

## PA Nova

# Potencjalne dezinwestycje i dywidenda na horyzoncie

Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ na akcje PA Nova i wyznaczamy wartość godziwą na poziomie PLN 18.31/akcję (vs. PLN 20.63/akcję poprzednio), co daje 12.3% potencjału wzrostu. W raporcie zaktualizowaliśmy wyniki 4Q25, i ich wpływ na przyszłe rezultaty, podobnie jak wyższy dług netto. Podtrzymujemy opinię, że wyniki ulegną poprawie w 2026E, dzięki rozbudowie portfela nieruchomości (kontrybucja dwóch obiektów otwartych w 4Q25). Podkreślamy, że nie zakładamy sprzedaży aktywów komercyjnych w modelu, niemniej jednak NVA chciałaby spieniężyć przynajmniej dwa projekty w 2026E, co wsparłoby wyniki, a pozyskane środki mogłyby być przeznaczone na mocniejsze oddłużeniu i dodatkowe dywidendy. W przypadku dywidendy przyjmujemy, że spółka wypłaci w 2026E PLN 0.80/akcję, vs. PLN 0.75/akcję w 2025. W oparciu o nasze prognozy, NVA jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 5.7x w 2026E oraz 5.0x w 2027E, oraz 0.3x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2026E-27E.

**Podsumowanie wyników 4Q25:** Wyniki były słabsze r/r, głównie z powodu wyższych kosztów SG&A i nadzwyczajnie ujemnego salda z pozostałej działalności operacyjnej (PLN -3m, vs. PLN -1m w 4Q24). W segmentach, wskazujemy na poprawę w części najmu i na niższą sprzedaż w budowlance.

**Oczekiwana poprawa wyników w 2026E.** Spodziewamy się, że poprawi wyniki w 2026E. Według naszych założeń, grupa osiągnie PLN 262m przychodów, uwzględniając PLN 141m w części budowlanej, oraz PLN 29m zysku netto (vs. PLN 22m w 2025 roku). Oczekujemy wyższych rezultatów w segmencie najmu (nie zakładamy w prognozach sprzedaży aktywów), podczas gdy obszar budowlany może wykazać niższy wynik (po uwzględnieniu kosztów finansowych) niż w 2025 roku, z racji silniejszej konkurencji rynkowej.

**Potencjalne dezinwestycje 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 2025 roku wynosiło 38.4%, na koniec 2026E prognozujemy 32.6%), 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 30-40% 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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	351	284	246	262	271	276
EBITDA	64	55	48	57	58	57
EBIT	62	48	42	51	51	52
Wynik netto	35	22	22	29	33	34
P/E (x)	4.7	7.3	7.4	5.7	5.0	4.8
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	7.2%	4.5%	4.3%	5.4%	5.9%	5.9%
DPS (PLN)	0.65	0.70	0.75	0.80	0.85	0.98
DY (%)	0.0%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Deweloperzy

## PA Nova

### KUPUJ

FV PLN 18.31 z PLN 20.63

12.3% potencjał wzrostu

Cena bieżąca 29 kwietnia 2026 PLN 16.30



#### Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	38.3
12M śr. dzienny wolumen (k)	1.3
12M śr. dzienny obrót (EUR m)	0.004
12M max/min (PLN)	17.20/14.40
Waga w WIG	0.01%
Reuters	NVA.WA
Bloomberg	NVA.PW

#### Stopy zwrotu

1M	7.6%
3M	-0.9%
12M	17.1%

#### Akcjonariat (% głosów)

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

#### Analitik

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

## PA Nova

## KUPUJ

FV PLN 18.31

Kapitalizacja EUR 38m

Potencjał wzrostu +12.3%

Mnożniki wyceny	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	7.3	7.4	5.7	5.0	4.8
EV/EBITDA (x)	8.0	9.9	7.5	6.9	6.5
EV/Przychody (x)	1.5	1.9	1.6	1.5	1.4
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Stopa FCFE (%)	15%	-12%	34%	22%	21%
DY (%)	4%	5%	5%	5%	6%

Na akcję	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji (m szt.)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS (PLN)	2.2	2.2	2.9	3.3	3.4
BVPS (PLN)	49.7	51.3	53.3	55.7	58.2
FCFPS (PLN)	2.5	-2.0	5.5	3.6	3.5
DPS (PLN)	0.70	0.75	0.80	0.85	0.98

Dynamika r/r (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	-19.0%	-13.2%	6.5%	3.2%	1.9%
Wynik brutto ze sprz.	-18.6%	-8.5%	19.4%	2.0%	1.2%
EBITDA	-15.0%	-12.2%	19.4%	0.6%	-0.5%
EBIT	-22.6%	-13.9%	23.2%	0.6%	1.0%
Wynik netto	-35.6%	-1.0%	29.3%	14.8%	4.0%

Wskaźniki	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Marża brutto (%)	21.2%	22.3%	25.0%	24.8%	24.6%
Marża EBITDA (%)	19.2%	19.5%	21.8%	21.3%	20.8%
Marża EBIT (%)	17.0%	16.8%	19.5%	19.0%	18.9%
Marża netto (%)	7.8%	8.9%	10.9%	12.1%	12.3%
Dług netto / EBITDA (x)	5.0	6.5	4.6	4.1	3.7
Dług netto / Kapitał (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
Dług netto / Aktywa (x)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE (%)	4.5%	4.3%	5.4%	5.9%	5.9%
ROA (%)	2.4%	2.2%	2.9%	3.3%	3.5%
ROIC (%)	4.3%	4.1%	4.9%	5.0%	5.0%

Założenia	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Przychody (PLN m)</b>	<b>284</b>	<b>246</b>	<b>262</b>	<b>271</b>	<b>276</b>
Najem	93	99	106	106	107
Budowlanka	174	133	141	148	151
Pozostałe	17	15	16	16	17

<b>FFO (PLN m)</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
zmiana r/r	-29.5%	-14.9%	35.7%	14.8%	4.0%
FFO yield (%)	305.0%	259.5%	352.0%	404.0%	420.1%

<b>EPRA NAV (PLN m)</b>	<b>531</b>	<b>542</b>	<b>563</b>	<b>587</b>	<b>611</b>
zmiana r/r	4.2%	2.1%	3.8%	4.3%	4.1%
EPRA NAV/akcję (PLN)	53.1	54.2	56.3	58.7	61.1

<b>LtV (%)</b>	<b>41.8%</b>	<b>38.4%</b>	<b>32.6%</b>	<b>29.3%</b>	<b>26.2%</b>
----------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

RZIS (PLN m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	351	284	246	262	271	276
Koszt własny sprzedaży	-277	-224	-191	-197	-204	-208
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>74</b>	<b>60</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>68</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-10	-11	-12	-12	-12	-12
<b>Wynik netto ze sprzedaży</b>	<b>64</b>	<b>49</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
Pozostałe przychody/koszty	-1	-1	-2	-3	-4	-4
<b>EBITDA</b>	<b>64</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>57</b>
<b>EBIT</b>	<b>62</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>
Koszty finansowe netto	-19	-18	-16	-16	-11	-10
<b>Wynik przed opodatkowaniem</b>	<b>43</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>42</b>
Podatek dochodowy	-8	-8	-4	-7	-8	-8
<b>Wynik netto</b>	<b>35</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>34</b>

Bilans (PLN m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>791</b>	<b>797</b>	<b>861</b>	<b>854</b>	<b>852</b>	<b>851</b>
Nieruchomości inwestycyjne	637	657	810	810	810	810
Rzeczowe aktywa trwałe	45	26	22	15	13	12
Aktywa do sprzedaży	81	80	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	29	33	29	29	29	29
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>128</b>	<b>146</b>	<b>132</b>	<b>124</b>	<b>133</b>	<b>122</b>
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	50	47	47	30	32	33
Środki pieniężne	65	60	66	74	81	70
Pozostałe aktywa obrotowe	13	39	19	19	19	19
<b>Aktywa razem</b>	<b>920</b>	<b>943</b>	<b>993</b>	<b>978</b>	<b>985</b>	<b>973</b>
<b>Kapitał</b>	<b>478</b>	<b>496</b>	<b>512</b>	<b>532</b>	<b>556</b>	<b>581</b>
Mniejszości	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Zob. długoterminowe</b>	<b>259</b>	<b>351</b>	<b>316</b>	<b>277</b>	<b>257</b>	<b>221</b>
Kredyty, pożyczki i leasing	217	308	272	233	213	177
Pozostałe zob. długoterminowe	42	43	44	44	44	44
<b>Zob. krótkoterminowe</b>	<b>184</b>	<b>98</b>	<b>166</b>	<b>169</b>	<b>172</b>	<b>173</b>
Zobowiązania handlowe	53	62	52	59	62	62
Kredyty, pożyczki i leasing	120	27	105	105	105	105
Pozostałe zob. krótkoterminowe	10	9	9	5	5	5
<b>Pasywa razem</b>	<b>920</b>	<b>943</b>	<b>993</b>	<b>978</b>	<b>985</b>	<b>973</b>
Dług (PLN m)	338	335	377	338	318	282
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>273</b>	<b>275</b>	<b>311</b>	<b>264</b>	<b>237</b>	<b>212</b>

Rachunek przepł. (PLN m)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Przepływy z dział. oper.</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>-19</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>49</b>
Wynik netto	35	22	22	29	33	34
Amortyzacja	2	6	6	6	6	5
Zmiana kapitału obrotowego	-58	29	-15	24	1	0
Pozostałe	63	-32	-33	16	11	10
<b>Przepływy z dział. inwest.</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
Nakłady na nier.inw.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-2	0	-1	-4	-4	-4
<b>Przepływy z dział. finan.</b>	<b>-32</b>	<b>-29</b>	<b>26</b>	<b>-63</b>	<b>-40</b>	<b>-56</b>
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-28	-21	36	-39	-20	-36
Dywidendy dla akcjonariuszy	-6	-7	-7	-8	-9	-10
Odsetki zapłacone	0	0	0	-16	-11	-10
Pozostałe	2	-1	-2	0	0	0
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>65</b>	<b>60</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>70</b>

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

## Spis treści

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

# 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%	18.32	12.4%
Segment budowlany i IT (metoda DCF; EV segmentu)		4.22	
Segment komercyjny (wart. rynkowa istniejących projektów)		45.15	
Dług netto 2024		-31.08	
Dywidenda w 2025E		0.00	
DDM wartość godziwa (PLN/akcję)	20%	18.27	12.1%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	91.54	461.6%
<b>Wartość godziwa (PLN/akcję)</b>		<b>18.31</b>	<b>12.3%</b>

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 2025 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 5.5%, 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)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	Okres rezydualny
Przychody	156.9	164.2	168.3	172.4	176.6	180.9	185.4	189.9	194.6	199.3	201.3
<b>EBIT</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
Podatek	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
NOPLAT	0.7	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0
Amortyzacja	6.1	6.1	5.3	4.8	4.6	4.5	4.4	4.4	4.5	4.5	4.7
CAPEX	-3.9	-4.1	-4.1	-4.2	-4.3	-4.4	-4.5	-4.5	-4.6	-4.7	-4.7
Zmiana w kapitale obrotowym	24.0	0.9	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2
<b>FCF</b>	<b>26.8</b>	<b>4.4</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
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	1.17	1.16	1.14	1.13	1.13	1.13	1.13	1.12	1.12	1.12	1.12
Koszt kapitału	11.9%	11.9%	11.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%
Koszt długu przed opodatkowaniem	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Waga długu	17.0%	16.1%	14.5%	14.1%	13.9%	13.7%	13.5%	13.3%	12.9%	12.5%	12.5%
Waga kapitału	83.0%	83.9%	85.5%	85.9%	86.1%	86.3%	86.5%	86.7%	87.1%	87.5%	87.5%
<b>WACC</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.2%</b>
Stopa dyskontowa	93%	84%	75%	68%	61%	55%	49%	44%	40%	36%	
Wartość bieżąca FCF	25.0	3.7	1.8	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	
Suma wartości bieżących FCF	35.9										
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%										
Wartość rezydualna	17.5										
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	6.3										
<b>EV</b>	<b>42.2</b>										
<b>EV na akcję (PLN)</b>	<b>4.22</b>										
<b>Wrażliwość DCF (PLN)</b>											
<b>Wzrost w okresie rezydualnym</b>											
<b>0.0%</b>						9.2%	10.2%	11.2%	12.2%	13.2%	
<b>1.0%</b>						4.29	4.22	4.16	4.11	4.07	
<b>2.0%</b>						4.37	4.29	<b>4.22</b>	4.16	4.11	
						4.48	4.37	4.29	4.22	4.16	

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
Pyskowice	7.9	7.8	90.0%	0.7	2.8	9.50%	7.0	29.8	100%	29.8
Dzierżonów	8.3	7.8	90.0%	0.7	3.0	9.50%	7.4	31.4	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
<b>Suma/średnia</b>	<b>148.0</b>	<b>8.9</b>	<b>90.0%</b>	<b>14.2</b>	<b>60.3</b>	<b>8.77%</b>	<b>161.7</b>	<b>687.9</b>		<b>451.9</b>

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 odwzorowuje 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 30-40% stopniu wypłaty dywidendy.

Tabela 4. PA Nova – Wycena DDM (PLNm)

DDM	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	3.4
Koszt kapitału	11.9%	11.9%	11.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.6%	11.6%
Stopa dyskontowa	93%	83%	74%	67%	60%	53%	48%	43%	38%	34%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)											7.0
Wzrost w okresie rezydualnym											1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)											11.3
<b>Wartość godziwa na akcję (PLN/akcję)</b>											<b>18.27</b>

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Wycena porównawcza

Prezentujemy wycenę porównawczą PA Nova do spółek o podobnym profile działalności, tj. spółki budowlane oraz deweloperów komercyjnych w oparciu o wskaźniki P/E oraz P/BV. W naszej analizie nadajemy tej metodzie wagę 0%. Bazując na naszych prognozach dla lat 2026E-28E, spółka jest wyceniana przy mnożniku P/E 5.7/5.0/4.8x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 90% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. PA Nova – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja			P/E (x)			P/BV (x)			
	(PLNm)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Echo Investment	2,142	9.4	5.9	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GTC	1,510	n.a.	110.6	47.3	22.9	2.7	1.8			
MLP Group	2,337	7.2	5.6	4.4	n.a.	n.a.	n.a.			
CA Immobilien	2,732	17.5	19.6	20.2	1.1	1.1	1.1			
TAG Immobilien	2,830	13.4	12.5	12.6	1.6	1.4	1.3			
Budimex	17,105	22.5	19.5	16.4	13.0	12.7	11.7			
Erbud	328	73.2	13.6	6.9	n.a.	n.a.	n.a.			
Unibep	526	18.2	17.5	n.a.	3.1	3.1	n.a.			
<b>Mediana</b>		<b>17.5</b>	<b>15.5</b>	<b>12.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>1.6</b>			
<b>PA Nova</b>	<b>163</b>	<b>5.7</b>	<b>5.0</b>	<b>4.8</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>			
Premia/dyskonto (%)		-67%	-68%	-62%	-90%	-89%	-82%			
Implikowana wartość godziwa (PLN)		49.93	50.87	42.86	164.99	150.05	90.55			
<b>Średnia implikowana FV/akcję (PLN)</b>		<b>91.54</b>								

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

## Prognozy finansowe

**Prognozy 1Q26E:** Prognozujemy, że PA Nova wypracuje w 1Q26E ok. PLN 57m przychodów (-6% r/r), co będzie wynikać ze wzrostu sprzedaży w segmencie najmu (dzięki otwarciu parków handlowych w Nysie i Dzierżoniowie; PLN 26m, +13% r/r) i niższych przychodów w segmencie budowlanym (PLN 27m, -20% r/r). W pozostałych obszarach (IT i Projektowanie) zakładamy PLN 3m. Przy szacowanej marży brutto w wysokości 28.9% i stabilnych kosztach SG&A w porównaniu z ubiegłym rokiem, skonsolidowana EBITDA może wynieść PLN 15m (vs. PLN 13m w 1Q25 oraz PLN 10m w 4Q25; wskazujemy, że wyniki 4Q25 były zaburzone nadzwyczajnie wysokimi kosztami SG&A oraz wysoce negatywnym saldem z pozostałej działalności operacyjnej), a wynik netto może być bliski PLN 7m (płasko r/r).

**Oczekiwania wynikowe w 2026E:** Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym grupa zaraportuje przychody na poziomie PLN 262m (+6% r/r), przy EBITDA równej PLN 57m (vs. PLN 48m w 2025) oraz PLN 29m zysku netto (vs. PLN 22m w 2025 roku). Nasze prognozy uwzględniają sprzedaż w segmencie budowlanym w wysokości PLN 141m (vs. PLN 133m w 2025; oczekujemy pozytywniejszych tendencji w 2H26E niż w 1H26E; w dłuższej perspektywie zakładamy umiarkowany wzrost portfela zleceń o 2-3% r/r) oraz wynik obszaru na poziomie PLN 8m (oraz PLN 4m po uwzględnieniu kosztów finansowych, co implikują marżę 3%, vs. 7% w 2025). W segmencie komercyjnym estymujemy PLN 106m przychodów, vs. PLN 99m 2025 roku (poprawa wyniku z oddania do użytku dwóch parków handlowych w 4Q25). W modelu nie zakładamy sprzedaży aktywów; zwracamy jednak uwagę, że grupa chciałaby sprzedać co najmniej dwa aktywa w 2-3Q26E, co stwarza przestrzeń dla naszych założeń (potencjalna wartość transakcji wynosi PLN 90m i mogłaby wygenerować ok. PLN 9-10m dodatkowego zysku).

**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 2025).

Tabela 6. PA Nova – prognozy wyników w 1-4Q26E (PLNm)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Przychody, w tym:	98	113	74	65	43	105	60	75	60	73	59	54	57	71	69	65
Najem	22	23	22	22	23	23	22	25	23	24	24	27	26	26	26	26
Budownictwo	72	86	48	39	16	78	34	46	34	45	30	23	27	41	38	34
Pozostałe	3	4	4	5	4	5	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4
Wynik brutto ze sprzedaży	29	15	17	13	11	20	15	14	13	13	14	14	16	16	17	16
EBITDA	28	13	14	9	10	19	10	15	13	11	14	10	15	14	15	14
EBIT	28	12	14	9	9	18	11	10	11	10	12	8	13	13	13	12
Wynik brutto	24	7	9	3	4	12	7	7	7	7	8	4	9	8	9	8
Wynik netto	19	6	7	2	4	10	4	5	7	5	7	4	7	7	8	7
marża brutto	30.2%	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	17.9%	24.5%	26.1%	28.9%	22.8%	24.4%	24.9%
marża EBITDA	28.6%	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	15.5%	23.9%	18.1%	26.4%	19.6%	21.3%	20.8%
marża EBIT	28.2%	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	13.4%	21.3%	14.6%	23.6%	17.5%	19.1%	18.6%
marża netto	19.8%	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.9%	11.1%	7.4%	12.9%	9.5%	11.0%	10.4%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. PA Nova – prognozy wyników w latach 2026E-35E (PLNm)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody	206	351	284	246	262	271	276	281	286	291	297	302	308	314
Wynik brutto ze sprzedaży	56	74	60	55	66	67	68	69	69	70	71	72	73	74
EBITDA	48	64	55	48	57	58	57	57	58	58	58	59	60	60
EBIT	46	62	48	42	51	51	52	52	53	54	54	55	55	56
Wynik brutto	28	43	31	26	35	40	42	44	45	46	48	49	50	52
Wynik netto	23	35	22	22	29	33	34	35	36	37	38	40	41	42
marża brutto	26.9%	21.1%	21.2%	22.3%	25.0%	24.8%	24.6%	24.4%	24.3%	24.1%	24.0%	23.8%	23.6%	23.5%
marża EBITDA	23.3%	18.3%	19.2%	19.5%	21.8%	21.3%	20.8%	20.4%	20.1%	19.9%	19.7%	19.5%	19.3%	19.2%
marża EBIT	22.1%	17.8%	17.0%	16.8%	19.5%	19.0%	18.9%	18.7%	18.5%	18.4%	18.2%	18.0%	17.9%	17.7%
marża netto	11.0%	9.9%	7.8%	8.9%	10.9%	12.1%	12.3%	12.6%	12.7%	12.8%	13.0%	13.1%	13.2%	13.3%
Dług netto	347	273	275	311	264	237	212	187	164	142	119	95	71	46
LtV net	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x	0.1x

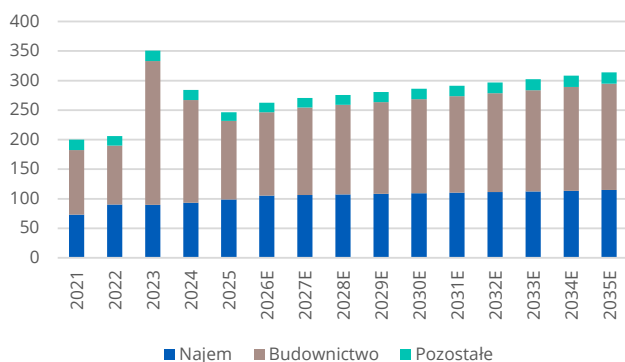
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 8. PA Nova – prognozy wyników w segmentach w latach 2026E-35E (PLNm)

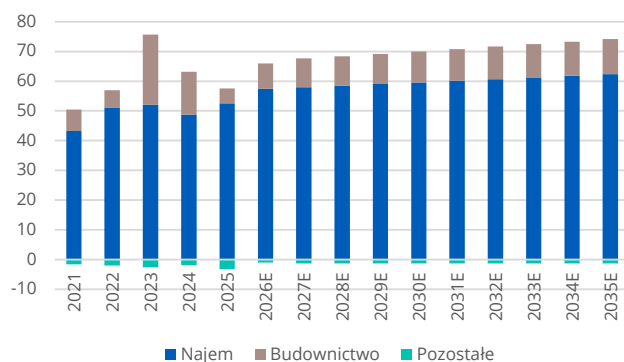
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>Przychody</b>	<b>206</b>	<b>351</b>	<b>284</b>	<b>246</b>	<b>262</b>	<b>271</b>	<b>276</b>	<b>281</b>	<b>286</b>	<b>291</b>	<b>297</b>	<b>302</b>	<b>308</b>	<b>314</b>
Najem	90	89	93	99	106	106	107	108	109	110	112	113	114	115
Budownictwo	100	244	174	133	141	148	151	155	159	163	167	171	176	180
Pozostałe	16	17	17	15	16	16	17	17	17	18	18	19	19	19
<b>Koszty*</b>	<b>151</b>	<b>277</b>	<b>223</b>	<b>192</b>	<b>197</b>	<b>204</b>	<b>209</b>	<b>213</b>	<b>217</b>	<b>222</b>	<b>226</b>	<b>231</b>	<b>236</b>	<b>241</b>
Najem	39	37	44	46	48	49	49	49	50	50	51	51	52	52
Budownictwo	94	220	160	128	132	138	142	145	149	152	156	160	164	168
Pozostałe	18	20	19	18	17	18	18	18	19	19	19	20	20	21
<b>Wynik</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>61</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>73</b>
Najem	51	52	49	53	57	58	58	59	60	60	61	61	62	62
Budownictwo	6	24	14	5	8	10	10	10	10	11	11	11	11	12
Pozostałe	-2	-3	-2	-3	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Marża (%)</b>	<b>26.6%</b>	<b>20.9%</b>	<b>21.6%</b>	<b>22.0%</b>	<b>24.7%</b>	<b>24.5%</b>	<b>24.4%</b>	<b>24.2%</b>	<b>24.0%</b>	<b>23.9%</b>	<b>23.7%</b>	<b>23.5%</b>	<b>23.4%</b>	<b>23.2%</b>
Najem	56.9%	58.1%	52.5%	53.3%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%	54.4%
Budownictwo	5.8%	9.7%	8.3%	3.7%	6.0%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
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)

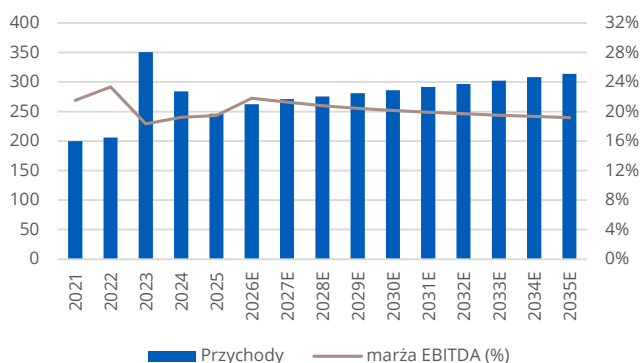


Wykres 10. PA Nova – wyniki segmentów (PLNm)

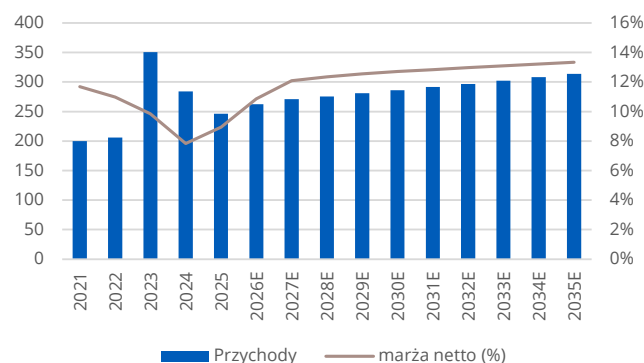


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 11. PA Nova – marża EBITDA (%)

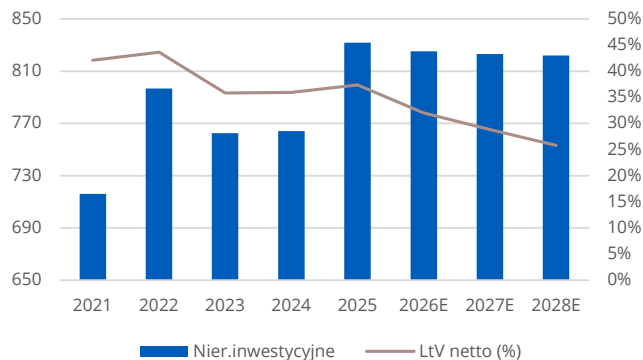


Wykres 12. PA Nova – marża netto (%)

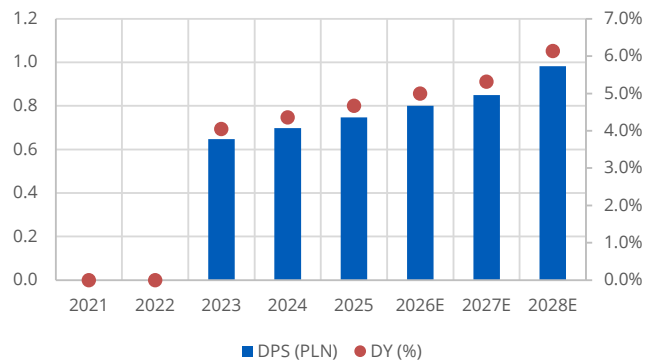


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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 2026E-28E (PLNm)

	2026E			2027E			2028E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	262	276	-4.9%	271	280	-3.3%	276	285	-3.3%
EBITDA	57	55	4.1%	58	55	4.7%	57	55	4.1%
EBIT	51	48	6.6%	51	48	7.2%	52	49	6.1%
Wynik netto	29	29	-1.7%	33	30	9.1%	34	31	9.8%
marża EBITDA	21.8%	19.9%		21.3%	19.6%		20.8%	19.3%	
marża EBIT	19.5%	17.4%		19.0%	17.1%		18.9%	17.2%	
marża netto	10.9%	10.5%		12.1%	10.7%		12.3%	10.9%	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

## Omówienie wyników 4Q25

Spółka opublikowała wyniki za 4Q25 w dniu 21. kwietnia. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

**Przychody:** PA Nova zaraportowała PLN 54.2m przychodów (vs. PLN 75.5m w 4Q24). W ujęciu segmentowym, część budowlana osiągnęła PLN 22.9m sprzedaży (vs. PLN 46.1m w 4Q24; nie zanotowano żadnych zdarzeń jednorazowych powiązanych ze sprzedażą aktywów komercyjnych), a obszar najmu ok. PLN 27.3m (vs. PLN 24.9m w 4Q24). Przychody obszaru „Pozostałe” wyniosły PLN 4.0m (vs. PLN 4.5m przed rokiem).

**Marża brutto:** W 4Q25 rentowność wyniosła 26.1%.

**Koszty SG&A:** Koszty SG&A wyniosły PLN 3.6m (vs. PLN 3.0m w 4Q24). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 6.6%.

**EBITDA:** EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 15.4m (vs. PLN 9.8m w 4Q24).

**Wynik netto:** Zysk netto wyniósł PLN 4.0m (vs. PLN 4.6m zysku w 4Q24).

**Przepływy z działalności operacyjnej:** PA Nova wykazała przepływy w kwocie PLN -2.8m (vs. PLN -12.5m w 4Q24).

**Dług netto:** Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 5.8x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.6x. Na koniec 4Q25 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 65.9m.

Figure 16. PA Nova – podsumowanie wyników 4Q25 (PLNm)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	r/r	q/q	IPO	odch. (%)
Przychody, w tym:	98	113	74	65	43	105	60	75	60	73	59	54	-28.1%	-7.7%	72	-24.7%
Nieruchomości	22	23	22	22	23	23	22	25	23	24	24	27	9.5%	12.3%	21	29.8%
Budowlanka	72	86	48	39	16	78	34	46	34	45	30	23	-50.3%	-24.5%	47	-51.2%
Pozostałe	3	4	4	5	4	5	4	4	3	4	4	4	-9.8%	-1.2%	4	0.9%
Wynik brutto ze sprz.	29	15	17	13	11	20	15	14	13	13	14	14	0.7%	-1.8%	15	-5.6%
Wynik netto ze sprz.	27	13	15	9	9	17	12	11	11	10	12	11	-4.3%	-9.3%	12	-11.9%
EBITDA	28	13	14	9	10	19	10	15	13	11	14	10	-36.1%	-30.0%	14	-29.9%
EBIT	28	12	14	9	9	18	11	10	11	10	12	8	-24.0%	-36.7%	12	-34.2%
Wynik brutto	24	7	9	3	4	12	7	7	7	7	8	4	-48.0%	-57.9%	8	-56.1%
Wynik netto	19	6	7	2	4	10	4	5	7	5	7	4	-12.4%	-38.4%	7	-42.7%
Marża brutto ze sprz.	30.2%	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	17.9%	24.5%	26.1%			20.8%	
Marża EBITDA	28.6%	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	15.5%	23.9%	18.1%			19.4%	
Marża EBIT	28.2%	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	13.4%	21.3%	14.6%			16.7%	
Marża netto	19.8%	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.9%	11.1%	7.4%			9.7%	
CFO	2	39	-2	3	-5	33	10	-12	-8	-8	-1	-3				
CFI	-3	2	-14	13	1	-1	-15	14	1	1	-1	-1				
CFF	-1	-40	17	-7	-2	-32	9	-5	3	8	14	1				
Dług netto	315	263	292	273	278	253	253	275	280	296	303	311				
LtV net	40.3%	40.1%	43.6%	40.0%	39.9%	36.4%	37.9%	40.2%	39.9%	40.6%	40.5%	37.4%				
Dług netto/EBITDA	4.9	3.9	3.9	4.3	6.0	4.8	5.2	5.0	4.9	6.0	5.7	6.5				
Dług netto/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	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	7.3	7.5				
P/BV ltm	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	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 2025 roku), poziom obłożenia wynosił 97%.
- **Ryzyka kursowe.** Spółka ma ekspozycję na ryzyko zmiany kursu EUR/PLN w dwóch aspektach. Po pierwsze, zdecydowana większość czynszów jest denominowana w EUR/PLN 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 2021-2035E

RZiS (PLN m)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Przychody	200	206	351	284	246	262	271	276	281	286	291	297	302	308	314
Koszt własny sprzedaży	-150	-151	-277	-224	-191	-197	-204	-208	-212	-217	-221	-226	-230	-235	-240
<b>Wynik brutto ze sprzedaży</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>74</b>	<b>60</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>68</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>73</b>	<b>74</b>
Koszty sprzedaży i zarządu	-7	-9	-10	-11	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-12	-13	-13	-13	-13
<b>Wynik netto ze sprzedaży</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>64</b>	<b>49</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
Pozostałe przychody/koszty	-2	-1	-1	-1	-2	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
<b>EBITDA</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>EBIT</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	<b>62</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>56</b>
Koszty finansowe netto	-12	-18	-19	-18	-16	-16	-11	-10	-9	-8	-7	-7	-6	-5	-4
<b>Wynik przed opodatkowaniem</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>43</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>52</b>
Podatek dochodowy	-5	-5	-8	-8	-4	-7	-8	-8	-8	-9	-9	-9	-9	-10	-10
<b>Wynik netto</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>42</b>

Bilans (PLN m)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>740</b>	<b>826</b>	<b>791</b>	<b>797</b>	<b>861</b>	<b>854</b>	<b>852</b>	<b>851</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>850</b>	<b>850</b>
Nieruchomości inwestycyjne	660	692	637	657	810	810	810	810	810	810	810	810	810	810	810
Rzeczowe aktywa trwałe	19	18	45	26	22	15	13	12	11	11	11	11	11	11	11
Aktywa do sprzedaży	36	86	81	80	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	24	29	29	33	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>133</b>	<b>126</b>	<b>128</b>	<b>146</b>	<b>132</b>	<b>124</b>	<b>133</b>	<b>122</b>	<b>139</b>	<b>158</b>	<b>176</b>	<b>196</b>	<b>216</b>	<b>231</b>	<b>248</b>
Zapasy	5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	50	45	50	47	47	30	32	33	34	35	35	36	37	38	39
Środki pieniężne	64	57	65	60	66	74	81	70	86	104	122	140	159	174	190
Pozostałe aktywa obrotowe	13	22	13	39	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
<b>Aktywa razem</b>	<b>872</b>	<b>951</b>	<b>920</b>	<b>943</b>	<b>993</b>	<b>978</b>	<b>985</b>	<b>973</b>	<b>989</b>	<b>1,007</b>	<b>1,026</b>	<b>1,045</b>	<b>1,065</b>	<b>1,081</b>	<b>1,098</b>
<b>Kapitał</b>	<b>420</b>	<b>435</b>	<b>478</b>	<b>496</b>	<b>512</b>	<b>532</b>	<b>556</b>	<b>581</b>	<b>606</b>	<b>628</b>	<b>651</b>	<b>674</b>	<b>698</b>	<b>723</b>	<b>749</b>
Mniejszości	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Zob. długoterminowe</b>	<b>318</b>	<b>310</b>	<b>259</b>	<b>351</b>	<b>316</b>	<b>277</b>	<b>257</b>	<b>221</b>	<b>212</b>	<b>207</b>	<b>203</b>	<b>198</b>	<b>193</b>	<b>184</b>	<b>175</b>
Kredyty, pożyczki i leasing	284	271	217	308	272	233	213	177	168	163	159	154	149	140	131
Pozostałe zob. długoterminowe	34	39	42	43	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44	44
<b>Zob. krótkoterminowe</b>	<b>135</b>	<b>208</b>	<b>184</b>	<b>98</b>	<b>166</b>	<b>169</b>	<b>172</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>175</b>
Zobowiązania handlowe	44	63	53	62	52	59	62	62	63	63	63	64	64	64	65
Kredyty, pożyczki i leasing	81	134	120	27	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
Pozostałe zob. krótkoterminowe	9	11	10	9	9	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
<b>Pasywa razem</b>	<b>872</b>	<b>951</b>	<b>920</b>	<b>943</b>	<b>993</b>	<b>978</b>	<b>985</b>	<b>973</b>	<b>989</b>	<b>1,007</b>	<b>1,026</b>	<b>1,045</b>	<b>1,065</b>	<b>1,081</b>	<b>1,098</b>
Dług (PLN m)	365	405	338	335	377	338	318	282	273	268	264	259	254	245	236
<b>Dług netto (PLN m)</b>	<b>301</b>	<b>347</b>	<b>273</b>	<b>275</b>	<b>311</b>	<b>264</b>	<b>237</b>	<b>212</b>	<b>187</b>	<b>164</b>	<b>142</b>	<b>119</b>	<b>95</b>	<b>71</b>	<b>46</b>

Rachunek przepł. (PLN m)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<b>Przepływy z dział. oper.</b>	<b>-6</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>-19</b>	<b>75</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
Wynik netto	23	23	35	22	22	29	33	34	35	36	37	38	40	41	42
Amortyzacja	3	2	2	6	6	6	6	5	5	5	4	4	4	4	5
Zmiana kapitału obrotowego	-20	68	-59	29	-15	24	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-12	-84	64	-32	-33	16	11	10	9	8	7	7	6	5	4
<b>Przepływy z dział. inwest.</b>	<b>31</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
Nakłady na nier.inw.	38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-6	-10	-2	0	-1	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-5	-5	-5
<b>Przepływy z dział. finan.</b>	<b>-6</b>	<b>-75</b>	<b>-32</b>	<b>-29</b>	<b>26</b>	<b>-63</b>	<b>-40</b>	<b>-56</b>	<b>-28</b>	<b>-27</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	7	-35	-28	-21	36	-39	-20	-36	-9	-5	-5	-5	-5	-9	-9
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	0	-6	-7	-7	-8	-9	-10	-10	-14	-15	-15	-15	-16	-16
Odsetki zapłacone	-9	-36	0	0	0	-16	-11	-10	-9	-8	-7	-7	-6	-5	-4
Pozostałe	-4	-4	2	-1	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Zmiana gotówki</b>	<b>20</b>	<b>-76</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
<b>Śr. pieniężne na koniec okr.</b>	<b>64</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	<b>60</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>81</b>	<b>70</b>	<b>86</b>	<b>104</b>	<b>122</b>	<b>140</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	<b>190</b>

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](http://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 jakiegokolwiek 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.pl162>. 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 metod NAV/SoTP uwzględniają specyficzne słabe strony użytych metod oraz wrażliwość na przyjęte uznaniowe korekty jak dyskonto za strukturę holdingową.

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

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

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

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

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

AGM/EGM – zwyczajne/nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy.

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

CAGR - łączna średnioroczna stopa wzrostu.

CFO – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej netto.

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

D&A – amortyzacja.

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

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

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

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

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami i amortyzacją.

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

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

EV/EBITDA – EV podzielona przez EBITDA.

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

FCFE – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli kapitału własnego.

FCFF – wolny przepływ środków pieniężnych dla właścicieli firmy.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

uFCF - underlying free cash flow – wskaźnik (obliczany przez IPOPEMA) odzwierciedlający wartość potencjalnej generacji gotówki możliwej do dystrybucji do akcjonariuszy przed wpływami na uznaniowe cele (takimi jak transfer do akcjonariuszy, nieogłoszone wcześniej przejęcia, aktywa finansowe, itd.), policzona następująco: przepływy operacyjne z operacji netto, pomniejszone o CAPEX na aktywa trwałe i niematerialne oraz ogłoszone przejęcia, pomniejszone o odsetki netto płatne na długi, pożyczkach i leasingach, pomniejszone o płatności leasingowe, pomniejszone o płatności dywidend o 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.

KUPIJ – 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 30 kwietnia 2026 o godzinie 7:45 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 stycznia 2026 – 31 marca 2026)		Liczba	%
KUPIJ		6	46%
TRZYMAJ		6	46%
SPRZEDAJ		1	8%
Razem		13	100%

#### Historia ratingów – PA Nova

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
09/09/2025	KUPIJ	PLN 22.13 (skorygowane 18 września do PLN 21.38 o DPS PLN 0.75)	PLN 16.45	Adrian Górniak
09/10/2025	KUPIJ	PLN 20.63	PLN 16.25	Adrian Górniak
30/04/2026	KUPIJ	PLN 18.31	PLN 16.30	Adrian Górniak