

PA Nova

Stabilizacja wyników i dywidend na horyzoncie

Wydajemy rekomendację **AKUMULUJ** na akcje PA Nova i wyznaczamy wartość docelową na poziomie PLN 22.4/akcję (vs. PLN 22.8/akcję poprzednio), co daje 15% potencjału wzrostu. W raporcie zaktualizowaliśmy nasze założenia dla kosztu kapitału (wyższa stopa wolna od ryzyka), wyniki 2Q26, i ich wpływ na przyszłe rezultaty. Spółka najprawdopodobniej poprawi wyniki w 2026E (zakładamy wynik netto PLN 55m, vs. PLN 22m w 2025 roku), zwłaszcza biorąc pod uwagę pozytywny wpływ zbycia aktywów w 2Q26. Wierzymy, że w przyszłych latach NVA będzie w stanie powtarzalnie osiągać PLN 30-35m zysku. Ponadto, wskazujemy na wzmocnienie bilansu, co utwierdza nas w opinii o powtarzalnych wypłatach dywidend. Oczekujemy, że spółka wypłaci PLN 0.85/akcję w 2027E i PLN 0.89/akcję w 2028E, co daje stopę dywidendy na poziomie 4-5%. W oparciu o nasze prognozy, NVA jest obecnie wyceniana na mnożniku P/E 3.6x w 2026E oraz 6.6x w 2027E, oraz 0.3-0.4x w przypadku mnożnika P/BV w latach 2026E-27E.

Prognoza wyników 3Q26E: Spodziewamy się poprawy wyników przez NVA w obu kluczowych obszarach. W segmencie budowlanym, oczekujemy PLN 36.4m przychodów, a w najmie ok. PLN 25.3m. Całościowo, przychody grupy mogły wynieść PLN 66.2m, EBIT PLN 12m, a wynik netto PLN 7.1m (vs. PLN 6.5m w 3Q25).

Perspektywy w latach 2026E-27E. Spodziewamy się, że poprawi wyniki w 2026E. Według naszych założeń, grupa osiągnie PLN 333m przychodów, uwzględniając PLN 214m w części budowlanej (uwzględniając PLN 100m ze zbycia aktywów), oraz PLN 55m zysku netto (vs. PLN 22m w 2025 roku). Pomimo ww. transakcji, oczekujemy wyższych rezultatów w segmencie najmu niż w 2025 roku, z racji silniejszej konkurencji rynkowej. W 2027E spodziewamy się PLN 238m przychodów, PLN 46m EBIT oraz PLN 30m zysku netto.

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. Potencjalne transakcje, w naszej ocenie, pozwoliłyby na spłatę części zadłużenia (LtV na koniec 2025 roku wynosiło 37.4%, na koniec 2026E prognozujemy 26.7%), 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 2027E grupa wypłaci PLN 0.85/akcję, a w 2028E PLN 0.89/akcję, co daje stopę dywidendy w wysokości ok. 5% (w modelu zakładamy wskaźnik wypłaty w przedziale 30-40% w najbliższych latach; wskazujemy na wysoką stopę FCFE).

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

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	351	284	246	333	238	242
EBITDA	64	55	48	86	54	55
EBIT	62	48	42	79	46	47
Wynik netto	35	22	22	55	30	31
P/E (x)	4.0	7.6	7.1	3.6	6.6	6.3
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE (%)	7.6%	4.6%	4.4%	10.4%	5.3%	5.4%
DPS (PLN)	0.65	0.70	0.75	1.00	0.85	0.89
DY (%)	4.7%	4.1%	4.8%	5.1%	4.4%	4.5%

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

AKUMULUJ

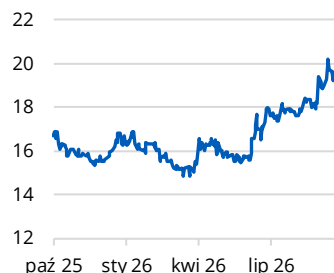
TP PLN 22.4 z PLN 22.8

Potencjał 15%

Cena w dniu 19 październik 2026 PLN 19.5

Obniżone do AKUMULUJ

Kurs akcji



Źródło: Bloomberg

Rekomendacja	TP*	Data
KUPUJ	22.80	30.07.2026
KUPUJ (ex-date adj.)	17.31	03.07.2026
KUPUJ	18.31	30.04.2026
KUPUJ	20.63	09.10.2025
KUPUJ (ex-date adj.)	21.38	18.09.2025
KUPUJ	22.13	09.09.2025

*Do 20 lipca 2026, wyceny były oparte na metodologii wartości godziwej

Podstawowe informacje

Sektor	Nieruchomości
Liczba akcji (m)	10.0
Kapitalizacja (EUR m)	44
12M śr.dzienny wolumen (k)	1.4
12M śr.dzienny obrót (EUR m)	0.0
12M max/min (PLN)	20.3 / 14.75
Waga w WIG (%)	0.0%
Reuters	NVA.WA
Bloomberg	NVA.PW

Stopy zwrotu

1M	0%
3M	10%
12M	23%

Akcjonariat

Budoprojekt	24.4%
PKO BP Bankowy OFE	11.6%
Generali OFE	10.7%
Ewa Bobkowska	9.4%
Allianz OFE	9.2%
Stanisław Lessaer	9.0%
Maciej Bobkowski	5.4%
Others	20.4%

Analitik

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

Wskaźniki wyceny	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	4.0	7.6	7.1	3.6	6.6	6.2
P/E adj. (x)	4.0	7.6	7.1	3.6	6.6	6.2
EV/EBITDA (x)	6.4	8.1	9.7	4.7	7.1	6.5
EV/EBITDA adj. (x)	6.4	8.1	9.7	4.7	7.1	6.5
EV/Sales (x)	1.2	1.6	1.9	1.2	1.6	1.5
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
Stopa FCF* (%)	29.0%	14.2%	-14.4%	66.1%	21.1%	22.3%
Stopa uFCF (%)	29.0%	14.2%	-14.4%	58.3%	16.2%	17.9%
DY (%)	-4.7%	-4.1%	-4.8%	-5.1%	-4.4%	-4.6%
Buyback yield (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Zmiana r/r (%)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	70%	-19%	-13%	35%	-29%	2%
EBITDA	34%	-15%	-12%	80%	-38%	2%
Skor. EBITDA	34%	-15%	-12%	80%	-38%	2%
EBIT	37%	-23%	-14%	90%	-41%	2%
Zysk netto	53%	-36%	-1%	148%	-46%	5%
Skor. zysk netto	53%	-36%	-1%	148%	-46%	5%

Na akcję	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Liczba akcji (m)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Liczba akcji bez własnych (m)	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
EPS (PLN)	3.5	2.2	2.2	5.5	3.0	3.1
BVPS (PLN)	47.8	49.6	51.2	54.2	56.3	58.6
FCFPS* (PLN)	3.9	2.5	-2.0	13.3	4.1	4.3
DPS (PLN)	-0.6	-0.7	-0.7	-1.0	-0.9	-0.9

vs. BBG kons.	2026E	2027E	2028E
	IPOP Cons.	IPOP Cons.	IPOP Cons.
Przychody	333	238	242
EBITDA	86	54	55
EBIT	79	46	47
Zysk netto	55	30	31
	vs Cons.	vs Cons.	vs Cons.
Przychody	-	-	-
EBITDA	-	-	-
EBIT	-	-	-
Zysk netto	-	-	-

Zmiana prognoz	2026E	2027E	2028E
Przychody	-1%	0%	0%
EBITDA	39%	1%	3%
EBIT	43%	2%	2%
Zysk netto	48%	-1%	0%
CapEx	-51%	-12%	-6%

KPI's	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody (PLN m)	351	284	246	333	238	242
Najem	89	93	99	104	101	102
Budownictwo	244	174	133	214	121	124
Pozostałe	17	17	15	16	16	16

FFO (PLN m)	43	31	26	67	36	38
zmiana r/r	38.9%	-29.5%	-14.9%	159.2%	-45.7%	5.2%
Stopa FFO (%)	31.3%	18.0%	16.7%	34.5%	18.7%	19.7%

EPRA NAV (PLN m)	509	531	542	572	593	615
zmiana r/r	10.3%	4.2%	2.1%	5.5%	3.7%	3.7%
EPRA NAV/akcję (PLN)	50.9	53.1	54.2	57.2	59.3	61.5

LtV (%)	42.8%	41.8%	38.4%	27.2%	24.2%	20.8%
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

RACHUNEK WYN. (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przychody	351	284	246	333	238	242
Zysk brutto	74	60	55	92	61	62
Koszty sprzedaży i zarządu	-10	-11	-12	-11	-11	-11
Saldo PDO	-1	-1	-2	-2	-4	-4
EBITDA	64	55	48	86	54	55
Skor. EBITDA	64	55	48	86	54	55
EBIT	62	48	42	79	46	47
Przychody/koszty finansowe	-19	-18	-16	-12	-10	-9
JV	0	0	0	0	0	0
Zysk brutto	43	31	26	67	36	38
Podatek	-8	-8	-4	-13	-7	-7
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0	0
Zysk netto	35	22	22	55	30	31
Skorygowany zysk netto	35	22	22	55	30	31
Marża brutto	21.1%	21.2%	22.3%	27.7%	25.5%	25.5%
K. sprz.&zarz./przychody	-2.9%	-3.9%	-4.7%	-3.4%	-4.7%	-4.7%
Marża EBITDA	18.3%	19.2%	19.5%	25.9%	22.6%	22.5%
Marża skor. EBITDA	18.3%	19.2%	19.5%	25.9%	22.6%	22.5%
Marża EBIT	17.8%	17.0%	16.8%	23.6%	19.4%	19.4%
Marża netto	9.9%	7.8%	8.9%	16.4%	12.4%	12.8%
Marża skor. netto	9.9%	7.8%	8.9%	16.4%	12.4%	12.8%
CapEx / przychody	0.3%	0.4%	1.2%	0.8%	1.3%	1.6%
ROE (%)	7.6%	4.6%	4.4%	10.4%	5.3%	5.4%
ROIC (%)	7.2%	4.4%	4.5%	7.7%	4.5%	4.7%
ROA (%)	3.7%	2.4%	2.3%	5.5%	3.0%	3.1%

BILANS (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Aktywa trwałe	711	717	861	806	802	798
Rzeczowe aktywa i WNIP	637	657	810	766	766	766
Inwestycje	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	74	59	50	40	36	33
Aktywa obrotowe	209	226	132	202	194	184
Zapasy	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	50	47	47	45	34	35
Środki pieniężne	65	60	66	130	133	123
Pozostałe aktywa obrotowe	94	119	19	26	26	26
Aktywa razem	920	943	993	1,008	996	983
Kapitał własny	478	496	512	542	563	586
Mniejszości	-1	-1	-1	0	0	0
Zob. długoterm.	259	351	316	333	312	277
Kredyty i pożyczki	217	308	272	285	264	229
Zobowiązania leasingowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	42	43	44	48	48	48
Zob. krótkotermiowe	184	98	166	133	120	121
Zobowiązania handlowe	53	62	52	71	58	59
Kredyty i pożyczki	120	27	105	53	53	53
Zobowiązania leasingowe	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	10	9	9	8	8	8
Pasywa	921	944	994	1,008	996	983
Dług netto (PLN m)	273	275	311	208	185	159
Dług netto skor. (PLN m)	273	275	311	208	185	159
Dług netto / EBITDA	4.2	5.0	6.5	2.4	3.4	2.9
Dług netto skor. / EBITDA	4.2	5.0	6.5	2.4	3.4	2.9
Dług netto / Kapitały	0.6	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3

PRZEPŁYWY PIEN. (PLNm)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Przepływy operacyjne	41	25	-19	131	45	47
Zysk netto	35	22	22	55	30	31
Amortyzacja	2	6	6	8	8	8
Zmiana kapitału obrotowego	-58	29	-15	31	-2	0
Pozostałe	63	-32	-33	37	10	9
Przepływy inwestycyjne	-2	0	-1	3	-4	-4
Capex	-1	-1	-3	-2	-4	-4
Pozostałe	-1	1	3	5	0	0
Przepływy finansowe	-32	-29	26	-69	-39	-53
Zmiana kapitału własnego	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-28	-21	36	-42	-20	-36
Odsetki	0	0	0	-15	-10	-9
Płatności leasingowe	0	0	0	0	0	0
Dywidenda	-6	-7	-7	-10	-9	-9
Skup akcji własnych	0	0	0	0	0	0
Dywidenda dla akc. mn.	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	2	-1	-2	-2	0	0
Zmiana stanu gotówki	7	-4	6	64	2	-10
Gotówka na koniec okresu	65	60	66	130	133	123
FCF*	40	24	-22	128	41	43
uFCF	40	24	-22	113	31	35
CapEx / D&A (bez leasingu)	35%	72%	48%	38%	47%	51%

Source: Company data, IPOPEMA Research

*OCF + CapEx + Płatności leasingowe

Spis treści

Wycena	4
Wycena SOTP	4
Wycena DDM.....	5
Wycena porównawcza	5
Prognozy finansowe.....	7
Omówienie wyników 2Q26	10
Czynniki ryzyka	11
Kluczowe dane finansowe	12

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%	22.3	14.5%
<i>Segment budowlany i IT (metoda DCF; wartość docelowa EV segmentu)</i>		1.3	
<i>Segment komercyjny (wart. rynkowa istniejących projektów)</i>		41.5	
<i>Dług netto 2026E</i>		-20.8	
<i>Dywidenda w 2027E</i>		0.6	
DDM wartość docelowa (PLN/akcję)	20%	22.8	16.8%
Wycena porównawcza (PLN/akcję)	0%	46.5	138.4%
Wartość docelowa (PLN/akcję)		22.4	15.0%

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 prognozowany dług netto z końca 2026 roku.

Tabela 2. 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	11.0	8.50%	29.6	129.1	50%	64.6
Kluczbork (Miodowa)	10.3	7.6	90.0%	0.8	3.7	8.50%	9.9	43.4	50%	21.7
Kedzierzyn-Kozle (Odrzańskie Ogrody)	21.7	10.6	90.0%	2.5	10.9	8.50%	29.3	127.9	50%	64.0
Jaworzno (Galena)	31.3	10.6	90.0%	3.6	15.7	8.50%	42.2	184.5	50%	92.3
Raciborz	1.4	5.6	90.0%	0.1	0.4	9.50%	0.9	3.9	100%	3.9
Jaworzno	3.3	7.8	90.0%	0.3	1.2	9.50%	2.9	12.8	100%	12.8
Kłodzko	9.7	8.0	90.0%	0.8	3.7	9.50%	8.9	38.7	100%	38.7
Biała Podlaska	8.8	7.8	90.0%	0.7	3.2	9.50%	7.8	34.2	100%	34.2
Pyskowice	7.9	7.8	90.0%	0.7	2.9	9.50%	7.0	30.7	100%	30.7
Dzierżonów	8.3	7.8	90.0%	0.7	3.1	9.50%	7.4	32.2	100%	32.2
Rybnik	8.1	4.0	90.0%	0.4	1.5	8.50%	4.1	18.1	100%	18.1
Siechnice	2.5	4.0	90.0%	0.1	0.5	8.50%	1.3	5.6	100%	5.6
Suma/Średnia	135.2	9.0	90.0%	13.2	57.7	8.73%	151.3	661.1		418.6

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 odzworowuje obecne tendencje na rynku

Wycenę metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych segmentu budowlanego i IT opieramy o prognozowane przepływy pieniężne w latach 2026E-32E (więcej szczegółów w „Prognozy finansowe”). Zakładamy stopę wolną od ryzyka na poziomie 6.0% (5.0% w okresie rezydualnym), premię za ryzyko na poziomie 5.5%, betę w wysokości 1.0x oraz stopień wzrostu w okresie rezydualnym 1.0%.

Tabela 3. PA Nova – Wycena DCF segmentu budowlanego i IT (PLNm)

DCF (PLNm; segment budowlany i IT)	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezydualny
Przychody	136.7	140.0	143.4	146.9	150.5	154.2	155.7
EBITDA	5.6	6.0	6.4	6.8	7.1	7.4	7.5
EBIT	-2.0	-1.6	-1.2	-0.9	-0.6	-0.3	1.3
Podatek	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.2
NOPLAT	-1.6	-1.3	-1.0	-0.7	-0.5	-0.2	1.0
Amortyzacja	7.6	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7	6.2
Płatności leasingowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-3.6	-3.9	-4.4	-5.0	-5.6	-6.2	-6.2
Zmiana kapitału obrotowego	-2.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
Pozostałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free cash flow	0.2	2.4	2.2	1.9	1.6	1.2	1.0
Stopa wolna od ryzyka	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%
Premia za ryzyko	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
Beta lewarowana	1.13	1.12	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11
Koszt kapitału	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	11.1%
Premia za ryzyko kredytowe	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
Efektywna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt długu po opodatkowaniu	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	7.6%
Waga długu	13.8%	12.5%	12.1%	11.9%	11.7%	11.6%	11.6%
Waga kapitału	86.2%	87.5%	87.9%	88.1%	88.3%	88.4%	88.4%
WACC	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	10.7%
Stopa dyskontowa	88%	78%	70%	63%	56%	50%	
Wartość bieżąca FCF	0.2	1.9	1.5	1.2	0.9	0.6	
Suma wartości bieżących FCF	6.2						
Wzrost w okresie rezydualnym	1.0%						
Wartość rezydualna	10.3						
Wartość bieżąca wartości rezydualnej	5.2						
12M TP EV	12.7						
TP EV na akcję (PLN)	1.27						

Wrażliwość DCF (PLN)		WACC w okresie rezydualnym				
Wzrost w okresie rezydualnym		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
-1.0%		1.20	1.18	1.17	1.15	1.14
0.0%		1.26	1.23	1.21	1.19	1.18
1.0%		1.32	1.29	1.27	1.24	1.22
2.0%		1.40	1.37	1.33	1.30	1.28
3.0%		1.51	1.46	1.42	1.38	1.35

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

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	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Okres rezydualny
DPS (PLN/akcję)	0.9	0.9	0.9	1.3	1.4	1.4	3.0
Koszt kapitału	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	11.1%
Stopa dyskontowa	87%	80%	72%	64%	57%	51%	
Zdyskontowany DPS (PLN/akcję)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	
Suma zdyskontowanych DPS (PLN/akcję)							4.5
Wzrost w okresie rezydualnym							1.0%
Zdyskontowana wartość DPS w okresie rezydualnym (PLN/akcję)							16.1
Wartość docelowa na akcję (PLN/akcję)							22.8

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 3.6/6.6/6.3x. W przypadku mnożnika P/BV średnie dyskonto wynosi 50-55% względem spółek porównawczych.

Tabela 5. PA Nova – Wycena porównawcza

Spółka	Kapitalizacja (PLNm)	P/E (x)			P/BV (x)		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Echo Investment	2,229	9.1	6.7	7.2	1.6	1.4	1.3
GTC	1,355	n.a.	14.3	14.1	0.3	0.3	0.3
MLP Group	2,639	9.0	6.4	5.5	0.8	0.7	0.6
CA Immobilien	1,971	14.0	14.5	15.2	0.8	0.8	0.7
TAG Immobilien	1,964	8.9	6.7	5.6	1.0	0.7	0.6
Budimex	18,249	23.7	20.8	18.4	13.9	13.7	12.3
Erbud	288	n.a.	14.1	14.4	0.3	0.1	0.6
Unibep	517	15.2	14.4	13.7	2.1	2.0	1.9
Mediana		11.5	14.2	13.9	0.9	0.7	0.7
PA Nova	195	3.6	6.6	6.3	0.4	0.3	0.3
Premia/dyskonto (%)		-69%	-53%	-55%	-61%	-53%	-51%
Implikowana wartość godziwa (PLN)		62.88	41.90	43.24	49.82	41.42	39.72
Średnia implikowana FV/akcję (PLN)		46.5					

Źródło: Bloomberg, IPOPEMA Research

Prognozy finansowe

Prognozy 3Q26E: Prognozujemy, że PA Nova wypracuje PLN 66.2m przychodów (vs. PLN 58.7m przed rokiem) w 3Q26E, dzięki miksowi wyższych przychodów w segmencie najmu (PLN 25.3m, +4.3% r/r) oraz wyższej sprzedaży w części budowlanej (PLN 36.4m, +20.0% r/r). W części Pozostałe estymujemy PLN 4.5m z działalności IT i projektowej. Spodziewamy się, że marża brutto wyniesie 23.8%, co przy stabilnych kosztach sprzedaży i zarządu, przełożyłoby się na EBITDA w wysokości PLN 14.2m (vs. PLN 14.0m w 3Q25) oraz zysk netto na poziomie PLN 7.1m (vs. PLN 6.5m przed rokiem).

Oczekiwania wynikowe w 2026E-27E: Spodziewamy się, że w ujęciu całorocznym grupa raportuje przychody na poziomie PLN 333m (+35% r/r), przy EBITDA równej PLN 86m (vs. PLN 48m w 2025) oraz PLN55m zysku netto (vs. PLN 22m w 2025 roku). Nasze prognozy uwzględniają sprzedaż w segmencie budowlanym w wysokości PLN 214m, vs. PLN 133m w 2025 (wykluczając wpływ zbycia aktywów komercyjnych w 2Q26, obroty byłyby bliskie PLN 114m; oczekujemy pozytywniejszych tendencji w 2H26E niż w 1H26; w dłuższej perspektywie zakładamy umiarkowany wzrost portfela zleceń o 2-3% r/r) oraz wynik obszaru na poziomie PLN 37m (oraz PLN 33m po uwzględnieniu kosztów finansowych). W segmencie komercyjnym estymujemy PLN 104m przychodów, vs. PLN 99m 2025 roku (poprawa wyniku z oddania do użytku dwóch parków handlowych w 4Q25). W 2027E roku, przychody mogą wynieść PLN 238m, a wynik netto PLN 30m. W modelu nie zakładamy dalszej sprzedaży aktywów; zwracamy jednak uwagę, że grupa chciałaby powtarzalnie zbywać projekty komercyjne, co stwarza przestrzeń do podwyższania naszych założeń.

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 2027E spółka wypłaci PLN 0.85/akcję, a w 2028E PLN 0.89/akcję (vs. PLN 1.00/akcję w 2026).

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

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
Przychody, w tym:	98	113	74	65	43	105	60	75	60	73	59	54	42	167	66	57
Najem	22	23	22	22	23	23	22	25	23	24	24	27	27	27	25	25
Budownictwo	72	86	48	39	16	78	34	46	34	45	30	23	13	137	36	28
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	14	48	16	15
EBITDA	28	13	14	9	10	19	10	15	13	11	14	10	13	46	14	13
EBIT	28	12	14	9	9	18	11	10	11	10	12	8	11	45	12	11
Wynik brutto	24	7	9	3	4	12	7	7	7	7	8	4	11	39	9	7
Wynik netto	19	6	7	2	4	10	4	5	7	5	7	4	9	32	7	6
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%	32.6%	28.5%	23.8%	26.1%
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%	30.5%	27.7%	21.4%	22.5%
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%	26.2%	26.6%	18.5%	19.1%
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%	21.5%	19.3%	10.8%	10.6%

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Tabela 7. PA Nova – prognozy wyników w latach 2026E-32E (PLNm)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody	206	351	284	246	333	238	242	247	251	256	260
Wynik brutto ze sprzedaży	56	74	60	55	92	61	62	63	64	65	66
EBITDA	48	64	55	48	86	54	55	55	56	57	58
EBIT	46	62	48	42	79	46	47	48	48	49	50
Wynik brutto	28	43	31	26	67	36	38	40	42	44	45
Wynik netto	23	35	22	22	55	30	31	33	34	35	37
marża brutto	26.9%	21.1%	21.2%	22.3%	27.7%	25.5%	25.5%	25.5%	25.4%	25.4%	25.3%
marża EBITDA	23.3%	18.3%	19.2%	19.5%	25.9%	22.6%	22.5%	22.5%	22.4%	22.3%	22.1%
marża EBIT	22.1%	17.8%	17.0%	16.8%	23.6%	19.4%	19.4%	19.3%	19.3%	19.2%	19.2%
marża netto	11.0%	9.9%	7.8%	8.9%	16.4%	12.4%	12.8%	13.2%	13.5%	13.8%	14.0%
Dług netto	347	273	275	311	208	185	159	133	109	86	62
LtV net	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.1x	0.1x	0.1x

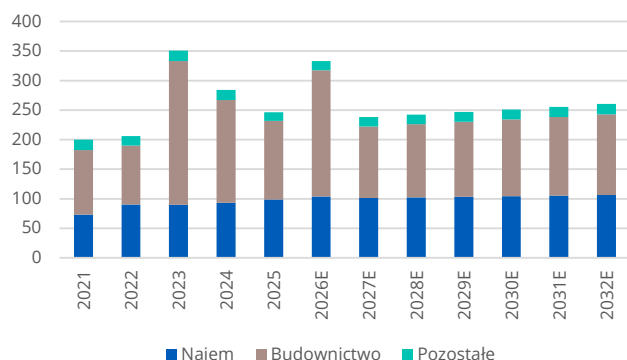
Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

Figure 8. PA Nova – prognozy wyników w segmentach w latach 2026E-32E (PLNm)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody	206	351	284	246	333	238	242	247	251	256	260
Najem	90	89	93	99	104	101	102	103	104	105	106
Budownictwo	100	244	174	133	214	121	124	127	130	133	137
Pozostałe	16	17	17	15	16	16	16	17	17	17	18
Koszty*	151	277	223	192	242	178	181	184	188	191	195
Najem	39	37	44	46	46	45	46	46	46	47	47
Budownictwo	94	220	160	128	177	115	118	120	123	126	129
Pozostałe	18	20	19	18	19	18	18	18	18	19	19
Wynik	55	73	61	54	91	60	61	62	63	64	65
Najem	51	52	49	53	58	56	57	57	58	58	59
Budownictwo	6	24	14	5	37	6	6	6	7	7	8
Pozostałe	-2	-3	-2	-3	-3	-2	-2	-1	-1	-1	-1
Marża (%)	26.6%	20.9%	21.6%	22.0%	27.5%	25.3%	25.3%	25.2%	25.2%	25.1%	25.1%
Najem	56.9%	58.1%	52.5%	53.3%	55.4%	55.4%	55.4%	55.4%	55.4%	55.4%	55.4%
Budownictwo	5.8%	9.7%	8.3%	3.7%	17.2%	4.7%	4.9%	5.1%	5.3%	5.5%	5.7%
Pozostałe	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

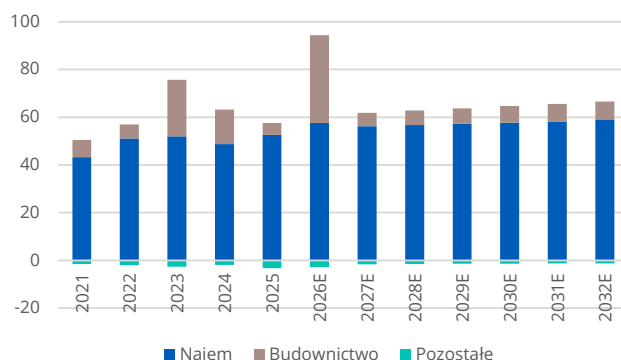
Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research; *COGS + koszty sprzedaży przypisane do segmentu

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

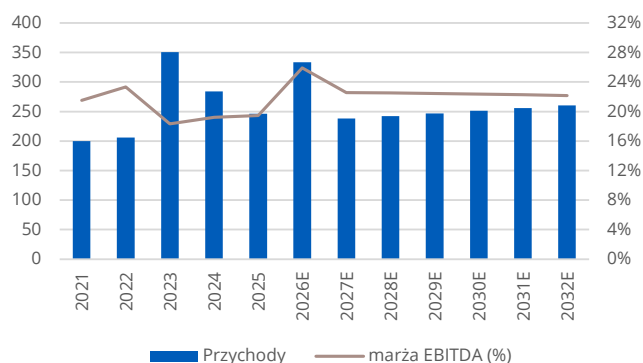


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Wykres 10. PA Nova – wyniki segmentów (PLNm)

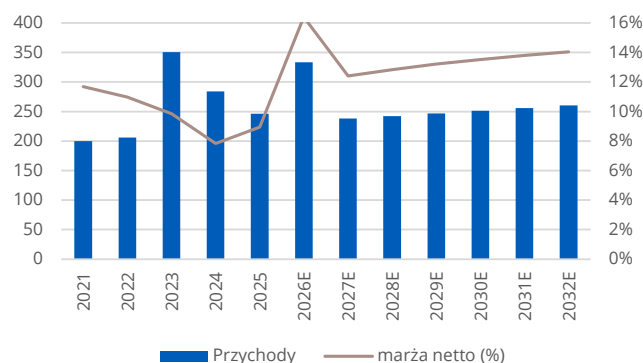


Wykres 11. PA Nova – marża EBITDA (%)

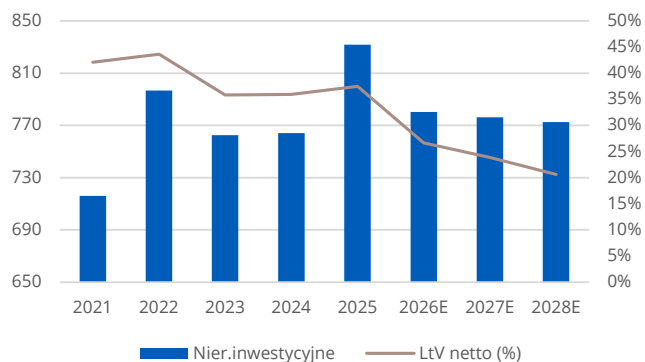


Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

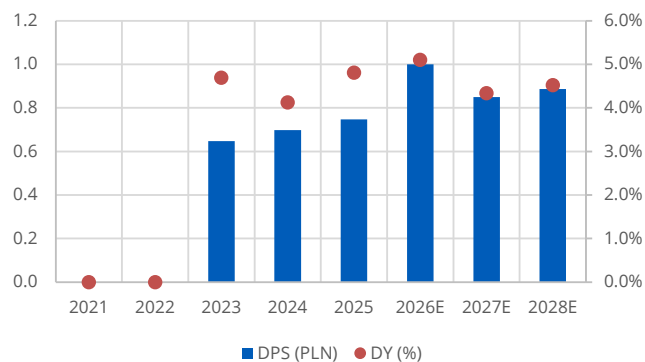
Wykres 12. PA Nova – marża netto (%)



Wykres 13. PA Nova – LtV netto (%)



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



Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Tabela 15. PA Nova – zmiana prognoz w latach 2026E-28E (PLNm)

	2026E			2027E			2028E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana	Obecnie	Poprzednio	Zmiana
Przychody	333	335	-0.5%	238	239	-0.4%	242	243	-0.3%
EBITDA	86	62	39.3%	54	53	1.3%	55	53	2.9%
EBIT	79	55	43.2%	46	45	2.5%	47	46	2.0%
Wynik netto	55	37	47.6%	30	30	-1.5%	31	31	0.3%
marża EBITDA	25.9%	18.5%		22.6%	22.2%		22.5%	21.8%	
marża EBIT	23.6%	16.4%		19.4%	18.8%		19.4%	18.9%	
marża netto	16.4%	11.0%		12.4%	12.6%		12.8%	12.8%	

Źródło: Dane spółki, IPOPEMA Research

Omówienie wyników 2Q26

Spółka opublikowała wyniki za 2Q26 w dniu 17.września. Poniżej prezentujemy kluczowe kwestie.

Przychody: PA Nova zaraportowała PLN 167m przychodów (vs. PLN 73m w 2Q25). W ujęciu segmentowym, część budowlana osiągnęła PLN 137m sprzedaży (vs. PLN 45m w 2Q25; zwracamy uwagę, że NVA wykazała w tym segmencie ok. PLN wpływów ze zbycia nieruchomości w Nysie i Zaczerniu, podczas gdy my zakładaliśmy wykazania w pozycji „Pozostałe”), a obszar najmu ok. PLN 27m (vs. PLN 24m w 2Q25). Przychody obszaru „Pozostałe” wyniosły PLN 4m (vs. PLN 4m przed rokiem).

Wynik brutto ze sprzedaży: Zysk był bliski PLN 48m, podczas gdy estymowaliśmy PLN 26m (zakładamy, że jest to efekt głównie z większego, niż spodziewany, wyniku z wyżej wspomnianych sprzedaży aktywów), a rentowność wyniosła 28.5%.

Koszty SG&A: Koszty SG&A wyniosły PLN 3m (płasko r/r). Wskaźnik koszty SG&A/przychody był bliski do 1.7%.

EBITDA: EBITDA ukształtowała się na poziomie PLN 46m (vs. PLN 11m w 2Q25).

Wynik netto: Zysk netto wyniósł PLN 32m (vs. PLN 5m zysku w 2Q25).

Przepływy z działalności operacyjnej: PA Nova wykazała przepływy w kwocie PLN 107m (vs. PLN -8m w 2Q25).

Dług netto: Wskaźnik dług netto/EBITDA osiągnął poziom 2.4x a wskaźnik dług netto/kapitały własne wyniósł 0.4x. Na koniec 2Q26 spółka dysponowała środkami pieniężnymi w kwocie PLN 130m.

Tabela 16. PA Nova – podsumowanie wyników 2Q26 (PLNm)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	r/r	q/q	IPO	odch. (%)
Przychody, w tym:	113	74	65	43	105	60	75	60	73	59	54	42	167	129.2%	295.3%	161	4.3%
Nieruchomości	23	22	22	23	23	22	25	23	24	24	27	27	27	12.2%	-0.1%	27	-0.5%
Budowlanka	86	48	39	16	78	34	46	34	45	30	23	13	137	201.0%	981.3%	30	363.1%
Pozostałe	4	4	5	4	5	4	4	3	4	4	4	3	4	1.9%	28.9%	104	-96.3%
Wynik brutto ze sprz.	15	17	13	11	20	15	14	13	13	14	14	14	48	264.7%	245.0%	26	86.5%
Wynik netto ze sprz.	13	15	9	9	17	12	11	11	10	12	11	11	45	340.6%	291.2%	22	101.9%
EBITDA	13	14	9	10	19	10	15	13	11	14	10	13	46	309.4%	259.5%	23	106.3%
EBIT	12	14	9	9	18	11	10	11	10	12	8	11	45	355.3%	300.7%	21	115.9%
Wynik brutto	7	9	3	4	12	7	7	7	7	8	4	11	39	498.2%	245.6%	17	131.4%
Wynik netto	6	7	2	4	10	4	5	7	5	7	4	9	32	543.2%	254.8%	14	134.0%
Marża brutto ze sprz.	13.1%	22.7%	19.3%	26.6%	18.9%	24.5%	18.6%	22.1%	17.9%	24.5%	26.1%	32.6%	28.5%			15.9%	
Marża EBITDA	11.5%	19.0%	14.0%	24.2%	18.3%	16.0%	20.3%	21.1%	15.5%	23.9%	18.1%	30.5%	27.7%			14.0%	
Marża EBIT	11.0%	18.3%	13.2%	20.6%	16.8%	18.8%	13.8%	18.8%	13.4%	21.3%	14.6%	26.2%	26.6%			12.8%	
Marża netto	5.2%	9.4%	3.6%	8.5%	9.2%	7.3%	6.1%	10.8%	6.9%	11.1%	7.4%	21.5%	19.3%			8.6%	
CFO	39	-2	3	-5	33	10	-12	-8	-8	-1	-3	14	65				
CFI	2	-14	13	1	-1	-15	14	1	1	-1	-1	5	88				
CFF	-40	17	-7	-2	-32	9	-5	3	8	14	1	-13	-55				
Dług netto	263	292	273	278	253	253	275	280	296	303	311	305	156				
LTV net	40.1%	43.6%	40.0%	39.9%	36.4%	37.9%	40.2%	39.9%	40.6%	40.5%	37.4%	36.2%	20.8%				
Dług netto/EBITDA	3.9	3.9	4.3	6.0	4.8	5.2	5.0	4.9	6.0	5.7	6.5	6.3	2.6				
Dług netto/BV	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.3				
P/E ltm	5.0	4.1	5.3	9.7	8.0	9.1	8.2	7.3	8.9	8.1	8.3	7.4	5.5				
P/BV ltm	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	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 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

Tabela 17. PA Nova – dane finansowe 2022-2032E

RZIS (PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przychody	206	351	284	246	333	238	242	247	251	256	260
Koszt własny sprzedaży	-151	-277	-224	-191	-241	-177	-180	-184	-187	-191	-194
Wynik brutto ze sprzedaży	56	74	60	55	92	61	62	63	64	65	66
Koszty sprzedaży i zarządu	-9	-10	-11	-12	-11	-11	-11	-11	-12	-12	-12
Wynik netto ze sprzedaży	47	64	49	43	81	50	51	51	52	53	54
Pozostałe przychody/koszty	-1	-1	-1	-2	-2	-4	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA	48	64	55	48	86	54	55	55	56	57	58
EBIT	46	62	48	42	79	46	47	48	48	49	50
Koszty finansowe netto	-18	-19	-18	-16	-12	-10	-9	-7	-7	-6	-5
Wynik przed opodatkowaniem	28	43	31	26	67	36	38	40	42	44	45
Podatek dochodowy	-5	-8	-8	-4	-13	-7	-7	-8	-8	-8	-9
Wynik netto	23	35	22	22	55	30	31	33	34	35	37

Bilans (PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Aktywa trwałe	826	791	797	861	806	802	798	795	792	790	789
Nieruchomości inwestycyjne	692	637	657	810	766	766	766	766	766	766	766
Rzeczowe aktywa trwałe	18	45	26	22	14	10	7	4	1	-1	-3
Aktywa do sprzedaży	86	81	80	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe aktywa trwałe	29	29	33	29	26	26	26	26	26	26	26
Aktywa obrotowe	126	128	146	132	202	194	184	203	222	242	262
Zapasy	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności handlowe	45	50	47	47	45	34	35	36	37	38	38
Środki pieniężne	57	65	60	66	130	133	123	140	159	178	197
Pozostałe aktywa obrotowe	22	13	39	19	26	26	26	26	26	26	26
Aktywa razem	951	920	943	993	1,008	996	983	998	1,015	1,032	1,051
Kapitał	435	478	496	512	542	563	586	609	630	652	674
Mniejszości	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	310	259	351	316	333	312	277	267	263	258	254
Kredyty, pożyczki i leasing	271	217	308	272	285	264	229	219	215	210	206
Pozostałe zob. długoterminowe	39	42	43	44	48	48	48	48	48	48	48
Zob. krótkoterminowe	208	184	98	166	133	120	121	121	122	123	123
Zobowiązania handlowe	63	53	62	52	71	58	59	60	60	61	62
Kredyty, pożyczki i leasing	134	120	27	105	53	53	53	53	53	53	53
Pozostałe zob. krótkoterminowe	11	10	9	9	8	8	8	8	8	8	8
Pasywa razem	951	920	943	993	1,008	996	983	998	1,015	1,032	1,051
Dług (PLN m)	405	338	335	377	338	318	282	273	268	264	259
Dług netto (PLN m)	347	273	275	311	208	185	159	133	109	86	62

Rachunek przepł. (PLN m)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Przepływy z dział. oper.	9	41	25	-19	131	45	47	48	48	49	49
Wynik netto	23	35	22	22	55	30	31	33	34	35	37
Amortyzacja	2	2	6	6	8	8	8	8	8	8	8
Zmiana kapitału obrotowego	68	-59	29	-15	31	-2	0	0	0	0	0
Pozostałe	-84	64	-32	-33	37	10	9	7	7	6	5
Przepływy z dział. inwest.	-10	-2	0	-1	3	-4	-4	-4	-5	-6	-6
Nakłady na nier.inw.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pozostałe	-10	-2	0	-1	3	-4	-4	-4	-5	-6	-6
Przepływy z dział. finan.	-75	-32	-29	26	-69	-39	-53	-26	-24	-24	-23
Zmiana w kapitale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiana długu	-35	-28	-21	36	-42	-20	-36	-9	-5	-5	-5
Dywidendy dla akcjonariuszy	0	-6	-7	-7	-10	-9	-9	-9	-13	-14	-14
Odsetki zapłacone	-36	0	0	0	-15	-10	-9	-7	-7	-6	-5
Pozostałe	-4	2	-1	-2	-2	0	0	0	0	0	0
Zmiana gotówki	-76	7	-4	6	64	2	-10	17	19	19	19
Śr. pieniężne na koniec okr.	57	65	60	66	130	133	123	140	159	178	197

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 należyłą 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.

W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy IPOPEMA Securities S.A. była stroną umów dotyczących doradztwa dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią, a także oferowania instrumentów finansowych lub związanych z wyceną instrumentów finansowych wyemitowanych przez: AB S.A., Allegro.eu S.A., Captor Therapeutics S.A., Cognor Holding S.A., Huuuge, Inc., Murapol S.A., Rex Concepts S.A., Synektik S.A., Żabka Group S.A. IPOPEMA Securities S.A. otrzymała wynagrodzenie w związku ze świadczeniem wyżej wymienionych usług.

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/gpwa>.

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

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

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

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu mnożników wyceny z mnożnikami innych spółek z danego sektora. Mnożniki dla obecnego i przyszłych lat dla porównywanej spółki bazujące na przyszłych wynikach, wartości księgowej, wyniku operacyjnym czy przepływach pieniężnych uwzględniają prognozy autora/autorów raportu. Metoda porównawcza jest mniej zależna od indywidualnych ocen autora/autorów raportu odnoszących się do pojedynczych parametrów, podczas gdy jest bardziej zależna od składu grupy porównawczej spółek. Słabymi punktami metody porównawczej są jakości 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 dyskonto (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.

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.

TP – cena docelowa - szacowana wartość godziwa instrumentu finansowego w 12-miesięcznej perspektywie inwestycyjnej licząc od daty publikacji raportu, ustalona na podstawie metod wyceny.

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, pożyczki 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.

uCFps – 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 TP IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji.

KUPUJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest równa i/lub przekracza +20%.

AKUMULUJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest pomiędzy (nie włącznie) +10% oraz (nie włącznie) +20%.

TRZYMAJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest pomiędzy i/lub równa 0% oraz +10%.

SPRZEDAJ – różnica pomiędzy TP a ostatnią ceną jest poniżej 0%.

Jeśli w danym momencie nie wydajemy rekomendacji dotyczących konkretnej spółki, spółka jest oznaczana jako „brak rekomendacji” lub „brak oceny”.

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 23/10/2026 o godzinie 8:00 CEST.

IPOPEMA Research - Rozkład ratingów (1 lipca 2026 – 30 września 2026)	Liczba	%
Kupuj	43	48%
Akumuluj	17	19%
Trzymaj	11	12%
Sprzedaj	19	21%
Razem	90	100%

Historia ratingów – PA Nova				
Data	Rekomendacja	TP*	Cena z rekomendacji	Autor
09/09/2025	KUPUJ	PLN 22.13 (skorygowane 18 września 2025 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
30/04/2026	KUPUJ	PLN 18.31 (skorygowane 3 lipca 2026 do PLN 17.31 o DPS PLN 1.00)	PLN 16.30	Adrian Górniak
31/07/2027	KUPUJ	PLN 22.8	PLN 17.60	Adrian Górniak
23/10/2027	AKUMULUJ	PLN 22.4	PLN 19.50	Adrian Górniak

* do 20 lipca 2026, wyceny były oparte na metodologii wartości godziwej