci intensywnie szukają możliwości ekspansji. Uwaga najemców jest jednak skupiona na obiektach, które już funkcjonują, lub których termin otwarcia nie jest zbyt rozległy. Pod uwagę brane są również galerie będące w fazie rozbudowy.

Nieco wolniej rozwija się segment parków handlowych. W minionym roku deweloperzy dostarczyli 113 tys. m² powierzchni użytkowej, z czego większość stanowiło 5 inwestycji (rozbudowa kompleksów sieci Ikea we Wrocławiu i Poznaniu, Marcredo w Szczecinie, Multishop w Sochaczewie oraz Europa Centralna w Gliwicach). Na koniec 2013 r., 75% dostępnej powierzchni parków handlowych było ulokowane w ośmiu aglomeracjach, z Warszawą jako rynkiem wiodącym. Z naszych obserwacji wynika, że coraz bardziej popularne wśród deweloperów komercyjnych staje się otwieranie niewielkich parków handlowych w mniejszych miastach oraz obiektów, które stanowią uzupełnienie centrów handlowych starszej generacji. Z punktu widzenia spółki kluczowym segmentem pod względem liczby ludności są miasta zamieszkiwane przez 20-100 tys. mieszkańców. Z danych GUS wynika, że takich miast jest obecnie 184. Właśnie tam, zdaniem zarządu PA Nova, sieci hipermarketów mają swoje najliczniejsze grono odbiorców. Główni klienci spółki (Tesco, Netto, Kaufland) posiadają łącznie 925 sklepów na terenie całego kraju. W '13 powstało blisko 350 nowych hipermarketów dyskontowych, a w '14 poziom ten ma być utrzymany.

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

Wybrane sieci detaliczne w kraju

Sieć	Akceptowalna wielkość miasta	Lista sklepów w Polsce
Kaufland	pow. 20 tys.	170
Tesco	pow. 20 tys.	450
Netto	pow. 20 tys.	305
Biedronka	pow. 10 tys.	2050
Lidl	pow. 10 tys.	450
Real	pow. 100 tys.	57
Auchan	pow. 100 tys.	27

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

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	463,7	499,2	528,0	649,3	650,1	650,1	650,2	650,3	650,5	650,6	650,8	651,0
Wartości niematerialne i prawne	0,1	0,0	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
Rzeczowe aktywa trwałe	80,9	103,8	103,4	224,6	34,0	34,0	34,1	34,2	34,3	34,5	34,6	34,8
Należności długoterminowe	0,3	0,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Inwestycje długoterminowe	365,4	377,8	407,1	407,1	598,6	598,6	598,6	598,6	598,6	598,6	598,6	598,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	13,9	14,0	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Aktywa obrotowe	84,3	78,2	86,7	70,2	70,0	85,2	81,8	74,6	73,0	68,7	70,6	73,6
Zapasy	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Należności krótkoterminowe	45,8	37,4	49,8	35,0	32,9	30,1	30,3	34,7	35,0	35,3	35,7	36,0
Inwestycje krótkoterminowe	15,1	14,3	28,9	27,3	29,2	47,3	43,7	32,0	30,1	25,5	27,1	29,7
-w tym środki pieniężne	15,1	14,0	28,7	27,1	28,9	47,1	43,5	31,7	29,8	25,2	26,8	29,5
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	23,3	26,4	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Aktywa razem	548,0	577,4	614,6	719,4	720,1	735,4	732,1	724,9	723,5	719,3	721,4	724,6
Kapitał (fundusz) własny	268,1	281,4	291,6	308,0	328,4	346,9	365,7	385,1	405,2	426,4	448,6	472,0
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	279,9	296,0	323,0	411,4	391,7	388,5	366,4	339,8	318,2	292,9	272,7	252,6
Rezerwy	8,8	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3
Zobowiązania długoterminowe	200,0	203,4	238,0	320,7	299,5	296,2	273,9	246,9	225,1	199,3	178,5	157,7
Zobowiązania krótkoterminowe	64,2	77,0	74,2	80,0	81,5	81,5	81,7	82,1	82,4	82,9	83,5	84,1
w tym oprocentowane	9,7	34,5	40,5	33,0	24,8	16,5	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	4,6	3,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pasywa razem	548,0	577,4	614,6	719,4	720,1	735,4	732,1	724,9	723,5	719,3	721,4	724,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	167,5	167,7	161,9	172,8	173,1	173,1	174,5	175,8	177,2	179,5	181,7	184,0
Koszty produktów, towarów i materiałów	138,8	133,1	122,7	132,1	120,9	122,5	123,9	125,3	126,7	128,4	130,2	132,0
Zysk brutto ze sprzedaży	28,7	34,7	39,2	40,7	52,3	50,6	50,6	50,6	50,5	51,0	51,6	52,1
Koszty sprzedaży	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Koszty zarządu	2,9	3,1	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8
Zysk/strata na sprzedaży	25,1	30,8	34,9	36,4	47,9	46,3	46,2	46,2	46,1	46,5	47,0	47,4
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-3,3	-1,9	-0,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1
EBITDA	24,8	31,7	37,1	36,1	47,7	46,8	46,7	46,7	46,6	47,0	47,4	47,9
EBIT	21,9	28,9	34,7	34,4	45,9	44,3	44,2	44,1	44,0	44,5	44,9	45,3
Saldo działalności finansowej	0,2	-9,4	-9,3	-8,0	-14,0	-14,0	-13,3	-12,4	-11,6	-10,6	-9,7	-8,8
Zysk (strata) brutto	22,1	19,5	25,4	26,4	32,0	30,3	30,9	31,7	32,5	33,8	35,2	36,5
Zysk (strata) netto	17,6	15,5	20,5	21,4	25,9	24,5	25,1	25,7	26,3	27,4	28,5	29,6
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	8,7	59,1	30,4	50,8	44,2	43,0	39,8	35,5	39,5	39,8	40,0	40,2
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-126,0	-51,3	-37,3	-123,0	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	123,1	-8,9	21,6	70,6	-39,7	-22,3	-40,8	-44,6	-38,7	-41,7	-35,7	-34,8
Przepływy pieniężne netto	5,7	-1,1	14,7	-1,6	1,9	18,1	-3,6	-11,8	-1,9	-4,6	1,6	2,7
Środki pieniężne na początek okresu	9,4	15,1	14,0	28,7	27,1	28,9	47,1	43,5	31,7	29,8	25,2	26,8
Środki pieniężne na koniec okresu	15,1	14,0	28,7	27,1	28,9	47,1	43,5	31,7	29,8	25,2	26,8	29,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-3,7%	0,1%	-3,5%	6,7%	0,2%	0,0%	0,8%	0,8%	0,8%	1,3%	1,3%	1,3%
EBITDA zmiana r/r	-23,6%	27,5%	17,3%	-2,7%	32,0%	-1,9%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	-26,2%	32,2%	19,9%	-0,8%	33,4%	-3,6%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	1,0%	0,9%	0,9%
Zysk netto zmiana r/r	-16,6%	-12,2%	32,1%	4,4%	21,1%	-5,2%	2,1%	2,5%	2,4%	4,1%	4,0%	3,9%
Marża brutto na sprzedaży	17,1%	20,7%	24,2%	23,5%	30,2%	29,2%	29,0%	28,8%	28,5%	28,4%	28,4%	28,3%
Marża EBITDA	14,8%	18,9%	22,9%	20,9%	27,6%	27,0%	26,8%	26,5%	26,3%	26,2%	26,1%	26,0%
Marża EBIT	13,1%	17,3%	21,4%	19,9%	26,5%	25,6%	25,3%	25,1%	24,8%	24,8%	24,7%	24,6%
Marża brutto	13,2%	11,6%	15,7%	15,3%	18,5%	17,5%	17,7%	18,0%	18,3%	18,8%	19,4%	19,9%
Marża netto	10,5%	9,2%	12,6%	12,4%	14,9%	14,2%	14,4%	14,6%	14,8%	15,3%	15,7%	16,1%
ROE	6,6%	5,5%	7,0%	6,9%	7,9%	7,1%	6,9%	6,7%	6,5%	6,4%	6,4%	6,3%
ROA	3,2%	2,7%	3,3%	3,0%	3,6%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,8%	3,9%	4,1%
Dług	218,4	237,3	270,8	353,4	332,2	329,0	306,7	279,7	257,8	232,0	211,3	190,5
D/(D+E)	39,8%	41,1%	44,1%	44,1%	46,1%	44,7%	41,9%	38,6%	35,6%	32,3%	29,3%	26,3%
D/E	66,3%	69,8%	78,8%	96,6%	85,7%	81,0%	72,1%	62,8%	55,4%	47,6%	41,4%	35,7%
Odsetki / EBIT	0,9%	-32,6%	-26,9%	-23,4%	-30,4%	-31,6%	-30,0%	-28,2%	-26,3%	-24,0%	-21,6%	-19,3%
Dług / Kapitał własny	81,5%	84,3%	92,9%	114,8%	101,2%	94,8%	83,9%	72,6%	63,6%	54,4%	47,1%	40,4%
Dług netto	203,3	223,3	242,1	326,4	303,3	281,9	263,2	248,0	228,0	206,8	184,4	161,0
Dług netto / Kapitał własny	75,8%	79,4%	83,0%	106,0%	92,4%	81,3%	72,0%	64,4%	56,3%	48,5%	41,1%	34,1%
Dług netto / EBITDA	818,6%	705,6%	651,9%	902,9%	635,6%	602,2%	563,4%	531,5%	489,5%	439,9%	388,8%	336,3%
Dług netto / EBIT	928,3%	771,6%	697,9%	948,0%	660,3%	636,5%	595,6%	562,0%	517,7%	465,1%	411,0%	355,4%
EV	356,0	376,0	394,8	479,1	456,0	434,6	415,9	400,7	380,7	359,5	337,1	313,7
Dług / EV	61,3%	63,1%	68,6%	73,8%	72,9%	75,7%	73,7%	69,8%	67,7%	64,5%	62,7%	60,7%
CAPEX / Przychody	1,6%	15,1%	33,0%	71,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	89,1%	933,7%	2186,1%	7163,6%	145,8%	103,0%	103,6%	104,1%	104,6%	105,6%	106,5%	107,3%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,6%	1,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Zmiana KO / Przychody	-	8,8%	-16,3%	12,0%	2,0%	1,7%	0,0%	-2,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-	6596,4%	454,6%	190,2%	1009,2%	-4485,9%	-3,5%	-296,9%	5,9%	8,1%	11,7%	11,5%
Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
P/E	8,7	9,9	7,5	7,1	5,9	6,2	6,1	5,9	5,8	5,6	5,4	5,2
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
P/CE	4,7	5,2	3,1	3,2	2,8	2,1	2,2	2,7	2,7	2,9	2,8	2,6
EV/EBITDA	14,3	11,9	10,6	13,3	9,6	9,3	8,9	8,6	8,2	7,6	7,1	6,6
EV/EBIT	16,3	13,0	11,4	13,9	9,9	9,8	9,4	9,1	8,6	8,1	7,5	6,9
EV/S	2,1	2,2	2,4	2,8	2,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,7
BVPS	26,8	28,1	29,2	30,8	32,8	34,7	36,6	38,5	40,5	42,6	44,9	47,2
EPS	1,8	1,6	2,0	2,1	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	3,0
CEPS	3,3	2,9	4,9	4,8	5,5	7,2	6,9	5,7	5,6	5,3	5,5	5,9
DPS	0,5	0,0	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Payout ratio	2,8%	0,0%	2,4%	2,3%	2,1%	2,5%	2,5%	2,4%	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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, handel stała

Krzysztof Pado

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

Krzystian Brymora

tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny/papierniczy

Adrian Górniak

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

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	kurs	WIG
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'14:

Kupuj	1	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 porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Nota prawna:

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

Raport jest skierowany do wszystkich klientów obsługiwanych przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM). Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa 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 portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 22.10.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.10.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację 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.

Analitik (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.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 22.09.2014 roku:

- BDM nie 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 i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji 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 nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.