

17 maja 2011

Aktualizacja raportu


Deweloperzy

Polska

Cena rynkowa	30,8 PLN
Wycena	37,4 PLN
Kapitalizacja	307,3 mln PLN
Free float	121,4 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,35 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Budoprojekt Sp. z o.o.	24,4%
Aviva Investors Poland	8,9%
Ewa Bobkowska	8,4%
Ampliko PTE	7,1%
Stanisław Lessaer	6,4%
Maciej Bobkowski	5,3%
Pozostali akcjonariusze	39,5%

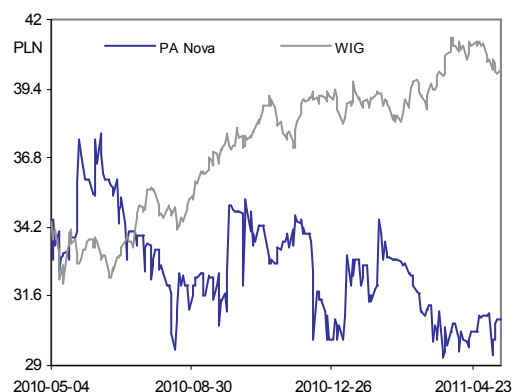
Strategia dotycząca sektora

Pozytywnie postrzegamy perspektywę deweloperów komercyjnych i mieszkaniowych. Bardzo dobrze prezentuje się koniunktura w segmencie handlowym, w którym P.A. Nova prowadzi swoją działalność. Poprawa aktywności na rynku inwestycyjnym, stabilizacja czynszów i zauważalna w ostatnich kwartałach kompresja stóp kapitalizacji wyraźnie zmniejszają ryzyko inwestycji w sektor komercyjny.

Profil spółki

PA Nova jest spółką o profilu dewelopersko-budowlanym, wyspecjalizowaną w budowie obiektów handlowych. Spółkę charakteryzuje unikalny model biznesowy, polegający na świadczeniu usług kompleksowej realizacji obiektów handlowych, począwszy od zakupu gruntu, na sprzedaży gotowego obiektu zakończywszy. Poza tym, firma jest również deweloperem i operatorem własnych obiektów handlowych. PA Nova świadczy też usługi pozostałe, np. sprzedaży oprogramowania komputerowego.

Kurs akcji PA Nova na tle WIG



Piotr Zybała

(48 22) 697 47 01

piotr.zybała@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

PA Nova

NVAA.WA; NVA PW

Kupuj

(Podtrzymana)

Kreowanie wartości w deweloperce

Od czasu styczniowego raportu spółka rozpoczęła budowę dwóch obiektów komercyjnych oraz dokonała rewizji części planów inwestycyjnych. Obecnie w budowie znajdują się obiekty handlowe w Stalowej Woli i Kędzierzynie-Koźlu o łącznej powierzchni 24,7 tys. m². W tym roku rozpocznie się budowa dwóch kolejnych inwestycji o łącznej powierzchni 22 tys. m² (Gorlice i Kluczbork). Najbardziej odległą perspektywę stanowi inwestycja w nowoczesną galerię handlową w Jaworznie (35 tys. m²). P.A. Nova posiada 50% udział w spółce celowej powołanej do realizacji tego projektu (drugie 50% posiada GC Investment, od marca 2011 notowana na New Connect). Rozpoczęcie budowy Galerii w Jaworznie jest przewidziane dopiero na 2012 r., lecz według nas projekt nie jest obciążony dużym ryzykiem. Na jego korzyść działa b. dobra lokalizacja w centrum Jaworzna, brak nowoczesnych obiektów handlowych w tym mieście, brak konkurencji ze strony innych deweloperów oraz wysoka siła nabywcza mieszkańców. Od czasu ostatniego raportu dokonaliśmy weryfikacji wysokości budżetów, czynszów oraz stóp kapitalizacji w poszczególnych inwestycjach komercyjnych. Wprowadzone zmiany mają negatywny wpływ na naszą wycenę akcji P.A. Nova, lecz jednocześnie ryzyko, że parametry wykorzystane do wyceny ulegną dalszemu pogorszeniu w przyszłości jest w naszej ocenie niewielkie (stopy kapitalizacji na 2013 r.: 8-9%; czynsze w parkach handlowych i galeriach na 2013 r.: 8,7-15,0 EUR). Rekomendujemy kupno walorów P.A. Nova z ceną docelową 37,4 PLN na akcję (poprzednia: 40,4 PLN), co przy obecnej cenie rynkowej generuje 21,6% potencjał wzrostu.

Możliwe scenariusze związane z Galerią Sanowa

W oddanej do użytku w październiku 2010 r. Galerii Sanowa cała powierzchnia komercyjna została już wynajęta. Spółka deklaruje chęć sprzedaży obiektu, jednak nastąpi to najprawdopodobniej po ustabilizowaniu przychodów z czynszów. Sądzymy, że galeria nie zostanie sprzedana wcześniej niż w Q2 2012. Znaczna część zysku ze sprzedaży byłaby przeznaczona na wypłatę dywidendy.

Znaczny portfel gruntów

Poza uwzględnionymi w modelu inwestycjami, P.A. Nova posiada grunty, na których może zrealizować obiekty handlowe na własny portfel (np. działki w Zamościu i Chrzanowie). Zaletą spółki jest też duża wartość gruntów pod realizację obiektów na potrzeby sieci handlowych. Szacujemy, że w celu realizowania naszych prognoz zysku na 2011 r., spółka wykorzysta grunty o wartości 22-25 mln PLN. Oznacza to, że już w tej chwili spółka dysponuje gruntami o wartości ok. 40 mln PLN pod inwestycje dla sieci na lata 2012-2013.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	157,6	146,5	169,3	190,2	230,8
EBITDA	24,4	27,9	29,6	36,6	56,7
marża EBITDA	15,5%	19,1%	17,5%	19,3%	24,6%
EBIT	22,5	25,7	27,0	34,0	54,1
Zysk netto	18,6	20,2	17,6	17,8	31,0
Zysk netto z wyceną	18,9	33,0	44,1	64,1	64,6
P/E	13,2	15,2	17,5	17,3	9,9
P/E z wyceną	13,0	9,3	7,0	4,8	4,8
P/CE	12,0	13,7	15,2	15,0	9,1
P/BV	1,9	1,3	1,2	1,1	1,0
P/NAV*	1,9	1,2	1,0	0,8	0,7
P/NAV korygowane**	1,6	1,1	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	11,7	13,8	14,6	16,8	11,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* z wyceną nieruchomości; **z wyceną nieruchomości i działalności budowlanej

Wyniki Q1 2011

Przychody oraz wynik brutto ze sprzedaży były bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. Lepszy od naszych prognoz EBIT wynika z zaskakująco niskich kosztów ogólnego zarządu, wynoszących 0,6 mln PLN (-47% Q/Q oraz -10% R/R) oraz wyższego wyniku z pozostałej działalności operacyjnej (0,6 mln PLN, prognoza: -0,1 mln PLN). Niższe koszty zarządu to w dużej mierze zasługa zakończenia budowy Galerii Sanowa w Przemyśle (część kosztów związanych z budową nie mogła być kapitalizowana). W Q1 P.A. Nova rozpoczęła kolejną inwestycję o podobnej skali (Galeria Odrzańskie Ogrody), która najprawdopodobniej będzie generować podobne koszty, stąd zakładamy, że w całym 2011 r. wysokość kosztów ogólnego zarządu nie spadnie, a wzrośnie o ok. 5%. Wyższy wynik na pozostałej działalności operacyjnej jest wynikiem rozwiązania rezerwy utworzonej na koszty budowy Galerii Sanowa, co stanowi zdarzenie jednorazowe.

Nieco wyższe okazały się koszty finansowe netto (-0,9 mln PLN, prognoza: -1,0 mln PLN). Podsumowując efekt powyższych różnic, zysk brutto przed opodatkowaniem (5,0 mln PLN) jest o 29% wyższy od naszych prognoz, natomiast zysk netto (4,3 mln PLN) o 37% wyższy.

Wyniki P.A. Nova w Q1 2011 vs. prognoza DI BRE

(mln PLN)	Q1 2011	Q1 2011P	Różnica	Q1 2010	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	35,0	35,0	0,0%	30,2	15,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	6,1	6,2	-2,3%	10,1	-40,3%
Marża %	17,3%	17,7%	-	33,6%	-
EBIT	5,9	4,9	20,4%	9,3	-36,7%
Marża %	16,8%	14,0%	-	30,8%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	5,0	3,9	28,7%	9,3	-45,9%
Marża %	14,3%	11,1%	-	30,7%	-
Zysk netto	4,3	3,2	37,4%	7,5	-42,1%
Marża %	12,4%	9,0%	-	24,8%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., P.A. Nova

Segmenty działalności P.A. Nova

Usługi budowlano-deweloperskie na użytek własny

Obiekty ukończone

W H2 2010 spółka oddała do użytku dwa obiekty handlowe, co oznacza, że dysponuje ona obecnie czterema obiektami handlowymi o łącznej powierzchni najmu 26,6 tys. m². Parki handlowe w Raciborzu, Andrychowie i Chorzowie znajdują się w bilansie w wartości wytworzenia pomniejszonej o odpisy amortyzacyjne. Szacujemy, że ich wartość godziwa jest zbliżona do wartości bilansowej. Spółka nie przewiduje w najbliższym czasie sprzedaży powyższych obiektów. Generują one stabilne przychody na poziomie około 9% zainwestowanego kapitału. W przypadku Parku Handlowego w Chorzowie rentowność kapitału wynosi ok. 10-11% dzięki kredytowi bankowemu na kwotę 7,2 mln PLN.

Projekty deweloperskie P.A. Nova przeznaczone pod wynajem (Część 1)

Lokalizacja	Udział PA Nova	GLA	Start	Koniec	Zysk na projekcie (mln PLN)			
					CAPEX	Wycena	Zysk	Marża
Racibórz	100%	1 170		2007	3,5	4,8	1,3	27%
Andrychów	100%	1 400		2008	6,8	6,4	-0,4	-6%
Chorzów	100%	3 400		08.2010	11,0	9,6	-1,4	-15%
Przemyśl	100%	20 600		10.2010	139,6	171,6	32,0	19%
Suma		26 570			160,9	192,4	31,6	16%
Stalowa Wola	100%	2 674	Q1 2011	08.2011	9,0	9,3	0,3	4%
Kędzierzyn Koźle	100%	22 000	Q2 2011	Q4 2012	152,0	193,0	41,0	21%
Gorlice	100%	12 000	Q4 2011	Q3 2012	38,5	66,8	28,3	42%
Kluczbork	100%	10 000	08.2011	Q2 2012	35,0	45,1	10,1	22%
Jaworzno	50%	35 000	Q2 2012	Q4 2013	122,5	153,5	31,0	20%
Suma		81 674			357,0	467,7	110,7	24%

Źródło: DI BRE Banku S.A.; P.A. Nova S.A.

Galeria Sanowa w Przemyślu została otwarta 26 października 2010. Spółka wynajęła już 100% powierzchni, a ostatni najemcy wprowadzają się do obiektu. Część najemców w obiekcie w Przemyślu płaci czynsze uzależnione od przychodów, stąd nie wiadomo jeszcze ile wyniesie średnia stawka czynszu dla całego obiektu. Szacujemy, że po wprowadzeniu się wszystkich najemców do obiektu oraz stabilizacji obrotów czynsze wyniosą około 14,2 EUR/m² w 2012 r. W prognozach nie zakładamy sprzedaży Gallerii. Nie sądzimy również, by spółka zdecydowała się na sprzedaż wcześniej niż w Q2 2012 r. Ewentualna sprzedaż w 2012 r. mogłaby oznaczać zysk na poziomie 30-35 mln PLN (czynsz: 14,2 EUR; yield: 8%; kurs EUR/PLN: 3,9). Spółka deklaruje gotowość do wypłaty dywidendy po sprzedaży galerii.

Projekty deweloperskie P.A. Nova przeznaczone pod wynajem (Część 2)

Lokalizacja	NOI (mln PLN)			Czynsz (PLN, EUR)			Stopa kapitalizacji (%)			Wycena (mln PLN)		
	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P	2011P	2012P	2013P
Racibórz	0,4	0,4	0,5	30,5	31,4	32,3	9,0%	9,0%	9,0%	4,8	4,9	5,0
Andrychów	0,6	0,6	0,6	34,5	35,6	36,6	9,0%	9,0%	9,0%	6,4	6,6	6,8
Chorzów	0,9	0,9	0,9	21,2	21,8	22,5	9,0%	9,0%	9,0%	9,6	9,9	10,2
Przemyśl	11,0	13,7	14,0	13,8	14,2	14,5	8,3%	8,0%	8,0%	161,3	171,6	175,0
Stalowa Wola	0,3	0,8	0,9	25,4	26,2	27,0	9,0%	9,0%	9,0%	9,1	9,3	9,6
Kędzierzyn Koźle	0,0	1,1	14,7	-	14,7	15,0	-	8,0%	8,0%	179,7	189,2	193,0
Gorlice	0,0	1,3	6,0	-	10,5	10,7	-	9,0%	9,0%	-	65,5	66,8
Kluczbork	0,0	2,0	4,1	-	8,5	8,7	-	9,0%	9,0%	-	44,2	45,1
Jaworzno	0,0	0,0	0,0	-	-	15,0	-	-	8,0%	-	-	153,5
Suma	13,2	20,9	41,6							370,9	501,3	665,1

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Obiekty planowane

Obecnie w budowie znajdują się dwie inwestycje: Park Handlowy w Stalowej Woli oraz Galeria Odrzańskie Ogrody. Obiekt w Stalowej Woli zostanie ukończony w sierpniu br. Prawie cała powierzchnia handlowa została już wynajęta. Spółka prowadzi budowę bez udziału finansowania zewnętrznego. Podobnie jak w przypadku trzech ukończonych parków handlowych, również obiekt w Stalowej Woli najprawdopodobniej nie wygeneruje marży deweloperskiej, będzie natomiast generować zyski z czynszów przy rentowności ok. 9% zainwestowanego kapitału.

W Kędzierzynie Koźlu w Q2 2011 rozpoczęła się budowa Gallerii Odrzańskie Ogrody. Jest to obiekt podobnej skali, co Galeria Sanowa. Planowane zakończenie inwestycji to październik 2012 r. W wycenie zakładamy, że przeciętny czynsz w Gallerii Odrzańskie Ogrody będzie o 0,5 EUR wyższy niż w Przemyślu. To założenie jest uzasadnione większą siłą nabywczą mieszkańców Kędzierzyna. Co istotne, w mieście nie istnieje jeszcze nowoczesny obiekt handlowy co również ma duże znaczenie przy negocjacjach czynszów. Obecnie spółka posiada chętnych na ok. połowę powierzchni. Sądzimy, że do czasu zakończenia budowy P.A. Nova zakończy komercjalizację obiektu, jednak w całym 2013 r. zakładamy osiągnięcie 95% docelowego NOI, ze względu na czas potrzebny na „rozruch” galerii.

W H2 2011 planowane jest rozpoczęcie budowy parków handlowych w Kluczborku (10 tys. m²) i Gorlicach (12 tys. m²). Są to nowe obiekty w stosunku do naszego ostatniego raportu. Czynsze osiągnięte w momencie oddania obiektu do użytku szacujemy na odpowiednio 8,5 oraz 10,5 EUR. Czynsze w Gorlicach są wyższe z uwagi na mniejszy udział rynku spożywczego w tym obiekcie. Budowa obiektu w Gorlicach będzie się również wiązać ze znaczną marżą deweloperską (ok. 40%).

Ostatnim obiektem handlowym uwzględnionym w wycenie jest galeria w Jaworznie. Obecne plany zakładają budowę galerii o powierzchni 35 tys. m² na działce położonej w centrum miasta. P.A. Nova posiada 50% udział w tym projekcie. Szacujemy, że marża deweloperska w przypadku Jaworzna będzie zbliżona do marży na galeriach w Przemyślu i Kędzierzynie (ok. 20%). Czynsze szacujemy na tym samym poziomie, co w Kędzierzynie (15,3 mln PLN w 2013 r.). Sądzimy, że jest to dość ostrożne założenie zważywszy na dużą siłę nabywczą mieszkańców Jaworzna oraz fakt, że jest to jedno z nielicznych miast tej wielkości w Polsce (95 tys. mieszkańców) bez nowoczesnego centrum handlowego. W galerii w Jaworznie przewidziane jest również kino.

Z naszej wyceny wyłączyliśmy plany budowy parku handlowego w Zamościu. P.A. Nova wstrzymuje się na razie z tą inwestycją pomimo znalezienia większości najemców. Inwestycja może zostać wznowiona po skompletowaniu takiego tenant-mix, które lepiej odpowiada oczekiwaniom spółki.

Usługi budowlano-deweloperskie na zlecenie

Obszar działalności

Od 2002 r. P.A. Nova świadczy usługi budowlane i budowlano-deweloperskie na zlecenie sieci handlowych. Spółka ma bardzo dobre relacje z największymi sieciami handlowymi działającymi w Polsce, głównie Kaufland, Tesco i Netto. Wszystkie wspomniane sieci planują rozwój działalności w Polsce. Strategia Kaufland oraz Netto zakłada stopniowe zwiększanie liczby posiadanych sklepów na polskim rynku. Współpraca z Tesco przewiduje również kontrakty związane z renowacją starych obiektów handlowych, otwarcie stacji benzynowych przy obiektach oraz sieci aptek poza swoimi sklepami.

Szacowane zyski

Zakładamy, że w 2011 r. spółka zrealizuje 138,1 mln PLN przychodów w tym segmencie działalności realizując średnią marżę na poziomie 11,7%. W kolejnych dwóch latach spodziewamy się wzrostu wartości kontraktów budowlano-deweloperskich w realizacji w tempie 8% rocznie. Jednocześnie zakładamy, że silniejsza konkurencja w branży doprowadzi do spadku wysokości marż do poziomu 10% w 2013 r. Przy takich założeniach zysk brutto ze sprzedaży w P.A. Nova wyniesie w latach 2011-2013 nieco ponad 16 mln PLN rocznie.

Prognozy wyników finansowych

Przychody w poszczególnych segmentach działalności

Działalność budowlano-deweloperska stanowi w dalszym ciągu główne źródło zysków P.A. Nova. W 2010 r. zysk z czynszów stanowił zaledwie ok. 10% zysku brutto ze sprzedaży. Pozostałe 90% pochodziło właśnie z budowy obiektów przeznaczonych na sprzedaż oraz w mniejszym stopniu z działalności projektowej i informatycznej. W kolejnych latach spodziewamy się stopniowego wzrostu udziału dochodów z czynszów w zysku spółki (2011 – 42%; 2012 – 53%, 2013 – 70%). Dynamiczny wzrost przychodów z czynszów będzie efektem oddania do użytkowania pięciu omówionych wcześniej obiektów handlowych. Ponadto w prognozach zysków na lata 2012-2013 nie zakładamy sprzedaży galerii Sanowa w Przemysłu. Pozostałe przychody będą pochodzić z działu informatycznego i projektowego (zakładamy 5% wzrost R/R).

Prognozy przychodów i zysku brutto ze sprzedaży

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P
Przychody			
Usługi budowlano-deweloperskie	138,1	149,1	161,0
Wynajem powierzchni	19,2	28,5	56,5
Dział informatyczny i projektowy	12,0	12,6	13,2
Suma	169,3	190,2	230,8
<i>dynamika - usługi budowlano-deweloperskie</i>	-	8,0%	8,0%
<i>dynamika - wynajem powierzchni</i>	-	48,1%	98,5%
<i>dynamika - dział informatyczny i projektowy</i>	-	5,0%	5,0%
Zysk brutto ze sprzedaży			
Usługi budowlane i deweloperskie	16,1	16,4	16,1
Wynajem powierzchni	13,2	20,9	41,6
Dział informatyczny i projektowy	1,8	1,9	2,0
Suma	31,1	39,2	59,7
<i>marża - usługi budowlano-deweloperskie</i>	11,7%	11,0%	10,0%
<i>marża - wynajem powierzchni</i>	68,5%	73,5%	73,6%
<i>marża - dział informatyczny i projektowy</i>	15,0%	15,0%	15,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Rewaluacja nieruchomości inwestycyjnych

P.A. Nova stosuje bardzo konserwatywną politykę wyceny nieruchomości inwestycyjnych, podczas gdy większość deweloperów komercyjnych decyduje się na rozpoznanie części marży deweloperskiej już na etapie budowy, P.A. Nova prezentuje wszystkie swoje obiekty handlowe w koszcie wytworzenia (w przypadku parków handlowych w Andrychowie, Raciborzu i Chorzowie pomniejszonym o odpisy amortyzacyjne). Są dwa prawdopodobne scenariusze odnośnie wyceny nieruchomości inwestycyjnych, które spółka może zastosować w przyszłości:

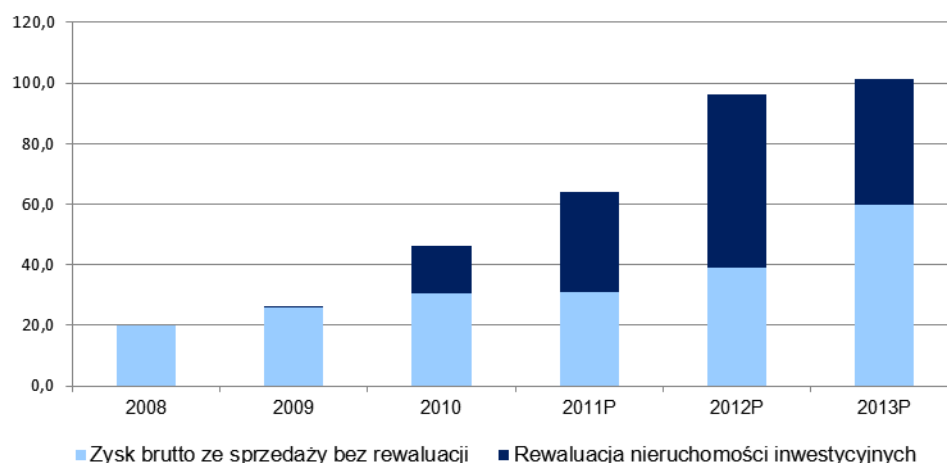
- Obiekty handlowe będą prezentowane w koszcie wytworzenia aż do momentu sprzedaży nieruchomości;
- Spółka zdecyduje się wycenić nieruchomość po wartości godziwej w momencie ustabilizowania przychodów z czynszów.

W naszych prognozach finansowych prezentujemy dwa rodzaje wyników finansowych spółki:

- Bez uwzględnienia wycen nieruchomości;
- Uwzględniając hipotetyczne wyceny nieruchomości inwestycyjnych (częściowa wycena nieruchomości, podobnie jak u większości deweloperów komercyjnych, następuje już w trakcie trwania budowy).

Poniższy rysunek przedstawia nasze prognozy zysku brutto ze sprzedaży oraz hipotetyczne zyski z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych w poszczególnych latach. Zysk z rewaluacji w 2010 r. stanowi szacunkowy zysk, który P.A. Nova wykazałaby, gdyby zdecydowała się na wycenę Galerii Sanowa w wartości godziwej.

Zysk brutto ze sprzedaży oraz hipotetyczne wyceny nieruchomości (mln PLN)



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Koszty ogólne oraz koszty finansowe

P.A. Nova charakteryzuje się bardzo niskimi kosztami ogólnego zarządu. Historycznie kształtują się one na poziomie 1,9%-2,5% przychodów. W pozycji „koszty sprzedaży” spółka prezentuje część kosztów działu informatycznego, które mają znikomy udział przy obecnej skali działalności firmy.

Do 2010 r. spółka w minimalnym stopniu korzystała z finansowania zewnętrznego. Sytuacja zmieniła się w momencie rozpoczęcia inwestycji w Przemyślu. Obecnie P.A. Nova ma dwa kredyty refinansujące obiekty handlowe w Przemyślu i Chorzowie, łącznie na ok. 84 mln PLN. Spółka dysponuje też odnawialną linią kredytową na kwotę 18 mln PLN. Plany zakładają finansowanie budowy obiektów w Kędzierzynie, Chrzanowie, Gorlicach i Kluczborku, wykorzystując finansowanie zewnętrzne. Zakładając, że na każdą z powyższych inwestycji spółka może zaciągnąć kredyt w wysokości 70% kosztów inwestycji, nie widzimy potrzeby dodatkowej emisji akcji czy obligacji w celu realizacji wycenionego planu inwestycyjnego. W przypadku zwiększenia skali inwestycji spółki, potencjalnym źródłem gotówki może być refinansowanie parków handlowych w Raciborzu, Andrychowie i Stalowej Woli.

Sytuacja finansowa P.A. Nova w okresie prognozy

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P
Dług netto	126,5	309,4	322,0
Wartość portfela nieruchomości	334,5	587,0	665,1
Odsetki netto	-5,3	-12,0	-15,8
EBITDA	29,6	36,6	56,7
LTV	38%	53%	48%
EBITDA / odsetki netto	5,6	3,1	3,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Zysk netto

Nasze prognozy na 2011 r. zakładają zysk netto równy 17,6 mln PLN. Prognozy spółki z listopada 2010 mówią o 21,3 mln PLN zysku netto. Wynik netto osiągnięty przez spółkę w Q1 2011 (4,3 mln PLN) stanowi 24,7% naszej całorocznej prognozy oraz 21,7% prognozy Zarządu.

Wycena akcji P.A. Nova

Dokonaaliśmy wyceny dwoma metodami – metodą wartości aktywów oraz metodą porównawczą. Oba metodom przyznaliśmy wagę 50%. Wyznaczyliśmy cenę docelową akcji PA Nova na 37,4 PLN na akcję. Cena docelowa jest wyższa o 21,6% od ceny rynkowej.

Wycena akcji P.A. Nova

(PLN)	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą NAV	38,5	50%
Wycena metodą porównawczą	30,9	50%
Wycena 1 akcji PA Nova	34,7	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,8%	
Cena docelowa	37,4	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą wartości aktywów

Uważamy, że P.A. Nova powinna być wyceniana metodą zdyskontowanych aktywów netto. Jest to metoda, którą wykorzystujemy do wyceny deweloperów komercyjnych. Zważywszy, że zgodnie z naszymi prognozami większość zysków spółki będzie w kolejnych latach generowana przez typową działalność deweloperską nie sądzimy, by wycena akcji modelem DCF była uzasadniona.

Wycena akcji P.A. Nova metodą wartości aktywów

(mln PLN)	2010	2011P	2012P	2013P
NAV	252,6	301,9	376,8	449,4
Liczba akcji	9,99	9,99	9,99	9,99
NAV na akcję (PLN)	25,3	30,2	37,7	45,0
Przychody z działalności budowlanej	128,1	138,1	149,1	161,0
Marża netto działalności budowlanej	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
P/E	10,0	10,0	10,0	10,0
Liczba akcji	9,99	9,99	9,99	9,99
NAV na akcję (PLN)	3,2	3,5	3,7	4,0
NAV korygowany na akcję (PLN)	28,5	33,7	41,5	49,0
WACC	10,3%	10,0%	9,2%	9,2%
Koszt długu	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Stopa wolna od ryzyka	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Premia za ryzyko kredytowe	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	20,7%	29,7%	50,8%	51,8%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Współczynnik dyskonta	100,0%	93,8%	85,9%	78,6%
Zdyskontowany NAV korygowany na akcję (PLN)	28,5	31,6	35,6	38,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.; uwzględniając akcje własne (10 557)

Główne założenia poczynione w wycenie:

- Bieżącą wartość spółki właściwie obrazuje zdyskontowana w czasie wartość kapitałów własnych na koniec 2013 r. Jest to horyzont czasowy, który stosujemy obecnie do wyceny wszystkich deweloperów komercyjnych. 5 projektów deweloperskich, które uwzględniamy w wycenie powinno być zakończonych do końca 2013 r., natomiast ich rozpoczęcie ma nastąpić w przeciągu 4 najbliższych kwartałów.

- Oddzielnie wyceniamy wartość działalności budowlano-deweloperskiej po okresie szczegółowej prognozy. Wycena została oparta na wskaźniku P/E(2013). Zakładamy, że średni długoterminowy poziom wskaźnika P/E dla sektora budowlanego wynosi 10,0. Na potrzeby wyceny zakładamy średni poziom marży zysku netto z działalności budowlanej na poziomie 2,5%. Jest to wartość zbliżona do poziomu marż w segmencie budowlanym w długim terminie, lecz jednocześnie stanowi dość konserwatywne założenie, zważywszy że marże, które obecnie osiąga P.A. Nova są znacznie wyższe (6-7% w okresie naszej prognozy).
- Plany inwestycyjne i wyniki finansowe zgodne z wcześniejszym opisem.
- Kurs EUR/PLN = 3,9

Wycena akcji metodą porównawczą

Wycenę wskaźnikową dokonaliśmy dla mnożnika P/BV w horyzoncie 2010-2013. P.A. Nova porównujemy do grupy spółek polskich i zagranicznych przypisując każdej z nich wagę 50%. Grupa polskich deweloperów komercyjnych jest wyceniana z kilkunastoprocentową premią do P.A. Novej (biorąc pod uwagę NAV uwzględniający segment budowlany). Spółki zagraniczne (przede wszystkim austriackie) są natomiast wyceniane z dyskontem w roku 2011 i premią w 2013 r.

Zastosowanie metody porównawczej pozwala na wycenę walorów P.A. Nova na 34,4 PLN/akcję (9-cio miesięczna cena docelowa).

Wycena akcji P.A. Nova metodą porównawczą

	P/BV 2010	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/BV 2013P
GPW				
Echo Investment	1,21	0,98	0,85	0,71
GTC	1,04	0,91	0,80	0,71
BBI Development	0,96	0,91	0,81	0,63
Mediana	1,04	0,91	0,81	0,71
Waga GPW	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Rynki zagraniczne				
Atrium European Real Estate	0,82	0,78	0,76	-
CA Immobilien Anlagen	0,71	0,65	0,63	0,66
Conwert Immobilien Invest SE	0,72	0,71	0,69	0,70
Deutsche Euroshop AG	1,09	1,08	1,04	1,01
Immofinanz AG	0,71	0,60	0,61	0,55
IVG Immobilien AG	0,67	0,69	0,66	0,46
Klepierre	1,15	1,11	1,05	1,05
Segro	0,87	0,83	0,77	0,72
Unibail Rodamco SE	1,29	1,10	1,07	0,99
Sparkassen Immobilien AG	0,74	0,67	0,63	0,59
Mediana	0,78	0,75	0,72	0,70
Waga rynków zagranicznych	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Mediana	0,91	0,83	0,77	0,70
PA Nova (P/NAV)	1,22	1,02	0,82	0,68
Premia (dyskonto)	33,5%	22,5%	6,2%	-2,9%
Wycena	23,0	25,1	29,0	31,7
Waga wskaźnika	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Wycena	28,0			
PA Nova (P/NAV korygowany)	1,08	0,91	0,74	0,63
Premia (dyskonto)	18,5%	9,9%	-3,3%	-10,9%
Wycena	26,0	28,0	31,8	34,5
Waga wskaźnika	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Wycena	30,9			

Źródło: DI BRE Banku S.A.; Bloomberg



Rachunek wyników

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	143,8	157,6	146,5	169,3	190,2	230,8
<i>zmiana</i>	28,9%	9,6%	-7,1%	15,6%	12,3%	21,4%
Koszt własny sprzedaży	-123,8	-131,9	-116,0	-138,2	-150,9	-171,1
Zysk brutto na sprzedaży	20,0	25,7	30,5	31,1	39,2	59,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	13,9%	16,3%	20,8%	18,4%	20,6%	25,9%
Koszty sprzedaży	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Koszty ogólnego zarządu	-3,4	-2,7	-3,6	-3,8	-4,2	-4,3
Pozostała działalność operacyjna netto	0,1	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	-0,6
EBIT	16,2	22,5	25,7	27,0	34,0	54,1
<i>zmiana</i>	4,9%	38,6%	14,6%	4,7%	26,0%	59,1%
<i>marża EBIT</i>	11,3%	14,2%	17,6%	15,9%	17,9%	23,4%
Wynik na działalności finansowej	2,5	0,8	-1,2	-5,3	-12,0	-15,8
Zysk brutto	18,7	23,2	24,5	21,7	22,0	38,2
Podatek dochodowy	-3,7	-4,6	-4,4	-4,1	-4,2	-7,3
Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	15,0	18,6	20,2	17,6	17,8	31,0
<i>zmiana</i>	3,9%	24,1%	8,4%	-13,0%	1,4%	73,9%
<i>marża</i>	10,4%	11,8%	13,8%	10,4%	9,4%	13,4%
Amortyzacja	1,4	1,9	2,2	2,7	2,7	2,6
EBITDA	17,7	24,4	27,9	29,6	36,6	56,7
<i>zmiana</i>	9,0%	38,2%	14,5%	6,1%	23,6%	54,8%
<i>marża EBITDA</i>	12,3%	15,5%	19,1%	17,5%	19,3%	24,6%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,00	7,99	9,99	9,99	9,99	9,99
EPS	1,9	2,3	2,0	1,8	1,8	3,1
CEPS	2,1	2,6	2,2	2,0	2,0	3,4
ROAE	11,1%	12,3%	10,2%	7,2%	6,8%	10,8%
ROAA	8,4%	9,0%	6,7%	4,2%	3,2%	4,5%

Wyniki PA Nova nominalne oraz z hipotetycznymi wycenami nieruchomości

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Rachunek wyników bez wycen nieruchomości						
Przychody ze sprzedaży	143,8	157,6	146,5	169,3	190,2	230,8
Zysk brutto na sprzedaży	20,0	25,7	30,5	31,1	39,2	59,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	13,9%	16,3%	20,8%	18,4%	20,6%	25,9%
Koszty ogólne	-3,8	-3,2	-4,2	-4,4	-4,9	-5,0
Pozostała działalność operacyjna	0,1	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	-0,6
Wyceny nieruchomości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	16,2	22,5	25,7	27,0	34,0	54,1
Pozostała działalność finansowa	2,5	0,8	-1,2	-5,3	-12,0	-15,8
Podatek dochodowy	-3,7	-4,6	-4,4	-4,1	-4,2	-7,3
Zysk netto	15,1	18,6	20,2	17,6	17,8	31,0
P/E	16,4	13,2	15,2	17,5	17,3	9,9
EV/EBIDTA	16,6	11,7	13,8	14,6	16,8	11,1
Rachunek wyników z wycenami nieruchomości						
Przychody ze sprzedaży	143,8	157,6	146,5	169,3	190,2	230,8
Zysk brutto na sprzedaży	20,0	25,7	30,5	31,1	39,2	59,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	13,9%	16,3%	20,8%	18,4%	20,6%	25,9%
Koszty ogólne	-3,8	-3,2	-4,2	-4,4	-4,9	-5,0
Pozostała działalność operacyjna	0,1	-0,1	-0,5	0,3	-0,4	-0,6
Wyceny nieruchomości	-0,5	0,3	15,9	32,8	57,2	41,6
EBITDA	17,1	24,7	43,8	62,4	93,8	98,3
EBIT	15,7	22,8	41,6	59,7	91,1	95,6
Pozostała działalność finansowa	2,5	0,8	-1,2	-5,3	-12,0	-15,8
Podatek dochodowy	-3,6	-4,7	-7,4	-10,3	-15,0	-15,2
Zysk netto	14,6	18,9	33,0	44,1	64,1	64,6
P/E	16,8	13,0	9,3	7,0	4,8	4,8
EV/EBIDTA	17,1	11,5	8,8	7,0	6,6	6,4

Bilans

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	202,6	213,1	391,7	450,8	661,3	710,6
Majątek trwały	104,4	148,9	278,0	397,1	597,4	638,9
WNiP	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy	2,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Rzeczowe aktywa trwałe	42,2	92,6	35,7	35,0	34,7	34,4
Nieruchomości inwestycyjne	55,3	40,9	221,7	341,3	541,9	583,6
Pozostałe	4,5	12,3	17,4	17,6	17,6	17,6
Majątek obrotowy	98,3	64,2	113,7	53,7	63,9	71,7
Zapasy	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Należności	60,0	18,6	84,3	33,9	38,1	46,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	20,4	16,5	9,4	8,6	8,6	8,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14,3	28,9	19,6	10,7	16,8	16,3
Inne	3,5	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4
(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	202,6	213,1	391,7	450,8	661,3	710,6
Kapitał własny	142,5	160,9	235,9	252,4	270,2	301,2
Kapitał mniejszości	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NAV*	143,0	161,8	252,6	301,9	376,8	449,4
NAV korygowane**	175,0	193,8	284,6	336,4	414,1	489,6
Rezerwy na zobowiązania	5,7	6,4	10,3	7,1	7,1	7,1
Zobowiązania długoterminowe	0,2	7,2	91,9	148,5	337,4	349,5
Pożyczki i kredyty	0,0	7,0	80,1	136,8	325,7	337,8
Inne	0,2	0,2	11,8	11,7	11,7	11,7
Zobowiązania krótkoterminowe	53,6	38,6	53,7	42,8	46,6	52,7
Pożyczki i kredyty	0,0	0,0	17,5	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania wobec dostawców	46,7	29,7	35,9	41,8	45,6	51,7
Inne	6,9	8,9	0,2	0,6	0,6	0,6
Dług	0,0	7,0	97,6	137,2	326,1	338,3
Dług netto	-17,8	-21,9	78,0	126,5	309,4	322,0
(Dług netto / Kapitał własny)	-12,5%	-13,6%	33,1%	50,1%	114,5%	106,9%
(Dług netto / EBITDA)	-1,0	-0,9	2,8	4,3	8,4	5,7
BVPS	17,8	20,1	23,6	25,3	27,0	30,1

* kapitały własne powiększone o zysk z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych bez uwzględnienia działalności budowlanej; ** z uwzględnieniem działalności budowlanej



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	5,6	65,5	3,1	29,9	32,1	47,4
Zysk netto	15,0	18,6	20,2	17,6	17,8	31,0
Amortyzacja	1,4	1,9	2,2	2,7	2,7	2,6
Kapitał obrotowy	7,2	35,9	-58,2	56,2	-0,3	-2,1
Pozostałe	-18,1	9,0	38,9	-46,5	12,0	15,8
Przepływy inwestycyjne	-55,0	-47,0	-100,9	-126,6	-203,0	-44,1
CAPEX	-50,4	-42,7	-98,9	-126,3	-203,0	-44,1
Inwestycje kapitałowe	-5,6	-5,4	-2,4	-0,2	0,0	0,0
Pozostałe	1,0	1,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	0,7	-3,8	88,5	87,8	176,9	-3,7
Emisja akcji	0,0	-0,1	-0,1	54,9	0,0	0,0
Dług	1,1	-3,2	90,9	38,2	188,9	12,2
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,4	-0,6	-2,3	-5,3	-12,0	-15,8
Zmiana stanu środków pieniężnych	-48,7	14,7	-9,3	-8,9	6,0	-0,4
Środki pieniężne na koniec okresu	14,3	28,9	19,6	10,7	16,8	16,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-32,4	8,4	-137,1	-50,1	-182,9	-12,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	35,1%	27,1%	67,5%	74,6%	106,7%	19,1%

Wskaźniki rynkowe

	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	16,4	13,2	15,2	17,5	17,3	9,9
P/CE	15,0	12,0	13,7	15,2	15,0	9,1
P/BV	2,2	1,9	1,3	1,2	1,1	1,0
P/NAV*	2,1	1,9	1,2	1,0	0,8	0,7
P/NAV korygowane**	1,8	1,6	1,1	0,9	0,7	0,6
P/S	2,14	1,95	2,10	1,82	1,62	1,33
FCF/EV	-11,0%	2,9%	-35,6%	-11,6%	-29,7%	-2,0%
EV/EBITDA	16,6	11,7	13,8	14,6	16,8	11,1
EV/EBIT	18,1	12,7	15,0	16,1	18,2	11,6
EV/S	2,0	1,8	2,6	2,6	3,2	2,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	30,8					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	8,0	8,0	10,0	10,0	10,0	10,0
MC (mln PLN)	246,1	245,9	307,3	307,3	307,3	307,3
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	293,7	285,3	385,3	433,8	616,7	629,2

* kapitały własne powiększone o zysk z rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych bez uwzględnienia działalności budowlanej; ** z uwzględnieniem działalności budowlanej



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybała tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybała@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku był oferującym akcje emitenta.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla emitenta.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące PA Nova

Rekomendacja	Kupuj
data wydania	2011-01-07
kurs z dnia rekomendacji	30,89
WIG w dniu rekomendacji	47075,74