



Dom Maklerski BDM S.A.

PA NOVA

RAPORT ANALITYCZNY

W perspektywie roku walory PA Nova straciły 24%, sprowadzając naszym zdaniem wycenę do bardzo atrakcyjnych pułapów. Dlatego też wydajemy zalecenie Kupuj i ustalamy cenę docelową na poziomie 35,3 PLN/akcję. W bieżącym raporcie zwracamy uwagę przede wszystkim na sprzedaż 4 parków handlowych z portfolio grupy, która będzie miała pozytywny wpływ na wyniki spółki w 3-4Q'19. Przeprowadzenie transakcji powinno przełożyć się na istotne oddłużenie bilansu oraz stworzyć pole do wypłaty dywidendy (przyjmujemy, że grupa powróci do podziału zysku w '20 po 3 latach przerwy). Zwracamy uwagę na wypowiedzi zarządu, które sugerują szybsze rotowanie portfelem posiadanych nieruchomości. W części budowlanej powinno dojść do ustabilizowania wyniku i nie spodziewamy się, aby segment w najbliższym czasie generował straty. Przy bieżących poziomach cenowych deweloper jest handlowany w latach 2019-20 przy P/E adj. w przedziale 4,5-5,0x oraz P/BV = 0,3x.

W perspektywie 3Q'19 spodziewamy się, że PA Nova osiągnie ok. 61 mln PLN przychodów (w tym ok. 31 mln PLN w segmencie budowlanym; liczymy również na przekazania mieszkań w projekcie realizowanym w Niemczech, które prezentujemy w segmencie „Pozostałe”). Zakładamy, że raportowana EBITDA spółki mogła wynieść ok. 26,9 mln PLN (one-off z tyt sprzedaży parków handlowych w Sosnowcu, Krośnie i Myszkowie w wys. ok. 13 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 17,9 mln PLN zysku. W perspektywie całorocznej estymujemy 250 mln PLN przychodów (ok. 120 mln PLN z części budowlanej w formule generalnego wykonawstwa), ok. 73 mln PLN EBITDA oraz 43 mln PLN zysku netto. Z wypowiedzi członków zarządu wynika, że grupa zamierza powrócić do wypłaty dywidendy (w modelu przyjmujemy, że DPS'20 wyniesie 0,5 PLN) oraz szybciej spieniężać budowane projekty deweloperskie, co odbieramy jako pozytywny sygnał.

Rok 2018 była wymagający dla segmentu budowlanego, przede wszystkim z powodu gorszego niż zakładano wyniku na kontrakcie realizowanym w Niemczech. Prognozujemy, że obszar przestanie negatywnie kontrybuować do skonsolidowanej EBITDA, jednak nie spodziewamy się, aby jego wpływ był znaczącym wsparciem dla rezultatów finansowych. W modelu przyjmujemy, że marża brutto z realizowanych kontraktów będzie wynosiła ok. 4-5%, a grupa będzie generować przychody na poziomie 100-110 mln PLN rocznie. W obszarze najmu spodziewamy się solidnych rezultatów w najbliższych okresach. Wskaźniki operacyjne posiadanych obiektów są bardzo dobre i liczymy, że zostaną zachowane w kolejnych kwartałach. Zwracamy uwagę na zawarte w 3Q'19 umowy sprzedaży 3 parków handlowych (Sosnowiec, Myszków i Krosno), które będą miały pozytywny wpływ na rezultaty minionego kwartału. W perspektywie 4Q'19 ma dojść do zbycia obiektu w Kamiennej Górze. Władze PA Nova zapowiedziały, że inwestycje z portfela nieruchomości mają szybciej rotować, co w naszej ocenie jest pozytywnym posunięciem.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	182,9	255,3	183,5	250,1	193,4	196,2
EBITDA adj. [mln PLN]*	44,3	51,5	37,5	55,2	45,6	46,6
EBITDA [mln PLN]	49,1	43,7	37,6	72,6	45,6	46,6
EBIT adj. [mln PLN]*	42,3	49,4	34,8	48,9	43,0	42,8
Wynik netto adj. [mln PLN]*	23,0	27,6	17,6	29,2	26,7	26,9
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
P/E adj.*	5,6	4,7	7,3	4,4	4,8	4,8
EV/EBITDA adj.*	11,6	9,6	12,5	6,7	7,8	7,3
EV/EBIT adj.*	12,2	10,0	13,4	7,6	8,3	8,0
DPS	0,75	0,75	0,00	0,00	0,50	0,53

*Wyniki oczyszczone o zysk ze sprzedaży parków handlowych w '19 (łącznie ok. 17 mln PLN)

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 35,3 PLN

12 LISTOPADA 2019, 14:40 CEST

Wycena końcowa [PLN]	35,3
Potencjał do wzrostu / spadku	+173%
Koszt kapitału	9.0%
Cena rynkowa [PLN]	12,9
Kapitalizacja [mln PLN]	129,0
Ilość akcji [mln. szt.]	10,0
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,4
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,0
Stopa zwrotu za 3 mc	-6,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-26,1%
Akcjonariat (% głosów):	
Budoprojekt	34,3%
Ewa i Grzegorz Bobkowsky	11,8%
Stanisław Lessaer	10,9%
Maciej Bobkowski	6,6%
Metlife OFE	5,6%
Aviva OFE	6,5%
PKO BP OFE	6,3%
Pozostali	18,0%

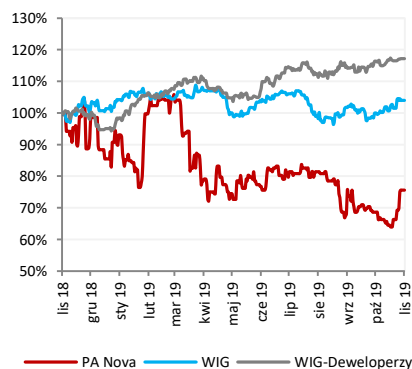
Adrian Górniak

adrian.gorniak@bdm.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA SPÓŁKI METODĄ SOTP	4
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ	6
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
SZACUNKOWE WYNIKI 3Q'19 I PROGNOZA KOLEJNYCH OKRESÓW	8
ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU	11
OTOCZENIE RYNKOWE	12
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny PA Nova dokonaliśmy w oparciu o metodę SOTP, przypisując jej 100% wagi. Oszacowaliśmy wartość poszczególnych obiektów komercyjnych w segmencie wynajmu oraz uwzględniliśmy pozostałą działalność (segment budowlany), które następnie skorygowaliśmy o wartość sporu z PKP. Wycenę porównawczą prezentujemy jedynie poglądowo (uważamy, że spółka ma zbyt małą skalę działalności względem grupy porównawczej; zwracamy jednak uwagę, że po wybudowaniu w ostatnich latach kilku obiektów handlowych, spółka ma coraz większe kompetencje w budowie i zarządzaniu projektami komercyjnymi, co nie wyklucza dalszych inwestycji w tym obszarze). Końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie **352,6 mln PLN, czyli 35,3 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

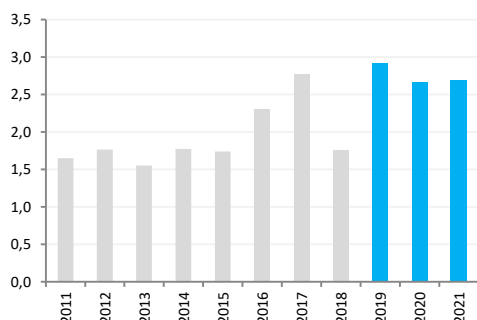
		mln PLN	PLN/akcję
A	Wycena SOTP	352,6	35,3
A1	Wycena segmentu budowlanego	0,0	0,0
A2	NAV nieruchomości komercyjnych	359,2	35,9
A3	Spór z PKP	-6,7	-0,7
B	Wycena porównawcza	422,7	42,3
C = (A*100%+B*0%)	Wycena końcowa	352,6	35,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

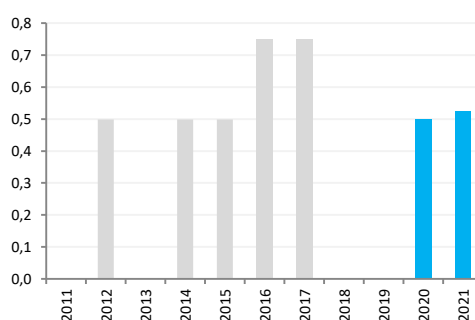
W perspektywie 3Q'19 spodziewamy się, że PA Nova osiągnie ok. 61 mln PLN przychodów (w tym ok. 31 mln PLN w segmencie budowlanym; liczymy również na przekazania mieszkań w projekcie realizowanym w Niemczech, które prezentujemy w segmencie „Pozostałe”). Zakładamy, że raportowana EBITDA spółki mogła wynieść ok. 26,9 mln PLN (one-off z tyt sprzedaży parków handlowych w Sosnowcu, Krośnie i Myszkowie w wys. ok. 13 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 17,9 mln PLN zysku. W perspektywie całorocznej estymujemy 250 mln PLN przychodów (ok. 120 mln PLN z części budowlanej w formule generalnego wykonawstwa), ok. 73 mln PLN EBITDA oraz 43 mln PLN zysku netto. Z wypowiedzi członków zarządu wynika, że grupa zamierza powrócić do wypłaty dywidendy (w modelu przyjmujemy, że DPS'20 wyniesie 0,5 PLN) oraz szybciej spieniężać budowane projekty deweloperskie, co odbieramy jako pozytywny sygnał.

Pomimo ostatniego wzrostu kursu akcji PA Nova, walory grupy były jednym z gorzej zachowujących się podmiotów z obszaru deweloperskiego w perspektywie roku. Bieżące poziomy uznajemy jako atrakcyjne, dlatego podtrzymujemy zalecenie Kupuj i wyznaczamy cenę docelową na poziomie 35,3 PLN/walor. Akcentujemy przede wszystkim sprzedaż 4 parków handlowych (Krosno, Myszków, Sosnowiec, Kamienna Góra), która przełoży się na wyniki grupy w 2H'19 (szacujemy ok. 17 mln PLN jednorazowego zysku) oraz na złuzowanie bilansu. Oczekujemy także, że pozwoli to spółce na powrót do wypłaty dywidendy już od przyszłego roku (w modelu zakładamy, że DPS'20 = 0,5 PLN). W obszarze budowlanym oczekujemy ustabilizowania wyników i nie zakładamy, żeby segment generował straty na poziomie skonsolidowanym. Deweloper jest obecnie handlowany przy mnożnikach P/E adj. w przedziale 4,5-5,0x oraz P/BV = 0,3x na lata 2019-20.

EPS adj. w latach



DPS w latach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 **352,6 mln PLN, czyli 35,3 PLN/akcję**.

Wycena spółki metodą SOTP [mln PLN]

	Rodzaj aktywów	Wartość	Komentarz
A=(A1+A2+A3+A4+A5-A6)	Segment wynajmu	359,2	Suma części
A1	Projekty ukończone [mln PLN]	601,9	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A2	Projekty w toku [mln PLN]	5,2	Metoda exit yield; szczegółowe założenia w osobnej tabeli
A3	Pozostałe nieruchomości [mln PLN]	18,8	Wartość bilansowa z dyskontem
A4	Wpływy ze sprzedaży nieruchomości	73,0	Symulacja na bazie rap.bieżących z 26.09.19 i 08.11.19
A5	Inwestycje krótkoterminowe (gotówka) [mln PLN]	37,1	Wartość bilansowa na koniec 2Q'19
A6	Dług % segmentu (kredyty) [mln PLN]	376,6	Wartość bilansowa na koniec 2Q'19
B	Pozostała działalność (budowlana, projektowa, IT)	0,0	Metoda P/E = 9,0x na lata 2020
C	Spór z PKP	-6,7	Wartość na bazie raportu bieżącego z 30.10.2019
D=A+B+C	Wycena SOTP	352,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podstawowe założenia wyceny segmentu wynajmu:

- W naszej wycenie podchodzimy bardzo konserwatywnie do obecnego portfolio dewelopera (yield-y znacznie wyższe niż obecnie na rynku).
- W projektach w toku wykazujemy obiekt w Zielonej Górze i Częstochowie.
- W wycenie uwzględniamy sprzedaż 4 parków handlowych, tj. obiektów w Krośnie, Sosnowcu, Myszkowie oraz Kamiennej Górze. Do zbycia pierwszych trzech doszło w 3Q'19, z kolei ostatni ma być zbyty w 4Q'19 (grupa poinformowała o zawarciu umowy 8 listopada). Z raportów bieżących wynika, że obie transakcje wygenerują zysk i wpłyną pozytywnie na rachunek wyników. Liczymy, że pozyskane w ten sposób środki będą przeznaczone na obniżenie poziomu zadłużenia dewelopera, w tym m.in. na wykup obligacji, które zapadają w 1H'20. Upięknienie aktywów odbieramy jako dobry ruch ze strony spółki, który powinien również pokazać, że posiadane przez PA Nova projekty są zbywalne.
- W przyszłości nie wykluczamy, że dojdzie do kolejnych transakcji spieniężenia aktywów deweloperskich. Zwracamy uwagę na wypowiedzi zarządu grupy, w których sugerowano, że portfel nieruchomości ma zacząć szybciej rotować.

A1. Założenia do projektów ukończonych*

Projekty ukończone	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz [EUR/m2]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]						
						-0,75%	-0,50%	-0,25%	Scenariusz bazowy	+0,25%	+0,5%	+0,75%
Galena	Galeria	31,5	14,5	15,6	7,5%	231,2	223,0	215,3	208,1	201,4	195,1	189,2
Miodowa	Galeria	11,0	10,3	3,7	8,5%	47,3	45,8	44,4	43,1	41,9	40,7	39,6
Sanowa	Galeria	22,0	15,0	10,9	8,0%	150,5	145,5	140,8	136,4	132,2	128,3	124,7
Odrzańskie Ogrody	Galeria	22,0	16,2	11,6	8,3%	153,2	148,3	143,7	139,3	135,3	131,4	127,8
P.H. Racibórz	Park handlowy	1,4	7,1	0,3	9,3%	4,0	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4
P.H. Chorzów	Park handlowy	3,4	6,5	0,4	9,3%	4,5	4,4	4,3	4,1	4,0	3,9	3,8
PH. Jaworzno	Park handlowy	3,2	11,0	1,2	9,3%	14,1	13,7	13,3	12,9	12,6	12,3	12,0
Rybnik	Magazyn	8,0	5,2	1,4	8,5%	18,3	17,8	17,2	16,7	16,2	15,8	15,4
Siechnice	Magazyn	2,5	4,5	0,4	8,5%	5,0	4,8	4,7	4,5	4,4	4,3	4,2
Rzeszów	Magazyn	2,5	7,0	0,6	8,5%	7,7	7,5	7,2	7,0	6,8	6,6	6,5
Wilkowice	Magazyn	12,4	5,2	2,2	8,5%	28,4	27,5	26,7	25,9	25,2	24,5	23,8
Suma/średnia		119,9	12,2	48,3	8,2%	664,2	642,0	621,3	601,9	583,6	566,4	550,3

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

A2. Założenia do projektów w toku

Projekty planowane	Typ	GLA [tys. m2]	Czynsz brutto [EUR/mkw]	NOI [mln PLN]	Exit yield	MV [mln PLN]	Szacowany CAPEX [mln PLN]*	MV-CAPEX [mln PLN]	Zdyskontowana wartość MV-CAPEX [mln PLN]
Zielona Góra	Park handlowy	3,0	11,0	1,1	9,3%	12,1	5,7	6,4	6,3
Częstochowa	Park handlowy	2,0	11,0	0,8	9,3%	8,1	9,3	-1,2	-1,2
Suma/średnia		5,0	11,0	1,9	9,3%	20,2	15,0	5,2	5,2

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

A3. Pozostałe nieruchomości

Pozostałe nieruchomości	Planowane przeznaczenie	Powierzchnia [ha]	BV [mln PLN]	BV z dyskontem [mln PLN]
Płock	-	3,6	26,8	18,8
Przemysł	-	3,4		
Kłodzko	-	6,0		
Zamość	-	3,9		
Skawina	-	2,0		
Razem		18,9		

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

				Yield			
		ZMIANA	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Czynsz średnioważony [EUR/mkw]	12,2	-10%	617,0	577,4	542,7	512,0	484,6
		-5%	650,7	609,0	572,3	539,8	510,9
		0%	684,4	640,5	601,9	567,7	537,3
		5%	718,2	672,0	631,4	595,6	563,6
		10%	751,9	703,5	661,0	623,5	590,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Analiza wrażliwości na zmianę kursu EUR/PLN

MV istniejącego portfolio [mln PLN]	
-7,5%	556,7
-5,0%	571,8
-2,5%	586,8
Kurs bazowy*	601,9
2,5%	616,9
5,0%	631,9
7,5%	647,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; kurs bazowy dla EUR/PLN = 4,27

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

W wycenie nie uwzględniamy pozostałych obszarów działalności (w tym części budowlanej; w poprzednim raporcie z 2017 roku używaliśmy metody mnożnikowej). Zwracamy uwagę, że w ostatnich latach doszło do spadku marż w obszarze generalnego wykonawstwa, co wynikało m.in. ze wzrostu kosztów wynagrodzeń oraz cen materiałów. W przypadku spółki nie udało się także pozyskać kontraktów zagranicą (największym był kontrakt na zlecenie Dr. Schumacher, ale obciążył on wyniki grupy), które wspierałyby wielkość i rentowność backlogu PA Nova. W modelu spodziewamy się, że powtarzalne przychody segmentu w kolejnych latach będą oscylowały w przedziale 105-115 mln PLN, co przy zakładanej przez nas marży brutto, nie będzie istotnie przekładało się na skonsolidowany rachunek wyników. Dlatego też **zdecydowaliśmy się wycenić dywizję na 0 mln PLN**. Zwracamy jednak uwagę, że są to konserwatywne założenia i nie wykluczamy, że w kolejnych raportach pozostałe obszary zostaną uwzględnione w wycenie. Warto również zauważyć, że dywizja budowlana zajmuje się nie tylko działalnością dla odbiorców zewnętrznych, ale także bierze udział w procesach budowlanych realizowanych wewnątrz spółki.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

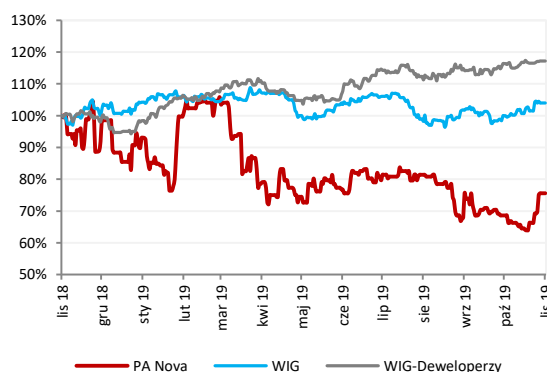
Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2019-20 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej oraz budowlanej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 50%). W odniesieniu do wskaźnika P/BV spółka w latach 2019-20 jest notowana z blisko 75%-owym dyskontem względem podmiotów krajowych. Wycena PA Nova metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **42,3 PLN**. Ze względu na mniejszą skalę działalności względem innych podmiotów metody porównawczej nie uwzględniamy w wycenie końcowej.

Wycena porównawcza PA Nova

	P/E		P/BV	
	2019	2020	2019	2020
Echo	6,6	7,9	1,1	1,1
LC Corp	6,5	14,7	0,7	0,6
GTC	6,9	9,7	1,2	1,1
CA Immobilien	16,2	18,9	1,2	1,1
Deutsche Euroshop	17,3	25,5	0,7	1,2
Castellum	16,2	3,7	1,2	0,2
Hammerson	10,7	4,2	0,5	0,2
Atrium European RE	11,5	24,1	0,7	1,6
Kleppiere	12,8	15,6	0,9	1,2
Mediana	11,5	14,7	0,9	1,1
PA Nova	3,0	4,8	0,3	0,3
Premia/dyskonto	-74,1%	-67,1%	-64,6%	-72,1%
Wycena wg wskaźnika	49,7	39,2	36,5	46,2
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników	44,5		41,3	
Waga wskaźnika	30%		70%	
Wycena 1 akcji [PLN]	42,3			

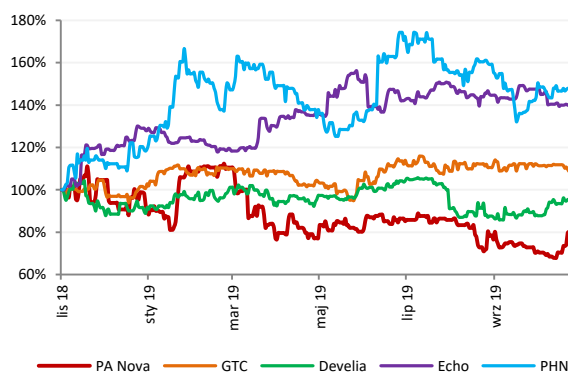
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs PA Nova na tle WIG i indeksu branżowego



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie kursów krajowych deweloperów komercyjnych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Ryzyko złego najemcy

Spółka jest narażona na ryzyko „złego najemcy”, co wiąże się z opóźnieniami w płatnościach lub nawet ich brakiem, a tym samym spadkiem przychodów w segmencie najmu. W minionym roku PA Nova borykała się z problemami finansowymi sieci Avans, która ostatecznie ogłosiła upadłość.

▪ Ryzyko stawek czynszów

W modelu przyjęliśmy niewielką waloryzację stawek czynszu, jednak wskazujemy, że ryzyko obniżenia stawek czynszów jest bardzo istotne dla wyników spółki. Obecnie presja na poziom stawek uległa zwiększeniu, co wiąże się z nasyceniem rynku dużymi obiektami nie należy wykluczyć, że w dłuższym okresie czasu spółka będzie zmuszona do korekty opłat z wynajmu powierzchni. Dodatkowym czynnikiem, który potencjalnie może przełożyć się na stawki najmu, jest zakaz handlu niedzielnego, który ma obowiązywać od 1 marca '18. Istnieje ryzyko, że wpływy z najmu mogą być niższe w przypadku najemców, którzy mają zawarte umowy czynszowe bazujące na realizowanym obrocie.

▪ Ryzyko kredytowe

W związku z prowadzonymi pracami budowlanymi obecne zadłużenie spółki wynosi blisko 400 mln PLN. Spodziewamy się, że łączny dług PA Nova na koniec 2017 roku może osiągnąć poziom 394 mln PLN (LtV netto w wysokości 55%) W naszej opinii generowane wpływy z najmu powinny pozwolić na bezpieczną spłatę rat kredytowych. W przypadku sprzedaży galerii Sanowa zadłużenie netto spadłoby o ok. 136-140 mln PLN (wg wartości księgowej).

▪ Ryzyko walutowe

W związku z zaciągniętymi kredytami w EUR oraz naliczaniem stawek czynszowych w galeriach w EUR spółka ma ekspozycję na wahania EUR/PLN. Zmiana kursu o 1 pkt. % wpłynie na wzrost/spadek wyniku o 2,2 mln PLN. PA Nova stara się ograniczyć przedmiotowe ryzyko poprzez hedging naturalny (dopasowanie waluty czynszu do waluty kredytów). Niemniej należy mieć świadomość, że w średnim i dłuższym terminie osłabienie PLN względem EUR może być czynnikiem odstraszać najemców. Wahania EUR/PLN przekładają się również na wycenę portfolio grupy – wraz z umocnieniem PLN, spada wartość księgowa obiektów komercyjnych dewelopera (w naszej wycenie wzrost/spadek EUR/PLN o 5gr, powoduje zmianę wyceny o ok. 8 gr).

▪ Konkurencja rynkowa

Powodzenie projektów własnych, jak i tych, które są wykonywane na zlecenie zależy w znacznym stopniu od położenia obiektów. Segment, w którym działa spółka dotyczy małych i średnich miejscowości, co powoduje, że sukces osiągają parki i centra handlowe o lepszym położeniu na terenie miasta.

▪ Podaż nowych obiektów na rynku

Dla spółki zawsze istnieje ryzyko, że w danej miejscowości pojawi się inny deweloper, który będzie planował budowę nowej galerii, a to odbije się na wynikach sprzedaży najemców oraz wpływach z czynszów.

▪ Możliwość spadku marż na zleceniach dla podmiotów zewnętrznych

Na rynku budowlanym cały czas panuje dosyć silna konkurencja i presja ze strony kosztów pracowniczych. Zwracamy jednak uwagę, że spółka posiada wieloletnią dobrą historię współpracy z kluczowymi partnerami.

▪ Opóźnienia w realizacji projektów dla klientów zewnętrznych

PA Nova odpowiada za terminowe zakończenie prowadzonych prac. Opóźnienia w prowadzonych budowlach skutkują negatywnym odbiorem przez klientów spółki.

SZACUNKOWE WYNIKI 3Q'19 I PROGNOZA KOLEJNYCH OKRESÓW

W perspektywie 3Q'19 spodziewamy się, że PA Nova osiągnie ok. 61 mln PLN przychodów (w tym ok. 31 mln PLN w segmencie budowlanym; liczymy również na przekazania mieszkań w projekcie realizowanym w Niemczech, które prezentujemy w segmencie „Pozostałe”). Zakładamy, że raportowana EBITDA spółki mogła wynieść ok. 26,9 mln PLN (one-off z tyt sprzedaży parków handlowych w Sosnowcu, Krośnie i Myszkowie w wys. ok. 13 mln PLN). Na poziomie netto oczekujemy 17,9 mln PLN zysku. W perspektywie całorocznej estymujemy 250 mln PLN przychodów (ok. 120 mln PLN z części budowlanej w formule generalnego wykonawstwa), ok. 73 mln PLN EBITDA oraz 43 mln PLN zysku netto. Z wypowiedzi członków zarządu wynika, że grupa zamierza powrócić do wypłaty dywidendy (w modelu przyjmujemy, że DPS'20 wyniesie 0,5 PLN) oraz szybciej spieniężać budowane projekty deweloperskie, co odbieramy jako pozytywny sygnał.

Rok 2018 była wymagający dla segmentu budowlanego, przede wszystkim z powodu gorszego niż zakładano wyniku na kontrakcie realizowanym w Niemczech (m.in. zawiązano rezerwę w wys. 9-10 mln PLN; kontrakt będzie finalnie zakończony w 4Q'19; nie oczekujemy dalszego negatywnego wpływu na rachunek wyników). Spółka zdecydowała się też na zmianę sposobu rozpoznawania wyniku dywizji (wcześniej: metoda zerowego zysku; obecnie: metoda proporcjonalna). Prognozujemy, że obszar przestanie negatywnie kontrybuować do skonsolidowanej EBITDA, jednak nie spodziewamy się, aby jego wpływ był znaczącym wsparciem dla rezultatów finansowych. W modelu przyjmujemy, że marża brutto z realizowanych kontraktów będzie wynosiła ok. 4-5%, a grupa będzie generować przychody na poziomie 105-115 mln PLN rocznie.

W obszarze najmu spodziewamy się solidnych rezultatów w najbliższych okresach. Wskaźniki operacyjne posiadanych obiektów są bardzo dobre i liczymy, że zostaną zachowane w kolejnych kwartałach. Deweloper w swoim portfolio dysponuje projektami o łącznej powierzchni użytkowej w wys. 133 tys. mkw. Zwracamy jednak uwagę na zawarte w 3Q'19 umowy sprzedaży 3 parków handlowych (Sosnowiec, Myszków i Krosno), które będą miały pozytywny wpływ na rezultaty minionego kwartału. W perspektywie 4Q'19 ma dojść do zbycia obiektu w Kamiennej Górze. Zbycie ww. aktywów odbieramy jako dobry ruch ze strony spółki, biorąc pod uwagę obecne sprzyjające otoczenie rynkowe, a pozyskane w ten sposób środki mają być przeznaczone na złuzowanie bilansu grupy (m.in. spłata obligacji) oraz kolejne inwestycje. W budowie znajdują się 2 kolejne parki handlowe, zlokalizowane w Zielonej Górze i Częstochowie, o łącznej powierzchni użytkowej 5 tys. mkw. PUU, które mają być oddane do użytku do końca 1Q'20. Władze PA Nova zapowiedziały, że inwestycje z portfela nieruchomości mają szybciej rotować, co w naszej ocenie jest pozytywnym posunięciem.

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

Prognoza wyników w kolejnych okresach [mln PLN]*

	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	43,4	62,1	70,6	79,2	51,6	54,4	57,4	20,2	54,0	69,6	60,7	65,9	182,9	255,3	183,5	250,1	193,4	196,2
Wynik brutto ze sprzedaży	11,4	16,2	12,1	22,7	16,9	12,5	11,4	3,8	15,4	16,2	14,6	15,3	48,5	62,4	44,6	61,5	59,4	59,5
Wynik netto ze sprzedaży	10,1	14,3	10,5	18,5	15,0	11,0	9,3	1,7	13,6	14,2	12,4	12,6	43,2	53,4	37,0	52,9	48,7	48,6
EBITDA	10,4	14,9	11,2	7,3	14,6	11,0	9,6	2,4	15,2	16,0	26,9	14,4	49,1	43,7	37,6	72,6	45,6	46,6
EBIT	9,9	14,4	10,6	6,7	14,0	10,5	9,0	1,5	13,6	14,4	25,3	12,9	47,1	41,6	34,9	66,2	43,0	42,8
Zysk brutto	7,0	11,9	8,2	4,7	11,7	7,5	6,1	-3,0	10,6	11,1	22,1	9,3	33,5	31,8	22,3	53,2	32,9	33,2
Zysk netto	5,9	9,3	9,3	0,5	10,9	6,4	4,3	-3,9	8,6	9,1	17,9	7,6	26,8	25,0	17,7	43,2	26,7	26,9
marża brutto	26,2%	26,1%	17,1%	28,7%	32,7%	23,0%	19,9%	18,9%	28,5%	23,3%	24,0%	23,3%	26,5%	24,4%	24,3%	24,6%	30,7%	30,3%
marża EBITDA	24,0%	23,9%	15,8%	9,2%	28,2%	20,2%	16,8%	11,7%	28,2%	23,0%	44,3%	21,9%	26,8%	17,1%	20,5%	29,0%	23,6%	23,8%
marża EBIT	22,9%	23,1%	15,1%	8,5%	27,1%	19,2%	15,7%	7,2%	25,2%	20,8%	41,7%	19,6%	25,7%	16,3%	19,0%	26,5%	22,3%	21,8%
marża netto	13,6%	14,9%	13,2%	0,6%	21,1%	11,8%	7,4%	-	15,9%	13,1%	29,6%	11,5%	14,7%	9,8%	9,6%	17,3%	13,8%	13,7%

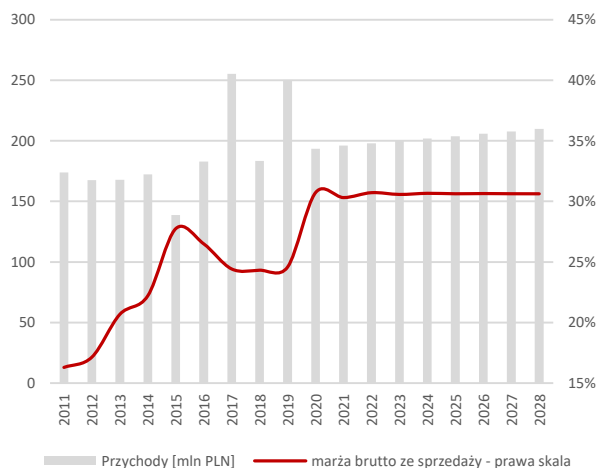
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w 4Q'18 spółka zmieniła sposób prezentacji kontraktów w obszarze budowlanym (wcześniej używano metody zerowego zysku, a obecnie metody proporcjonalnej; dane do 2019 prezentujemy wg poprzedniej metodologii)

Założenia do modelu [mln PLN]*

Dane skonsolidowane	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19P	4Q'19P	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	43,4	62,1	70,6	79,2	51,6	54,4	57,4	20,2	54,0	69,6	60,7	65,9	138,9	182,9	255,3	183,5	250,1	193,4	196,2
Wynik brutto ze sprzedaży	11,4	16,2	12,1	22,7	16,9	12,5	11,4	3,8	15,4	16,2	14,6	15,3	38,5	48,5	62,4	44,6	61,5	59,4	59,5
Wynik netto ze sprzedaży	10,1	14,3	10,5	18,5	15,0	11,0	9,3	1,7	13,6	14,2	12,4	12,6	34,0	43,2	53,4	37,0	52,9	48,7	48,6
Saldo PPO/PKO	-0,1	0,0	0,2	-11,8	-1,0	-0,6	-0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,1	-3,7	0,4	3,9	-11,8	-2,1	13,3	-5,8	-5,9
EBITDA	10,4	14,9	11,2	7,3	14,6	11,0	9,6	2,4	15,2	16,0	26,9	14,4	36,4	49,1	43,7	37,6	72,6	45,6	46,6
EBITDA adj.	10,6	14,8	11,0	19,1	15,6	11,6	9,9	2,6	15,3	15,8	27,0	18,1	36,0	45,2	55,5	39,7	59,3	51,4	52,5
EBIT	9,9	14,4	10,6	6,7	14,0	10,5	9,0	1,5	13,6	14,4	25,3	12,9	34,4	47,1	41,6	34,9	66,2	43,0	42,8
Wynik brutto	7,0	11,9	8,2	4,7	11,7	7,5	6,1	-3,0	10,6	11,1	22,1	9,3	22,3	33,5	31,8	22,3	53,2	32,9	33,2
Wynik netto	5,9	9,3	9,3	0,5	10,9	6,4	4,3	-3,9	8,6	9,1	17,9	7,6	17,9	26,8	25,0	17,7	43,2	26,7	26,9
marża brutto ze sprzedaży	26,2%	26,1%	17,1%	28,7%	32,7%	23,0%	19,9%	18,9%	28,5%	23,3%	24,0%	23,3%	27,8%	26,5%	24,4%	24,3%	24,6%	30,7%	30,3%
marża netto ze sprzedaży	23,2%	23,0%	14,8%	23,4%	29,1%	20,3%	16,2%	8,5%	25,2%	20,5%	20,5%	19,1%	24,5%	23,6%	20,9%	20,2%	21,1%	25,2%	24,8%
marża EBITDA	24,0%	23,9%	15,8%	9,2%	28,2%	20,2%	16,8%	11,7%	28,2%	23,0%	44,3%	21,9%	26,2%	26,8%	17,1%	20,5%	29,0%	23,6%	23,8%
marża EBIT	22,9%	23,1%	15,1%	8,5%	27,1%	19,2%	15,7%	7,2%	25,2%	20,8%	41,7%	19,6%	24,8%	25,7%	16,3%	19,0%	26,5%	22,3%	21,8%
marża netto	13,6%	14,9%	13,2%	0,6%	21,1%	11,8%	7,4%	-	15,9%	13,1%	29,6%	11,5%	12,9%	14,7%	9,8%	9,6%	17,3%	13,8%	13,7%
Przychody wg segmentów	43,4	62,1	70,6	79,2	51,6	54,4	57,4	20,2	54,0	69,6	60,7	65,9	138,9	182,9	255,3	183,5	250,1	193,4	196,2
Najem	18,7	18,3	18,6	19,3	20,6	19,4	20,0	11,7	21,1	22,1	20,9	19,7	49,6	73,2	74,9	71,7	83,8	80,8	82,5
Budowlanka	23,6	41,9	50,9	58,9	29,9	33,3	35,7	4,2	31,3	44,1	30,8	30,8	82,6	104,1	175,3	103,1	136,8	106,1	107,1
Pozostałe obszary	1,1	1,9	1,2	1,0	1,1	1,7	1,6	4,3	1,6	3,4	9,0	15,5	6,7	5,7	5,2	8,7	29,5	6,5	6,5
Udział w przychodach																			
Najem	43%	30%	26%	24%	40%	36%	35%	58%	39%	32%	34%	30%	36%	40%	29%	39%	34%	42%	42%
Budowlanka	54%	67%	72%	74%	58%	61%	62%	21%	58%	63%	51%	47%	59%	57%	69%	56%	55%	55%	55%
Pozostałe obszary	3%	3%	2%	1%	2%	3%	3%	21%	3%	5%	15%	23%	5%	3%	2%	5%	12%	3%	3%
Segment najmu																			
Przychody segmentu	18,7	18,3	18,6	19,3	20,6	19,4	20,0	11,7	21,1	22,1	20,9	19,7	49,6	73,2	74,9	71,7	83,8	80,8	82,5
EUR/PLN eop	4,23	4,23	4,31	4,18	4,21	4,37	4,29	4,31	4,34	4,36	4,37	4,35	4,26	4,41	4,18	4,31	4,35	4,45	4,45
GLA eop	115,8	115,8	115,8	115,8	115,8	128,2	128,2	128,2	130,0	133,2	133,2	122,9	110,1	110,1	115,8	128,2	122,9	124,9	124,9
Czynsz brutto [PLN/mkw.]	55,1	52,8	53,5	55,6	59,3	52,9	52,1	30,4	54,4	55,9	52,4	51,4	46,1	55,4	55,3	49,0	55,6	54,3	55,1
Czynsz brutto [EUR/mkw.]	12,8	12,5	12,5	13,1	14,1	12,3	12,0	7,1	12,6	12,9	12,0	11,8	10,8	12,8	12,9	11,5	12,8	12,4	12,4
Zobowiązania % [mln PLN]	371,6	365,4	365,7	364,8	369,5	355,9	366,6	325,4	331,9	324,8	288,8	252,1	375,7	392,3	360,4	368,4	252,1	220,8	196,8
Nieruchomości inwestycyjne + RzAT [mln PLN]	646,7	649,1	668,4	668,2	672,6	659,3	635,6	640,1	666,0	670,0	638,8	627,8	630,2	643,0	668,2	640,1	627,8	628,1	627,2
LtV brutto	57,5%	56,3%	54,7%	54,6%	54,9%	54,0%	57,7%	50,8%	49,8%	48,5%	45,2%	40,2%	59,6%	61,0%	53,9%	57,6%	40,2%	35,2%	31,4%

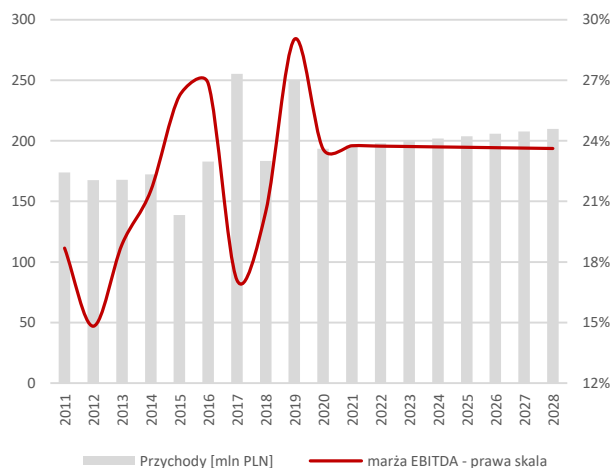
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *w 4Q'18 spółka zmieniła sposób prezentacji kontraktów w obszarze budowlanym (wcześniej używano metody zerowego zysku, a obecnie metody proporcjonalnej; dane do 2019 prezentujemy wg poprzedniej metodologii)

Marża brutto ze sprzedaży w kolejnych okresach



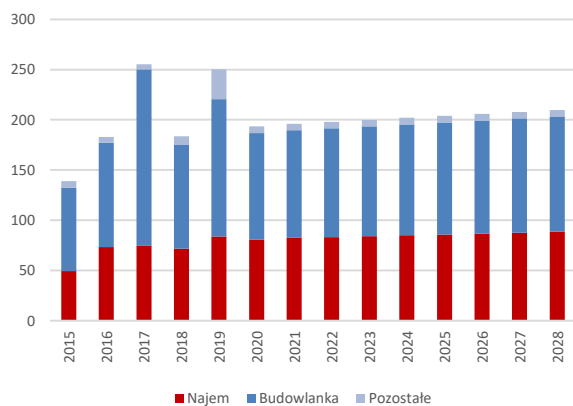
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Marża EBITDA w kolejnych okresach



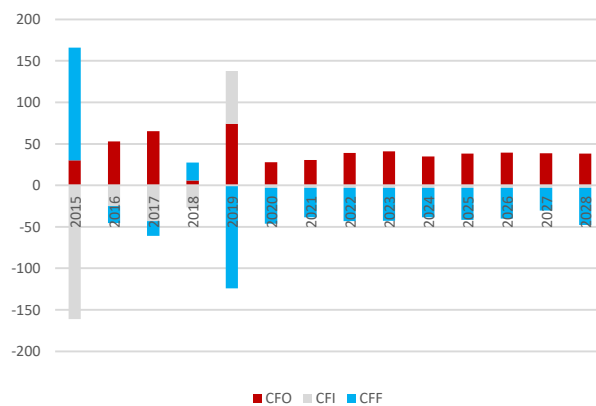
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Struktura przychodów w kolejnych latach [mln PLN]



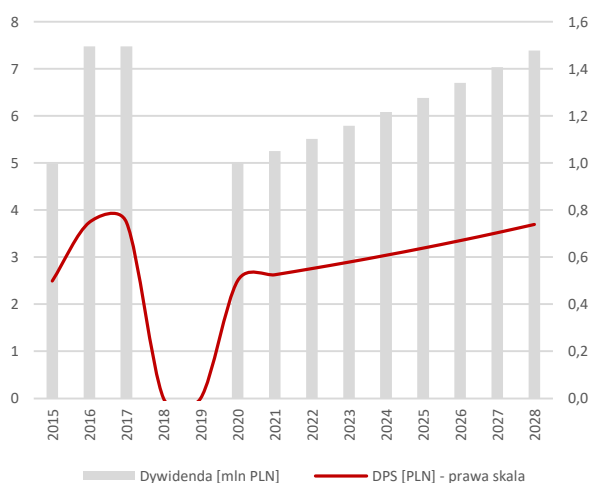
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Przepływy gotówkowe w kolejnych latach [mln PLN]



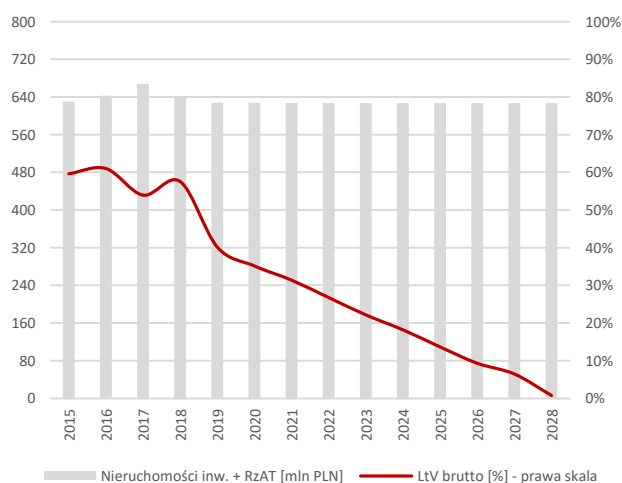
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Ścieżka dywidendowa w kolejnych okresach [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Nieruchomości inwestycyjne + RzAT na tle zadłużenia [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

ZMIANY ZAŁOŻEŃ W MODELU

Względem rekomendacji z października'17 zaktualizowaliśmy przede wszystkim założenia dla segmentu budowlanego. Spółce nie udało się pozyskać kolejnych zamówień zagranicznych, a realizowane marże były pod presją kosztów pracy oraz cen surowców. Uważamy jednak, że obecnie sytuacja dywizji się ustabilizowała i nie oczekujemy negatywnej kontrybucji do skonsolidowanych wyników. Prognozujemy, że dywizja będzie w stanie generować powtarzalnie ok. 105-115 mln PLN przychodów rocznie, osiągając ok. 4-5% rentowności brutto. W segmencie nieruchomościowym uwzględniliśmy zmiany w portfelu inwestycji, m.in. sprzedaż parków handlowych w Krośnie, Kamiennej Górze, Sosnowcu i Myszkowie oraz budowę nowych obiektów (Zielona Góra, Częstochowa). Według obecnych założeń EBITDA w '19 wyniesie 72,6 mln PLN (po oczyszczeniu ok. 55 mln PLN) i 45,6 mln PLN w '20. Wynik netto może być bliski 43,2 mln PLN w '19 i 26,7 mln PLN w '20.

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

	2019 stara	2019 nowa	zmiana r/r	2020 stara	2020 nowa	zmiana r/r	2021 stara	2021 nowa	zmiana r/r
Przychody	255,4	250,1	-2,1%	235,0	193,4	-17,7%	237,3	196,2	-17,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	67,2	61,5	-8,5%	65,5	59,4	-9,3%	66,0	59,5	-9,9%
Wynik netto ze sprzedaży	61,4	52,9	-13,9%	60,3	48,7	-19,2%	60,7	48,6	-19,9%
EBITDA	63,2	72,6	14,9%	62,2	45,6	-26,6%	62,8	46,6	-25,8%
EBIT	61,2	66,2	8,2%	60,1	43,0	-28,4%	60,5	42,8	-29,2%
Zysk brutto	47,6	53,2	11,8%	47,3	32,9	-30,4%	48,5	33,2	-31,5%
Zysk netto	38,3	43,2	12,9%	38,3	26,7	-30,4%	39,3	26,9	-31,6%
marża brutto ze sprzedaży	26,3%	24,6%		27,9%	30,7%		27,8%	30,3%	
marża netto ze sprzedaży	24,0%	21,1%		25,7%	25,2%		25,6%	24,8%	
marża EBITDA	24,7%	29,0%		26,5%	23,6%		26,5%	23,8%	
marża EBIT	24,0%	26,5%		25,6%	22,3%		25,5%	21,8%	
marża netto	15,0%	17,3%		16,3%	13,8%		16,6%	13,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

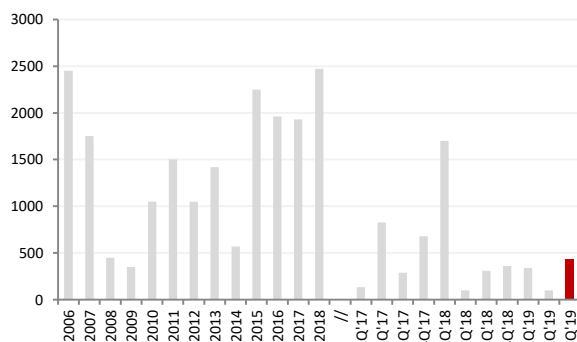
OTOCZENIE RYNKOWE

Dobrą sytuację makroekonomiczną potwierdzają dane GUS (niskie bezrobocie, silny wzrost PKB), co z kolei przekłada się na rynek nieruchomości. W segmencie handlowym podaż powierzchni w 3Q'19 zwiększyła się, co jest efektem otwarcia ok. 54 tys. mkw PUU (w 1H'19 uruchomiono 237 tys. mkw.). Złożyło się na to otwarcie 1 nowego obiektu (Stara Ujeżdżalnia w Jarosławiu – 25 tys. mkw.) oraz rozbudowa 2 pozostałych (Centrum Janki o 12 tys. mkw. oraz Galeria Słowiańska w Zgorzelcu o 3 tys. mkw.). Łączna podaż nowoczesnej powierzchni handlowej (liczona dla obiektów > 5 tys. mkw.) wyniosła 14,5 mln mkw., co oznacza wzrost w ciągu dekady o 38%. W okresie 1-3Q'19 aż 69% nowo oddanej powierzchni przypadło na największe miasta, jednak obecnie zdecydowaną przewagę mają mniejsze miejscowości. JLL szacuje, że w budowie jest realizowane 192 tys. mkw., z czego tylko 30% powstanie w głównych aglomeracjach. Analitycy zwracają również uwagę na fakt, że mniejsza liczba inwestycji jest efektem wysokiego nasycenia rynku, co zmusza deweloperów do poszerzania oferty szczególnie w dużych obiektach (np. o strefy gastronomiczne i rozrywkę). Mniejsze obiekty cieszą się natomiast dużym zainteresowaniem, a w samym 3Q'19 otwarto 8 projektów, których GLA mieściło się w przedziale 2-5 tys. mkw. (łącznie 25 tys. mkw.).

W najlepszych lokalizacjach w Warszawie czynsze prime wynoszą ok. 130 EUR/mkw./m-c, z kolei w mniejszych miejscowościach jest to przedział 45-60 EUR/mkw./m-c i w kolejnych okresach poziomy ten mają się dalej utrzymywać. Średni poziom pustostanów w głównych aglomeracjach JLL szacuje na 3,8% na koniec 1H'19 (wzrost względem r/r o ok. 0,4 p.p.). Analitycy zwracają jednocześnie uwagę, że w Warszawie niewynajęta powierzchnia odpowiada za 2,6% (dla porównania w Katowicach, Krakowie i Poznaniu jest to odpowiednio: 2,5%, 4,7% oraz 6,7%). Stopy kapitalizacji dla najlepszych galerii handlowych utrzymały się na poziomie 4,9 %, natomiast w przypadku retail parków jest to 6,8%.

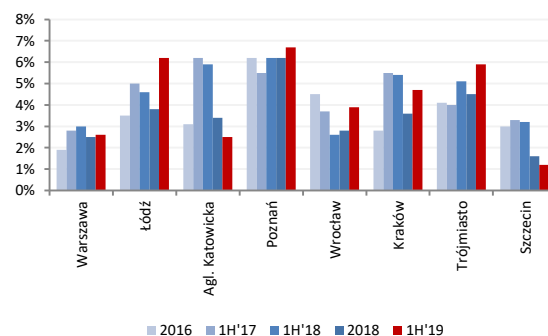
W okresie 1-3Q'19 doszło do transakcji inwestycyjnych o wartości 880 mln EUR, z czego 3Q'19 odpowiadał za 50% wolumenu. Największymi transakcjami były sprzedaż Atrium Felicity w Lublinie i Atrium Koszalin za 298 mln EUR do funduszu ECE (obiekty po rekomercjalizacji) oraz sprzedaż i leasing zwrotny przez Metro Properties portfela 11 sklepów Cash & Carry w regionie CEE za 250 mln EUR (w tym 5 sklepów Makro w Polsce). W perspektywie 4Q'19 powinno dojść do transakcji nabycia udziałów w Cromwell Polish Retail Fund o wartości ok. 600 mln EUR.

Wartość handlowych transakcji inwestycyjnych [mln EUR]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Pustostany w wybranych aglomeracjach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Rynek handlowy w głównych aglomeracjach po 2Q'19

	Warszawa	Kraków	Katowice	Łódź	Wrocław	Poznań	Szczecin	Trójmiasto
Nasycenie (mkw/1000)	526,0	522,0	498,0	564,0	717,0	717,0	451,0	591,0
Czynsze [EUR/mkw./m-c]	110-130	55-60	50-55	50-60	50-55	45,55	45-55	45-52
Pustostany [%]	2,6%	4,7%	2,5%	6,2%	3,9%	6,7%	1,2%	5,9%
Indeks siły nabywczej	11,4	9,0	8,5	8,2	9,2	9,5	8,1	8,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

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

Podział miast Polski pod względem liczby mieszkańców

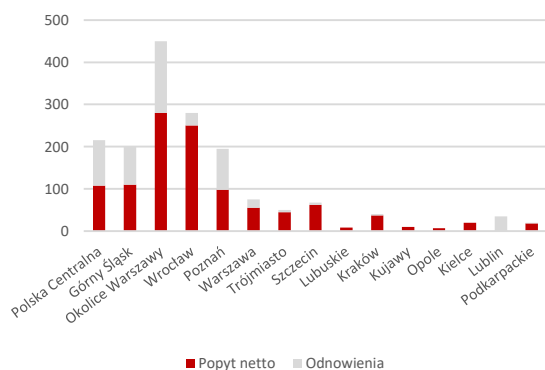
Liczba mieszkańców	ponad 200 tys.	100-200	50-100	20-50	10-20	5-10	poniżej 5	Łącznie
Liczba miast	17	22	48	136	185	182	317	907

Źródło: GUS

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

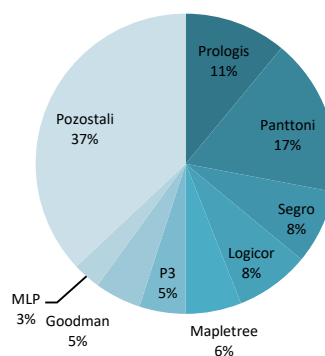
PA Nova coraz śmielej wchodzi w segment magazynowy, który ma zastępować powoli kontrakty dla sieci handlowych. Rynek logistyczny w Polsce znajduje się obecnie w fazie dynamicznego rozwoju. Okres 1H'19 przyniósł bardzo wysoki wolumen renegocjacji umów (wygasało dużo umów najmu, które były podpisywane w 2013-14), który zrównoważył nieznaczne osłabienie zapotrzebowania na nowe powierzchnie. W 1H'19 popyt brutto wyniósł 1,6 mln mkw. (nieco słabiej r/r i podobne wartości jak w 1H'17). Największym zainteresowaniem najemców cieszyły się regiony Warszawy i Wrocławia, na których popyt netto przekroczył 250 tys. mkw. W Polsce Centralnej, okolicach Poznania i Górnego Śląska popyt przebił 100 tys. mkw. Głównymi sektorami, które „budują” popyt, są operatorzy logistyczni, sieci handlowe i lekka produkcja, którzy zawarli umowy na poziomie 80% całkowitego zapotrzebowania. Krajowy rynek znajduje się w fazie dynamicznego rozwoju, a w okresie 1H'19 oddano do użytku ok. 1,1 mln mkw. nowej powierzchni, co tym samym przełożyło się na wzrost nowych zasobów do 16,9 mln mkw. Liderem nowej podaży pozostaje obszar Polska Centralnej, gdzie w 1H'19 zakończono budowę 250 tys. mkw. (w ujęciu r/r zasoby tego regionu zwiększyły się o 35%). Pod względem budowy aktywne były także rejony Warszawy, Wrocławia, Trójmiasta i Krakowa. Na koniec 2Q'19 w budowie było 2,2 mln mkw. nowej powierzchni, z czego ok. 45% powstawało na zasadzie popytu spekulacyjnego. JLL wskazuje, że tak istotny wzrost podaży prowadzi do zwiększenia wskaźnika pustostanów, który zwiększył się do 6,3% (z 5,7% w 1Q'19). Agencja spodziewa się, że ilość niewynajętej powierzchni, z racji dużej podaży, może się nieznacznie zwiększyć w kolejnych kwartałach. Największe udziały w rynku mają obecnie Panattoni (17%), Prologis (11%), Segro i Logisor (oba po 8%). Analitycy JLL wskazują, że na rynku zauważalny jest stopniowy wzrost czynszów. Zmiany nie są jednak duże, co wynika z dużej podaży. W 1H'19 obserwowano podniesienie stawek najmu w rejonie Warszawy, Wrocławia czy Poznania. W strefie Warszawa Okolice stawki podniosły się do poziomu 3,8 EUR/mkw./m-c, a w Warszawa Miasto do 4,3-5,2 EUR/mkw./m-c. Najniższe czynsze są notowane w Polsce Centralnej (2,6-3,2 EUR/mkw./m-c).

Popyt wg regionów w 1H'19



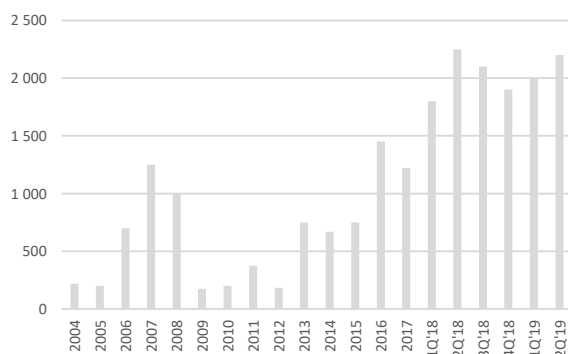
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Zasoby powierzchni magazynowej na koniec 2Q'19



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Powierzchnia magazynowa w budowie [tys.mkw.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL

Największe transakcje w 1H'19

Najemca	Nazwa	Deweloper	PUU [tys. mkw.]
Pantos Logistics	Panattoni Park Wrocław XI	Panattoni	60,5
Pepsico	P3 Mszczonów	P3	58,5
Gefco	Panattoni Wrocław X North Gate	Panattoni	32,5
Raben	A2 Warsaw Park Grodzisk	---	30,1
RTV Euro AGD	Goodman Warsaw Logistics Centre	Goodman	26,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., JLL, C&W

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	722,9	758,0	707,7	693,4	693,7	692,9	692,9	692,7	692,7	692,6	692,6	692,7	692,7
WNiP	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
RzAT	24,6	18,6	31,7	22,3	22,6	21,8	21,9	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,7
Należności długoterminowe	7,1	7,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Inwestycje długoterminowe	670,0	715,6	652,8	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5	649,5
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	17,9	13,6	19,0	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
Aktywa obrotowe	93,9	83,7	205,6	177,9	152,3	141,4	139,4	136,6	133,6	130,7	130,3	139,0	129,9
Zapasy	0,2	0,2	11,3	4,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Należności krótkoterminowe	48,4	31,3	46,9	35,1	32,8	29,9	32,2	31,1	31,6	32,2	32,2	32,6	32,9
Inwestycje krótkoterminowe	35,8	37,0	118,8	110,9	92,4	84,3	80,1	78,3	74,9	71,4	71,0	79,3	69,8
-w tym środki pieniężne	35,8	36,0	36,9	50,2	31,8	23,7	19,4	17,7	14,2	10,7	10,3	18,6	9,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	9,5	15,2	28,5	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0	27,0
Aktywa razem	816,8	843,0	865,3	833,6	808,4	796,6	794,7	791,6	788,6	785,7	785,3	794,0	784,9
Kapitał (fundusz) własny	316,9	346,3	356,0	403,0	424,7	446,3	469,2	492,5	516,6	541,3	566,6	592,5	619,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	499,9	496,7	509,3	430,6	383,7	350,3	325,5	299,1	272,0	244,4	218,7	201,4	165,8
Rezerwy	18,1	23,5	28,3	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
Zobowiązania długoterminowe	335,7	334,6	315,7	247,9	216,6	192,6	163,7	134,7	109,9	81,4	54,3	36,4	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	139,5	121,0	147,5	146,5	130,9	121,5	125,6	128,1	125,9	126,8	128,1	128,8	129,0
w tym oprocentowane	85,5	69,3	85,6	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0	61,0
Pozostałe zobowiązania	5,0	8,3	11,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pasywa razem	816,8	843,0	865,3	833,6	808,4	796,6	794,7	791,6	788,6	785,7	785,3	794,0	784,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody netto ze sprzedaży	182,9	255,3	183,5	250,1	193,4	196,2	198,1	200,0	201,9	203,9	205,9	207,8	209,9
Koszty produktów, towarów i materiałów	134,5	193,0	138,9	188,6	133,9	136,7	137,2	138,8	140,0	141,4	142,8	144,2	145,6
Zysk brutto ze sprzedaży	48,5	62,4	44,6	61,5	59,4	59,5	60,9	61,1	61,9	62,4	63,1	63,7	64,3
Koszty sprzedaży	0,9	1,1	1,0	1,4	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Koszty zarządu	4,3	7,9	6,6	7,2	9,7	9,8	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5
Zysk/strata na sprzedaży	43,2	53,4	37,0	52,9	48,7	48,6	49,9	50,1	50,7	51,2	51,7	52,2	52,7
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	3,9	-11,8	-2,1	13,3	-5,7	-5,8	-5,8	-5,9	-5,9	-6,0	-6,0	-6,1	-6,2
EBITDA	49,1	43,7	37,6	72,6	45,6	46,6	47,0	47,4	47,9	48,3	48,7	49,1	49,6
EBIT	47,1	41,6	34,9	66,2	43,0	42,8	44,1	44,2	44,8	45,2	45,6	46,0	46,5
Saldo działalności finansowej	-13,6	-9,8	-12,6	-13,0	-10,1	-9,6	-9,0	-8,3	-7,5	-6,8	-6,1	-5,4	-4,6
Zysk (strata) brutto	33,5	31,8	22,3	53,2	32,9	33,2	35,0	35,9	37,3	38,3	39,5	40,7	41,9
Zysk (strata) netto	26,8	25,0	17,7	43,2	26,7	26,9	28,4	29,1	30,2	31,0	32,0	33,0	33,9
Rachunek przepływu środków pieniężnych [mln PLN]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	52,9	65,3	5,9	74,1	27,8	30,6	39,0	41,1	34,9	38,2	39,4	38,5	38,3
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-25,1	-43,3	-26,7	63,5	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-20,5	-17,8	21,5	-124,3	-43,4	-35,7	-40,3	-39,9	-35,3	-38,6	-36,8	-27,1	-44,6
Przepływy pieniężne netto	7,3	4,3	0,7	13,4	-18,5	-8,0	-4,3	-1,7	-3,5	-3,5	-0,4	8,3	-9,4
Środki pieniężne na początek okresu	24,5	31,8	36,0	36,9	50,2	31,8	23,7	19,4	17,7	14,2	10,7	10,3	18,6
Środki pieniężne na koniec okresu	31,8	36,0	36,7	50,2	31,8	23,7	19,4	17,7	14,2	10,7	10,3	18,6	9,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wskaźniki rynkowe

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Dane finansowe													
Przychody zmiana r/r	31,7%	39,6%	-28,1%	36,3%	-22,7%	1,4%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBITDA zmiana r/r	34,8%	-11,0%	-14,0%	93,3%	-37,2%	2,1%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
EBIT zmiana r/r	36,9%	-11,6%	-16,1%	89,7%	-35,0%	-0,4%	2,8%	0,3%	1,4%	0,8%	1,0%	0,9%	1,0%
Zysk netto zmiana r/r	50,0%	-6,7%	-29,5%	144,8%	-38,3%	0,9%	5,5%	2,6%	3,7%	2,8%	3,2%	2,9%	2,9%
Marża brutto na sprzedaży	26,5%	24,4%	24,3%	24,6%	30,7%	30,3%	30,7%	30,6%	30,7%	30,6%	30,6%	30,6%	30,6%
Marża EBITDA	26,8%	17,1%	20,5%	29,0%	23,6%	23,8%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,6%	23,6%
Marża EBIT	25,7%	16,3%	19,0%	26,5%	22,3%	21,8%	22,2%	22,1%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Marża brutto	18,3%	12,5%	12,1%	21,3%	17,0%	16,9%	17,7%	18,0%	18,5%	18,8%	19,2%	19,6%	20,0%
Marża netto	14,7%	9,8%	9,6%	17,3%	13,8%	13,7%	14,3%	14,6%	15,0%	15,2%	15,6%	15,9%	16,2%
ROE	8,5%	7,2%	5,0%	10,7%	6,3%	6,0%	6,1%	5,9%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,5%
ROA	3,3%	3,0%	2,0%	5,2%	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%	3,8%	4,0%	4,1%	4,2%	4,3%
Dług	418,1	399,4	375,1	291,1	259,7	235,8	206,8	177,9	153,0	124,5	97,4	79,5	43,8
D/(D+E)	51,2%	47,4%	43,3%	34,9%	32,1%	29,6%	26,0%	22,5%	19,4%	15,8%	12,4%	10,0%	5,6%
D/E	104,9%	90,0%	76,5%	53,6%	47,3%	42,0%	35,2%	29,0%	24,1%	18,8%	14,2%	11,1%	5,9%
Odsetki / EBIT	-29,0%	-23,5%	-36,2%	-19,6%	-23,5%	-22,5%	-20,5%	-18,7%	-16,8%	-15,2%	-13,3%	-11,6%	-9,9%
Dług / Kapitał własny	131,9%	115,3%	105,4%	72,2%	61,2%	52,8%	44,1%	36,1%	29,6%	23,0%	17,2%	13,4%	7,1%
Dług netto	382,3	363,3	338,2	240,8	227,9	212,0	187,4	160,2	138,8	113,8	87,1	60,9	34,6
Dług netto / Kapitał własny	120,6%	104,9%	95,0%	59,8%	53,7%	47,5%	39,9%	32,5%	26,9%	21,0%	15,4%	10,3%	5,6%
Dług netto / EBITDA	778,6%	831,6%	900,3%	331,7%	499,6%	455,0%	398,6%	337,7%	290,1%	235,7%	178,8%	124,0%	69,8%
Dług netto / EBIT	811,8%	873,1%	968,7%	363,6%	529,7%	494,9%	425,3%	362,5%	309,8%	251,9%	190,8%	132,3%	74,4%
EV	511,3	492,3	467,2	369,8	356,9	341,0	316,4	289,2	267,8	242,8	216,1	189,9	163,6
Dług / EV	81,8%	81,1%	80,3%	78,7%	72,8%	69,1%	65,4%	61,5%	57,1%	51,3%	45,1%	41,9%	26,8%
CAPEX / Przychody	0,4%	0,0%	16,0%	8,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	34,7%	0,0%	1105,5%	337,7%	111,8%	78,4%	100,7%	92,7%	99,5%	98,3%	100,8%	101,0%	102,1%
Amortyzacja / Przychody	1,1%	-	1,4%	2,5%	1,3%	1,9%	1,5%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Zmiana KO / Przychody	-3,5%	5,7%	-8,6%	16,1%	-4,4%	-3,3%	0,9%	1,8%	-1,4%	0,2%	0,7%	0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-14,7%	20,0%	22,1%	60,4%	14,9%	-234,4%	94,8%	189,7%	-142,3%	16,7%	69,3%	14,0%	-8,1%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S	0,7	0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
P/E	4,8	5,2	7,3	3,0	4,8	4,8	4,5	4,4	4,3	4,2	4,0	3,9	3,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/CE	2,2	2,1	2,4	1,4	2,2	2,5	2,7	2,8	2,9	3,1	3,0	2,5	3,0
EV/EBITDA	10,4	11,3	12,4	5,1	7,8	7,3	6,7	6,1	5,6	5,0	4,4	3,9	3,3
EV/EBIT	10,9	11,8	13,4	5,6	8,3	8,0	7,2	6,5	6,0	5,4	4,7	4,1	3,5
EV/S	2,8	1,9	2,5	1,5	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8
BVPS	31,7	34,6	35,6	40,3	42,5	44,6	46,9	49,3	51,7	54,1	56,7	59,3	61,9
EPS	2,7	2,5	1,8	4,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
CEPS	5,9	6,1	5,4	9,3	5,8	5,1	4,8	4,7	4,4	4,2	4,2	5,2	4,3
DPS	0,75	0,75	0,00	0,00	0,50	0,53	0,55	0,58	0,61	0,64	0,67	0,70	0,74
Payout ratio	5,8%	5,8%	0,0%	0,0%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	5,2%	5,5%	5,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., obliczenia przy cenie rynkowej 12,9 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.górniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 20-81-435
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	35,3	kupuj	37,5	12.11.2019	14:40 CEST	12,9	59 210
kupuj	37,5	kupuj	37,5	05.10.2017	10:41 CEST	24,7	63 825
kupuj	37,5	kupuj	34,6	18.05.2017	13:28 CEST	25,0	59 689
kupuj	34,6	kupuj	31,8	25.11.2016		21,8	48 618
kupuj	31,8	kupuj	25,8	02.09.2016		26,5	47 278
kupuj	25,8	kupuj	23,7	18.11.2015		19,8	49 047
kupuj	23,7	kupuj	19,1	01.06.2015		17,5	55 687
kupuj	19,1	kupuj	20,9	22.10.2014		15,3	53 257
kupuj	20,9	---	---	09.05.2014		15,2	50 451

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
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'19*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	3	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 (bazując 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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 12.11.2019 roku (14:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.11.2019 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyceniane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez udziału 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 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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 12.11.2019 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.