

PA Nova

Sprzedaż części portfolio na horyzoncie

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ na akcje PA Nova i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 20.63/akcję (26.9% potencjału wzrostu). W raporcie zaktualizowaliśmy wyniki 2Q25, i ich wpływ na przyszłe rezultaty. Podtrzymujemy opinię, że wyniki 2025E będą względnie stabilne i ulegną poprawie w 2026E, dzięki rozbudowie portfela nieruchomości oraz oczekiwanemu stabilnemu wzrostowi backlogu w budowlance. W 2026E grupa odda do użytku dwa nowe obiekty handlowe (nie uwzględniamy sprzedaży aktywów w modelu; potencjalne wpływy mogłyby być przeznaczone na szybsze oddłużenie, budowę nowych projektów czy wyższą dywidendę) i wierzymy, że obszar generalnego wykonawstwa lekko poprawi rentowność po dwóch latach spadków, dzięki wypłaszczeniu kosztów materiałów budowlanych. W przypadku dywidendy przyjmujemy, że spółka wypłaci w 2026E PLN 0.80/akcję, vs. PLN 0.75/akcję w 2025E. W oparciu o nasze prognozy, NVA jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 6.8x w 2025E oraz 5.6x w 2026E, oraz 0.3x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2025E-26E.

Podsumowanie wyników 2Q25: Wyniki były słabsze r/r, zgodnie z oczekiwaniami, (rezultaty 2Q24 były wsparte sprzedażą parku handlowego). W porównaniu z naszymi prognozami, przychody i zysk netto przekroczyły nasze założenia (wyższa sprzedaż w budowlance i najmie, oraz mniejsze negatywne saldo finansowe). W przypadku rentowności, najem i IT wykazały wyższe marże od założeń.

Stabilne wyniki w 2025E i odbicie w 2026E. Spodziewamy się, że deweloper pokaże względnie stabilne wyniki w bieżącym. Według naszych założeń, spółka osiągnie w 2025E blisko PLN 267m przychodów, w tym PLN 161m w segmencie budowlanym, oraz wypracuje PLN 24m zysku netto (vs. PLN 22m w 2024 roku). W 2026E do użytku zostaną oddane dwa parki handlowe (Dzierżoniów, Nysa; łącznie 18.6k mkw), a część budowlana może lekko poprawić rezultaty, co powinno przełożyć się na wzrost przychodów grupy do PLN 276m oraz wyniku netto do PLN 29m.

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

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

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

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	206	351	284	264	276	280
EBITDA	48	64	55	51	55	55
EBIT	46	62	48	44	48	48
Wynik netto	23	35	22	24	29	30
P/E (x)	7.2	4.7	7.3	6.8	5.6	5.4
P/BV (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	5.2%	7.2%	4.5%	4.7%	5.5%	5.5%
DPS (PLN)	0.00	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85
DY (%)	0.0%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

PA Nova

KUPUJ

FV PLN 20.63 z PLN 21.38

26.9% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 8 października 2025 PLN
16.25



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	38.2
12M śr. dzienny wolumen (k)	1.4
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.004
12M max/min (PLN)	17.2/13.6
Waga w WIG	0.02%
Reuters	NVA.WA
Bloomberg	NVA.PW

Stopy zwrotu

1M	7.5%
3M	7.2%
12M	-1.0%

Akcjonariat (% głosów)

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

Analityk

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

PA Nova

KUPUJ

FV PLN 20.63

Kapitalizacja EUR 38m

Potencjał wzrostu +26.9%

Mnożniki wyceny	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	4.7	7.3	6.8	5.6	5.4
EV/EBITDA (x)	6.8	8.0	8.4	7.4	7.0
EV/Przychody (x)	1.2	1.5	1.6	1.5	1.4
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Stopa FCFE (%)	24%	15%	9%	20%	20%
DY (%)	4%	4%	5%	5%	5%

Na akcję	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Liczba akcji (m szt.)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (PLN)	3.5	2.2	2.4	2.9	3.0
BVPS (PLN)	47.9	49.7	50.7	52.8	54.9
FCFPS (PLN)	3.9	2.5	1.4	3.2	3.2
DPS (PLN)	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85

Dynamika r/r (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	70.1%	-19.0%	-6.9%	4.3%	1.6%
Wynik brutto ze sprz.	33.0%	-18.6%	-6.8%	13.1%	1.2%
EBITDA	33.6%	-15.0%	-6.2%	6.5%	0.4%
EBIT	36.6%	-22.6%	-8.3%	7.6%	1.1%
Wynik netto	52.8%	-35.6%	7.3%	20.7%	4.4%

Wskaźniki	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Marża brutto (%)	21.1%	21.2%	21.2%	23.0%	22.9%
Marża EBITDA (%)	18.3%	19.2%	19.4%	19.8%	19.6%
Marża EBIT (%)	17.8%	17.0%	16.7%	17.3%	17.2%
Marża netto (%)	9.9%	7.8%	9.0%	10.5%	10.7%
Dług netto / EBITDA (x)	4.2	5.0	5.2	4.4	4.0
Dług netto / Kapitał (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE (%)	7.2%	4.5%	4.7%	5.5%	5.5%
ROA (%)	3.8%	2.4%	2.6%	3.1%	3.2%
ROIC (%)	6.3%	4.3%	4.4%	4.7%	4.8%

Założenia	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody (PLN m)	351	284	264	276	280
Najem	89	93	90	98	98
Budowlanka	244	174	161	165	168
Pozostałe	17	17	13	14	14

FFO (PLN m)	43	31	29	36	37
zmiana r/r	38.9%	-29.5%	-3.9%	21.5%	4.4%
FFO yield (%)	432.4%	305.0%	293.0%	355.9%	371.7%

EPRA NAV (PLN m)	509	531	537	557	579
zmiana r/r	10.3%	4.2%	1.1%	3.9%	3.9%
EPRA NAV/akcję (PLN)	50.9	53.1	53.7	55.7	57.9

LtV (%)	42.8%	41.8%	40.6%	37.0%	33.4%
----------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

RZIS (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przychody	206	351	284	264	276	280
Koszt własny sprzedaży	-151	-277	-224	-208	-212	-216
Wynik brutto ze sprzedaży	56	74	60	56	63	64
Koszty sprzedaży i zarządu	-9	-10	-11	-10	-12	-12
Wynik netto ze sprzedaży	47	64	49	46	52	52
Pozostałe przychody/koszty	-1	-1	-1	-1	-4	-4
EBITDA	48	64	55	51	55	55
EBIT	46	62	48	44	48	48
Koszty finansowe netto	-18	-19	-18	-15	-12	-11
Wynik przed opodatkowaniem	28	43	31	29	36	37
Podatek dochodowy	-5	-8	-8	-5	-7	-7
Wynik netto	23	35	22	24	29	30

Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Aktywa trwałe	826	791	797	835	832	829
Nieruchomości inwestycyjne	692	637	657	656	656	656
Rzeczowe aktywa trwałe	18	45	26	71	68	65
Aktywa do sprzedaży	86	81	80	57	57	57
Pozostałe aktywa trwałe	29	29	33	51	51	51
Aktywa obrotowe	126	128	146	95	93	99
Zapasy	1	0	0	0	0	0
Należności handlowe	45	50	47	32	32	32
Środki pieniężne	57	65	60	48	46	51
Pozostałe aktywa obrotowe	22	13	39	15	15	15
Aktywa razem	951	920	943	929	924	928
Kapitał	435	478	496	506	527	548
Mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zob. długoterminowe	310	259	351	263	237	219
Kredyty, pożyczki i leasing	271	217	308	219	193	175
Pozostałe zob. długoterminowe	39	42	43	44	44	44
Zob. krótkoterminowe	208	184	98	162	162	162
Zobowiązania handlowe	63	53	62	59	59	59
Kredyty, pożyczki i leasing	134	120	27	95	95	95
Pozostałe zob. krótkoterminow	11	10	9	8	8	8
Pasywa razem	951	920	943	929	924	928
Dług (PLN m)	405	338	335	314	288	270
Dług netto (PLN m)	347	273	275	267	243	219

Rachunek przepł. (PLN m)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Przepływy z dział. oper.	9	41	25	31	48	47
Wynik netto	23	35	22	24	29	30
Amortyzacja	2	2	6	7	7	7
Zmiana kapitału obrotowego	72	-58	29	9	0	0
Pozostałe	-88	63	-32	-9	12	11
Przepływy z dział. inwest.	-10	-2	0	-1	-4	-4
Nakłady na nier.inw.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-10	-2	0	-1	-4	-4
Przepływy z dział. finan.	-75	-32	-29	-42	-46	-38
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-35	-28	-21	-18	-26	-18
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-6	-7	-8	-8	-9
Odsetki zapłacone	-36	0	0	-16	-12	-11
Pozostałe	-4	2	-1	-1	0	0
Zmiana gotówki	-76	7	-4	-13	-2	6
Śr. pieniężne na koniec oki	57	65	60	48	46	51

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Spis treści

Wycena	4
Wycena SOTP	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	6
Omówienie wyników 2Q25	9
Czynniki ryzyka	10
Kluczowe dane finansowe	11

Wycena

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

Tabela 1. PA Nova – Podsumowanie wyceny

Podsumowanie wyceny	Waga	Cena (PLN ps)	Potencjał (%)
SOTP wartość godziwa (PLN/akcję), wliczając:	80%	23.06	41.9%
Segment budowlany i IT (metoda DCF; EV segmentu)		6.10	
Segment komercyjny (wart. rynkowa istniejących projektów)		45.15	
Dług netto 2024		-27.47	
Dywidenda w 2025E		-0.75	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	10.89	-33.0%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	51.16	214.8%
Wartość godziwa (PLN/akcję)		20.63	26.9%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wycena SOTP

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

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

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

DCF (PLNm; segment budowlany i IT)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezydualny
Przychody	174.7	178.2	181.8	185.4	189.1	192.9	196.8	200.7	204.7	208.8	210.9
EBIT	2.7	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	5.0	5.1	5.2	5.3	6.3
Podatek	-0.5	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.2
NOPLAT	2.2	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	5.1
Amortyzacja	7.0	7.0	6.7	6.5	6.3	6.1	5.9	5.8	5.7	5.6	4.7
CAPEX	-2.8	-4.1	-4.2	-4.3	-4.3	-4.4	-4.5	-4.6	-4.6	-4.7	-4.7
Zmiana w kapitale obrotowym	9.0	0.0	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3
FCF	15.4	6.4	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.8	4.7	4.6	4.8
Stopa wolna od ryzyka	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Premia za ryzyko	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta odlewarowana	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Beta lewarowana	2.58	2.44	2.35	2.17	2.12	2.10	2.08	2.05	2.03	1.99	1.99
Koszt kapitału	19.2%	18.4%	17.9%	16.9%	16.7%	16.5%	16.4%	16.3%	16.2%	15.9%	15.9%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
Efektywna stopa podatkowa	18.4%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Waga długu	65.9%	64.0%	62.5%	59.1%	58.1%	57.6%	57.1%	56.5%	56.0%	54.9%	54.9%
Waga kapitału	34.1%	36.0%	37.5%	40.9%	41.9%	42.4%	42.9%	43.5%	44.0%	45.1%	45.1%
WACC	11.6%	11.5%	11.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Stopa dyskontowa	97%	87%	78%	70%	63%	57%	51%	46%	41%	37%	
Wartość bieżąca FCF	15.0	5.6	4.5	3.9	3.4	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7	
Suma wartości bieżących FCF	43.8										
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%										
Wartość rezydualna	46.5										
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	17.2										
EV	61.0										
EV na akcję (PLN)	6.10										
Wrażliwość DCF (PLN)											
Wzrost w okresie rezydualnym											
0.0%						6.28	6.10	5.95	5.82	5.71	
1.0%						6.51	6.28	6.10	5.95	5.82	
2.0%						6.80	6.51	6.28	6.10	5.95	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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

Projekt	GLA (k sqm.)	Czynsz (EUR/sqm)	Poziom wynajęcia (%)	NOI (EURm)	NOI (PLNm)	Stopa kapitalizacji (%)	MV (EURm)	MV (PLNm)	Prawd. sprzedaży*	MV adj. (PLNm)
Przemysł (Sanowa)	21.9	10.6	90.0%	2.5	10.7	8.50%	29.6	125.7	50%	62.8
Kluczbork (Miodowa)	10.3	7.6	90.0%	0.8	3.6	8.50%	9.9	42.2	50%	21.1
Kedzierzyn-Kozle (Odrzańskie Ogrody)	21.7	10.6	90.0%	2.5	10.6	8.50%	29.3	124.5	50%	62.3
Jaworzno (Galena)	31.3	10.6	90.0%	3.6	15.3	8.50%	42.2	179.6	50%	89.8
Raciborz	1.4	5.6	90.0%	0.1	0.4	9.50%	0.9	3.8	100%	3.8
Jaworzno	3.3	7.8	90.0%	0.3	1.2	9.50%	2.9	12.5	100%	12.5
Kłodzko	9.7	8.0	90.0%	0.8	3.6	9.50%	8.9	37.7	100%	37.7
Biała Podlaska	8.8	7.8	90.0%	0.7	3.2	9.50%	7.8	33.2	100%	33.2
Pyskowie	7.9	7.8	90.0%	0.7	2.8	9.50%	7.0	29.8	100%	29.8
Dzierżonów	8.3	7.8	90.0%	0.7	3.0	9.50%	7.4	31.4	100%	31.4
Nysa	10.3	7.8	90.0%	0.9	3.7	9.50%	9.1	38.9	100%	38.9
Rybnik	8.1	4.0	90.0%	0.4	1.5	8.50%	4.1	17.6	100%	17.6
Siechnice	2.5	4.0	90.0%	0.1	0.5	8.50%	1.3	5.4	100%	5.4
Rzeszów	2.5	4.0	90.0%	0.1	0.5	8.50%	1.3	5.4	100%	5.4
Suma/średnia	148.0	8.9	90.0%	14.2	60.3	8.77%	161.7	687.9		451.9

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

Wycena DDM

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

Tabela 4. PA Nova – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2025E*	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.0	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	3.7
Koszt kapitału	19.2%	18.4%	17.9%	16.9%	16.7%	16.5%	16.4%	16.3%	16.2%	15.9%	15.9%
Stopa dyskontowa	100%	84%	72%	63%	54%	46%	40%	35%	30%	26%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.0	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											4.3
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											6.6
Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)											10.89

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *tegoroczna dywidenda została odcięta 18 września

Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą PA Nova do spółek o podobnym profile działalności, tj. spółki budowlane oraz deweloperów komercyjnych w oparciu o wskaźniki P/E oraz P/BV. W naszej analizie nadajemy tej metodzie wagę 0%. Bazując na naszych prognozach dla lat 2025E-27E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 6.8/5.6/5.4x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 75% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. PA Nova – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja		P/E (x)		P/BV (x)		
	(PLNm)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Echo Investment	2,303	32.8	7.3	5.7	0.5	1.4	1.4
GTC	2,343	36.0	52.1	43.8	n.a.	n.a.	n.a.
MLP Group	1,756	7.5	5.3	4.3	n.a.	n.a.	n.a.
CA Immobilien	2,376	19.8	13.1	15.2	1.0	0.9	1.0
TAG Immobilien	2,754	11.9	9.0	12.5	1.4	1.0	1.4
Budimex	13,046	18.5	16.4	16.6	11.4	10.9	9.7
Erbud	352	24.1	8.7	8.6	n.a.	n.a.	n.a.
Unibep	382	12.7	12.3	7.8	n.a.	n.a.	n.a.
Mediana		19.1	10.6	10.6	1.2	1.2	1.4
PA Nova	163	6.8	5.6	5.4	0.3	0.3	0.3
Premia/dyskonto (%)		-64%	-47%	-49%	-73%	-75%	-78%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		45.66	30.68	31.80	59.90	63.88	75.06
Średnia implikowana FV/akcje (PLN)		51.16					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy 3Q25E: Prognozujemy, że PA Nova wypracuje w 3Q25E ok. PLN 59m przychodów (-2% r/r), co będzie wynikać ze stabilnych przychodów w segmencie budowlanym (szacujemy, że obszar osiągnie PLN 35m sprzedaży). W segmencie najmu estymujemy PLN 21m przychodów, a w obszarze „Pozostałe” (IT i Projektowanie) ok. PLN 3m. Przy osiągnięciu marży brutto w wysokości 24.2% i stabilnych kosztach SG&A, EBITDA grupy może wynieść PLN 13m (vs. PLN 10m w 3Q24 i PLN 11m w 2Q25), a wynik netto może być bliski PLN 6m (vs. PLN 4m w 3Q24).

Oczekiwania wynikowe w 2025E: W ujęciu całorocznym, pomimo ww. pozytywnego wpływu zbycia obiektu w Kłodzku w 2024, oczekujemy stabilnych wyników PA Nova w 2025E. Według naszych założeń, spółka osiągnie PLN 264m przychodów, w tym PLN 90m w segmencie najmu oraz PLN 161m w obszarze budowlanym. Prognozujemy, że EBITDA wyniesie PLN 51m, a wynik netto ok. PLN 24m. Zwracamy uwagę, że w modelu nie zakładamy sprzedaży aktywów komercyjnych w bieżącym roku, chociaż prezes Tomasz Janik wskazywał w 2Q25, że spółka może wygenerować PLN 90-100m przychodów ze zbycia projektów handlowych.

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

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

Tabela 6. PA Nova – prognozy wyników w 3Q25E-4Q25E (PLNm)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
Przychody, w tym:	50	41	38	77	98	113	74	65	43	105	60	75	60	73	59	72
Najem	22	20	25	23	22	23	22	22	23	23	22	25	23	24	21	21
Budownictwo	24	18	9	49	72	86	48	39	16	78	34	46	34	45	35	47
Pozostałe	4	3	4	5	3	4	4	5	4	5	4	4	3	4	3	4
Wynik brutto ze sprzedaży	13	10	9	24	29	15	17	13	11	20	15	14	13	13	14	15
EBITDA	12	9	7	20	28	13	14	9	10	19	10	15	13	11	13	14
EBIT	11	8	6	20	28	12	14	9	9	18	11	10	11	10	11	12
Wynik brutto	8	4	2	13	24	7	9	3	4	12	7	7	7	7	7	8
Wynik netto	6	6	-1	12	19	6	7	2	4	10	4	5	7	5	6	7
marża brutto	26.4%	24.2%	22.7%	30.8%	30.2%	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	17.9%	24.2%	21.4%
marża EBITDA	24.0%	21.1%	18.3%	26.5%	28.6%	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	15.5%	22.4%	19.4%
marża EBIT	22.8%	19.6%	16.5%	25.8%	28.2%	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	13.4%	18.9%	16.6%
marża netto	11.1%	13.6%	n.a.	16.1%	19.8%	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.9%	9.8%	9.2%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	200	206	351	284	264	276	280	285	290	294	299	304	309	314
Wynik brutto ze sprzedaży	49	56	74	60	56	63	64	65	66	67	67	68	69	70
EBITDA	43	48	64	55	51	55	55	55	55	56	56	57	56	56
EBIT	40	46	62	48	44	48	48	49	49	50	50	51	50	51
Wynik brutto	28	28	43	31	29	36	37	39	40	42	45	49	53	55
Wynik netto	23	23	35	22	24	29	30	31	33	34	37	40	43	44
marża brutto	24.7%	26.9%	21.1%	21.2%	21.2%	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%	22.6%	22.5%	22.4%	22.3%	22.3%
marża EBITDA	21.5%	23.3%	18.3%	19.2%	19.4%	19.8%	19.6%	19.3%	19.1%	18.9%	18.8%	18.6%	18.1%	18.0%
marża EBIT	20.1%	22.1%	17.8%	17.0%	16.7%	17.3%	17.2%	17.1%	17.0%	16.9%	16.8%	16.7%	16.3%	16.2%
marża netto	11.7%	11.0%	9.9%	7.8%	9.0%	10.5%	10.7%	11.0%	11.3%	11.5%	12.3%	13.1%	13.8%	14.1%
Dług netto	301	347	273	275	267	243	219	195	170	145	118	88	56	24
LtV net	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.0x

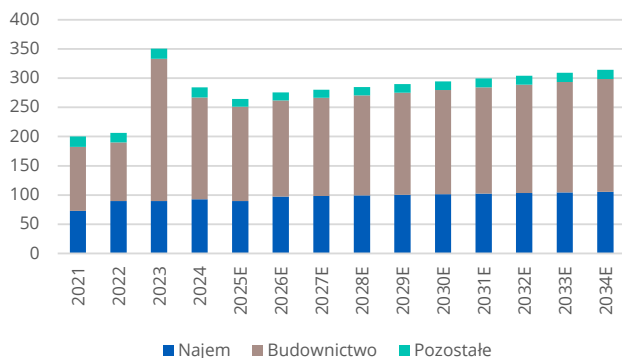
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

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

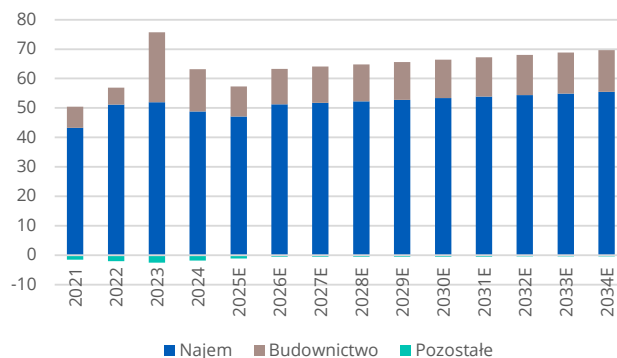
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	200	206	351	284	264	276	280	285	290	294	299	304	309	314
Najem	73	90	89	93	90	98	98	99	100	101	102	104	105	106
Budownictwo	110	100	244	174	161	165	168	171	175	178	182	185	189	193
Pozostałe	17	16	17	17	13	14	14	14	15	15	15	15	16	16
Koszty*	151	151	277	223	208	213	217	221	225	229	233	237	241	245
Najem	30	39	37	44	43	46	47	47	48	48	49	49	50	50
Budownictwo	102	94	220	160	151	152	156	159	162	165	168	172	175	179
Pozostałe	19	18	20	19	15	14	15	15	15	15	16	16	16	17
Wynik	49	55	73	61	56	63	64	64	65	66	67	68	68	69
Najem	43	51	52	49	47	51	52	52	53	53	54	54	55	55
Budownictwo	7	6	24	14	10	12	12	13	13	13	13	14	14	14
Pozostałe	-2	-2	-3	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0
Marża (%)	24.5%	26.6%	20.9%	21.6%	21.3%	22.8%	22.7%	22.6%	22.5%	22.4%	22.3%	22.2%	22.1%	22.0%
Najem	59.4%	56.9%	58.1%	52.5%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
Budownictwo	6.6%	5.8%	9.7%	8.3%	6.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Pozostałe	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

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

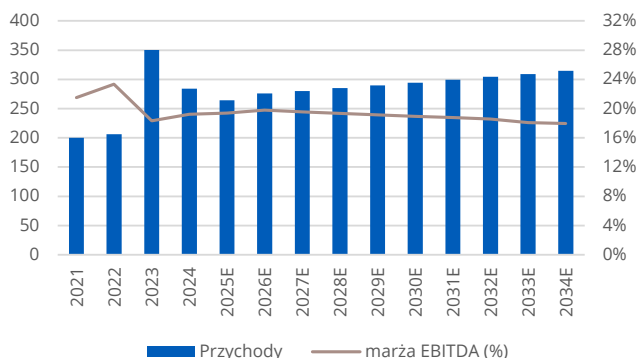


Wykres 10. PA Nova – wyniki segmentów (PLNm)

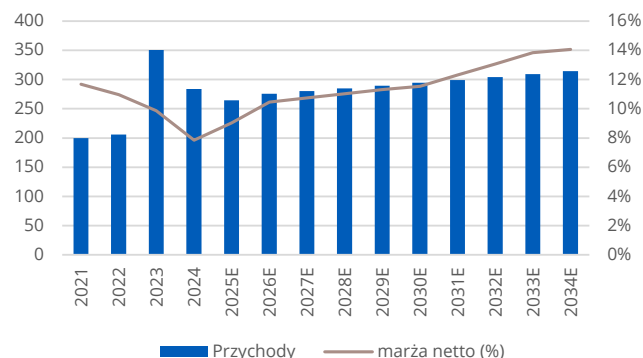


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 11. PA Nova – marża EBITDA (%)

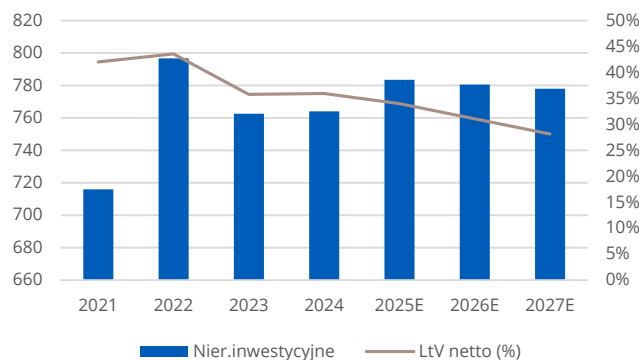


Wykres 12. PA Nova – marża netto (%)

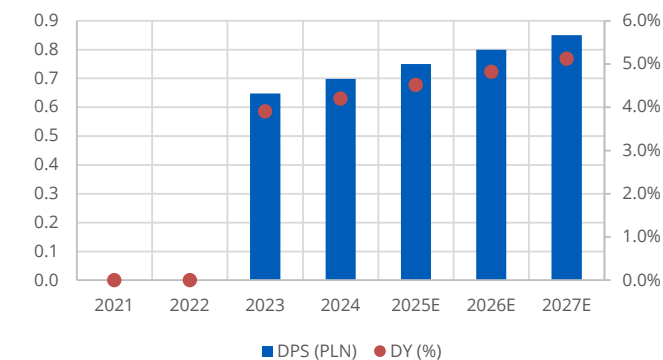


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 13. PA Nova – LtV netto (%)



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



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Figure 15. PA Nova – zmiana prognoz w latach 2025E-27E (PLNm)

	2025E			2026E			2027E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	264	257	2.9%	276	271	1.7%	280	275	1.9%
EBITDA	51	52	-1.4%	55	54	1.1%	55	53	3.5%
EBIT	44	43	2.8%	48	45	5.7%	48	45	6.9%
Wynik netto	24	20	19.4%	29	25	15.3%	30	26	15.8%
marża EBITDA	19.4%	20.2%		19.8%	19.9%		19.6%	19.3%	
marża EBIT	16.7%	16.7%		17.3%	16.6%		17.2%	16.4%	
marża netto	9.0%	7.8%		10.5%	9.2%		10.7%	9.5%	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 2Q25

Spółka opublikowała wyniki za 2Q25 w dniu 19. września. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Przychody: PA Nova zaraportowała PLN 73.1m przychodów (vs. PLN 105.4m w 2Q24). W ujęciu segmentowym, część budowlana osiągnęła PLN 45.5m sprzedaży (vs. PLN 78.0m w 2Q24; wysoka baza z racji sprzedaży obiektu w Kłodzku przed rokiem), a obszar najmu ok. PLN 23.8m (vs. PLN 22.7m w 2Q24). Przychody obszaru „Pozostałe” wyniosły PLN 3.8m (-21% r/r).

Marża brutto: W 2Q25 rentowność spadła r/r i wyniosła 17.9%.

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 2.9m (vs. PLN 2.8m w 2Q24). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 4.0%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 11.3m (vs. PLN 19.3m w 2Q24).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 5.0m (vs. PLN 9.7m zysku w 2Q24).

Przepływy z działalności operacyjnej: PA Nova wykazała przepływy w kwocie PLN -8.0m (vs. PLN 32.9m w 2Q24).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 6.0x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.6x. Na koniec 2Q25 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 57m.

Tabela 16. PA Nova – podsumowanie wyników 2Q25 (PLNm)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	IPO	diff.
Przychody, w tym:	97.7	113.1	74.3	65.4	42.8	105.4	60.4	75.5	60.5	73.1	-30.7%	20.9%	66.8	9.4%
Nieruchomości	22.4	23.0	22.3	21.8	23.0	22.7	22.4	24.9	23.4	23.8	5.0%	1.7%	21.3	11.9%
Budowlanka	71.9	85.6	47.7	38.5	16.0	78.0	33.8	46.1	34.3	45.5	-41.7%	32.7%	42.9	6.1%
Pozostałe	3.4	4.5	4.3	5.1	3.7	4.8	4.1	4.5	2.8	3.8	-20.8%	35.7%	2.6	45.1%
Wynik brutto ze sprz.	29.5	14.8	16.9	12.6	11.4	19.9	14.8	14.1	13.4	13.1	-34.3%	-2.2%	13.8	-5.1%
Wynik netto ze sprz.	27.2	12.6	14.6	9.2	8.7	17.1	12.3	11.0	11.1	10.2	-40.4%	-8.1%	11.3	-9.8%
EBITDA	28.0	13.0	14.1	9.1	10.3	19.3	9.7	15.4	12.8	11.3	-41.1%	-11.3%	13.4	-15.2%
EBIT	27.5	12.5	13.6	8.6	8.8	17.7	11.3	10.4	11.3	9.8	-44.8%	-13.8%	10.6	-8.0%
Wynik brutto	23.6	7.3	9.5	2.6	4.2	12.3	7.4	6.8	7.4	6.6	-46.2%	-11.3%	5.5	20.5%
Wynik netto	19.3	5.8	7.0	2.4	3.6	9.7	4.4	4.6	6.5	5.0	-48.1%	-22.8%	4.4	13.3%
Marża brutto ze sprz.	30.2%	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	17.9%			20.7%	
Marża EBITDA	28.6%	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	15.5%			20.0%	
Marża EBIT	28.2%	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	13.4%			15.9%	
Marża netto	19.8%	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.9%			6.6%	
CFO	1.8	38.5	-2.5	3.1	-5.0	32.9	9.8	-12.5	-7.9	-8.0				
CFI	-2.7	1.8	-14.0	13.0	0.9	-0.6	-15.2	14.5	0.5	0.5				
CFF	-1.5	-40.3	17.2	-7.1	-1.6	-32.1	9.1	-4.9	3.5	8.2				
Dług netto	315.2	263.1	291.6	273.0	277.9	252.5	253.1	274.7	279.8	295.9				
LtV net	40.3%	40.1%	43.6%	40.0%	39.9%	36.4%	37.9%	40.2%	39.9%	40.6%				
Dług netto/EBITDA	4.9	3.9	3.9	4.3	6.0	4.8	5.2	5.0	4.9	6.0				
Dług netto/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6				
P/E ltm	4.6	4.5	3.7	4.8	8.8	7.3	8.3	7.5	6.6	8.1				
P/BV ltm	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3				

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Czynniki ryzyka

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

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

Kluczowe dane finansowe

Figure 17. PA Nova – dane finansowe 2020-2034E

RZIS (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przychody	162	200	206	351	284	264	276	280	285	290	294	299	304	309	314
Koszt własny sprzedaży	-123	-150	-151	-277	-224	-208	-212	-216	-220	-224	-228	-232	-236	-240	-244
Wynik brutto ze sprzedaży	39	49	56	74	60	56	63	64	65	66	67	67	68	69	70
Koszty sprzedaży i zarządu	-7	-7	-9	-10	-11	-10	-12	-12	-12	-12	-13	-13	-13	-13	-13
Wynik netto ze sprzedaży	32	42	47	64	49	46	52	52	53	53	54	55	55	56	57
Pozostałe przychody/koszty	0	-2	-1	-1	-1	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-6	-6
EBITDA	37	43	48	64	55	51	55	55	55	55	56	56	57	56	56
EBIT	32	40	46	62	48	44	48	48	49	49	50	50	51	50	51
Koszty finansowe netto	-12	-12	-18	-19	-18	-15	-12	-11	-10	-9	-8	-5	-2	2	4
Wynik przed opodatkowaniem	20	28	28	43	31	29	36	37	39	40	42	45	49	53	55
Podatek dochodowy	-4	-5	-5	-8	-8	-5	-7	-7	-7	-8	-8	-9	-9	-10	-10
Wynik netto	16	23	23	35	22	24	29	30	31	33	34	37	40	43	44

Bilans (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Aktywa trwałe	733	740	826	791	797	835	832	829	827	825	823	822	821	820	819
Nieruchomości inwestycyjne	670	660	692	637	657	656	656	656	656	656	656	656	656	656	656
Rzeczowe aktywa trwałe	14	19	18	45	26	71	68	65	63	61	59	58	57	56	55
Aktywa do sprzedaży	30	36	86	81	80	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
Pozostałe aktywa trwałe	18	24	29	29	33	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Aktywa obrotowe	95	133	126	128	146	95	93	99	88	104	125	148	174	202	226
Zapasy	10	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	27	50	45	50	47	32	32	32	33	34	34	35	35	36	37
Środki pieniężne	44	64	57	65	60	48	46	51	40	55	76	98	123	150	174
Pozostałe aktywa obrotowe	14	13	22	13	39	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Aktywa razem	828	872	951	920	943	929	924	928	915	929	948	970	995	1,021	1,045
Kapitał	395	420	435	478	496	506	527	548	571	594	618	644	673	704	736
Mniejszości	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Zob. długoterminowe	345	318	310	259	351	263	237	219	183	174	169	165	160	155	146
Kredyty, pożyczki i leasing	306	284	271	217	308	219	193	175	139	130	125	121	116	112	102
Pozostałe zob. długoterminowe	39	34	39	42	43	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
Zob. krótkoterminowe	88	135	208	184	98	162	162	162	162	162	163	163	163	163	163
Zobowiązania handlowe	35	44	63	53	62	59	59	59	59	59	60	60	60	60	60
Kredyty, pożyczki i leasing	42	81	134	120	27	95	95	95	95	95	95	95	95	95	95
Pozostałe zob. krótkoterminowe	11	9	11	10	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Pasywa razem	828	872	951	920	943	929	924	928	915	929	948	970	995	1,021	1,045
Dług (PLN m)	347	365	405	338	335	314	288	270	234	225	221	216	211	207	198
Dług netto (PLN m)	304	301	347	273	275	267	243	219	195	170	145	118	88	56	24

Rachunek przepł. (PLN m)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
Przepływy z dział. oper.	83	-6	9	41	25	31	48	47	47	47	47	49	51	52	53
Wynik netto	16	23	23	35	22	24	29	30	31	33	34	37	40	43	44
Amortyzacja	5	3	2	2	6	7	7	7	6	6	6	6	6	6	6
Zmiana kapitału obrotowego	41	-20	68	-59	29	9	0	0	0	0	0	0	0	-1	-1
Pozostałe	21	-12	-84	64	-32	-9	12	11	10	9	8	7	6	5	3
Przepływy z dział. inwest.	-17	31	-10	-2	0	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
Nakłady na nier.inw.	0	38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-17	-6	-10	-2	0	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
Przepływy z dział. finan.	-61	-6	-75	-32	-29	-42	-46	-38	-55	-27	-22	-22	-21	-21	-24
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-26	7	-35	-28	-21	-18	-26	-18	-36	-9	-5	-5	-5	-5	-9
Dywidendy dla akcjonariuszy	-1	0	0	-6	-7	-8	-8	-9	-9	-10	-10	-11	-11	-12	-12
Odsetki zapłacone	-29	-9	-36	0	0	-16	-12	-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-3
Pozostałe	-7	-4	-4	2	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana gotówki	5	20	-76	7	-4	-13	-2	6	-12	16	21	23	25	27	23
Śr. pieniężne na koniec okr.	44	64	57	65	60	48	46	51	40	55	76	98	123	150	174

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Zastrzeżenia prawne

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

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

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

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

D&A – amortyzacja.

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

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

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

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

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

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

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

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WACC – średni ważony koszt kapitału.

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

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

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

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

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

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

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

Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu. Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Dokument został dystrybuowany w dniu 9 października 2025 o godzinie 7:55 CET.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 lipca 2025 – 30 września 2025)	Liczba	%
KUPUJ	22	65%
TRZYMAJ	8	24%
SPRZEDAJ	4	13%
Razem	34	100%

Historia ratingów – PA Nova

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
09/09/2025	KUPUJ	PLN 22.13 (skorygowane 18 września do PLN 21.38 o DPS PLN 0.75)	PLN 16.45	Adrian Górniak
09/10/2025	KUPUJ	PLN 20.63	PLN 16.25	Adrian Górniak