

Nowa polityka dywidendowa.

Podtrzymujemy rekomendację Trzymaj dla akcji ATAL z ceną docelową na poziomie 42,1 PLN. Dzięki zmianie polityki dywidendowej wycena rynkowa akcji zamknęła lukę w stosunku do porównywalnych spółek. ATAL jest dobrze przygotowany do kontynuacji obecnej koniunktury na rynku mieszkaniowym. Główne ryzyka, jakie widzimy, związane są z rynkiem deweloperskim - w dłuższym terminie z sytuacją makro, a w krótszym okresie z poziomem popytu na mieszkania w relacji do obecnych wysokich oczekiwań. Pewnego rodzaju ograniczeniem dla wyceny rynkowej Spółki może być także potencjalna emisja akcji.

ATAL od początku 2017 r. przyspieszył zakupy działek. Oczekujemy, że wydatki na ten cel w 2017 r. znacznie przekroczą 93 mln PLN wydatkowane w 2016 r. Spółka kontynuuje ekspansję w Gdańsku i Poznaniu. Kupiona została także działka w Warszawie przy ul. Grochowskiej. W naszej opinii obecny bank ziemi pozwala na osiągnięcie zakładanego poziomu sprzedaży 2700-2900 mieszkań przez następne 3 lata. Na wprowadzanych inwestycjach oczekujemy średniej marży brutto na poziomach zbliżonych do osiągniętej w 1Q17.

Wyniki finansowe ATAL-a w ciągu najbliższych dwóch lat 2017/18 będą determinowane przez potencjał przekazania, który wynosi łącznie 5087 mieszkań. Wg prognoz Spółki przekazania w 2017 wyniosą 2500-2700 lokali, a zysk netto ma wynieść 175-190 mln PLN. Oznacza to, że w 2018 zyski mogą być na zbliżonym poziomie. Wg naszych założeń w bieżącym i przyszłym roku Spółka może wprowadzić do sprzedaży po ok. 2900-3000 mieszkań rocznie, co oznacza że zyski w 2019 r. i 2020 r. mogą być nawet wyższe. Ryzykiem dla tempa wprowadzania nowych projektów są przedłużające się procedury administracyjne widoczne zwłaszcza na rynku warszawskim.

ATAL zmienił politykę dywidendową i podniósł poziom wypłaty z 40-50% zysku netto do 70-100%, co pozwoliło zmniejszyć lukę wycenową w stosunku do głównych konkurentów, którzy oferowali wyższą stopę zwrotu z dywidendy. Obecnie spółka wyceniana jest na poziomie P/E 8,7 i P/BV 2,2 uśrednionych za lata 2017-2019 zgodnie z wyceną grupy porównawczej.

Główne ryzyka dla wyceny związane są z rynkiem deweloperskim. W dłuższej perspektywie z sytuacją makro, a w krótszym okresie z poziomem popytu na mieszkania w relacji do obecnych wysokich oczekiwań. Pewnego rodzaju ograniczeniem dla wyceny rynkowej Spółki może być także potencjalna emisja akcji.

mln PLN	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	227	507	902	910	963
Zysk brutto na sprzedaży	63	137	252	252	271
EBIT	41	115	229	229	246
Zysk (strata) netto	47	93	178	178	191
P/E	17,7	10,2	8,9	8,9	8,3
P/BV	1,4	1,4	2,0	1,9	1,9
Stopa dywidendy	0,00	1,50	3,97	8,91	11,12
Marża brutto	27,68	27,00	27,95	27,73	28,14
EPS	1,22	2,41	4,60	4,60	4,94
DPS	0,00	0,61	1,62	3,63	4,53
FCF	-	-	187	186	201

Informacje	
Kurs akcji (PLN)	40,75
Upside	3%
Liczba akcji (mn)	38,71
Kapitalizacja (mln PLN)	1 577,60
Free float	12%
Free float (mln PLN)	182,84
Free float (mln USD)	49,09
EV (mln PLN)	1 476,95
Dług netto (mln PLN)	-100,65

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	1,5%
Odciecie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Juroszek Investments	83,21
TFI Altus	5,20
OFE Aviva	2,65
OFE NN	2,58

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa
Trzymaj	14/10/16 28,00
Kupuj	23/02/16 23,30

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	-4,5%	11,8%
3 miesiące	1,9%	27,9%
6 miesięcy	23,3%	45,0%
12 miesięcy	26,9%	73,3%
Min 52 tyg. PLN		22,90
Max 52 tyg. PLN		40,80
Średni dzienny obrót mln PLN		0,31

Analityk	
Stanisław Ozga, CFA	
+48 22 521 79 13	
stanislaw.ozga@pkobp.pl	

Adres:	
Dom Maklerski PKO Banku Polskiego	
ul. Puławska 15	
02-515 Warszawa	

Wycena

Podstawą wyceny jest model DCF. Prognozujemy parametry modelu do roku 2023. Druga faza (TV) obejmuje okres po roku 2023. Dodatkowo publikujemy wycenę porównawczą ATAL S.A. na tle spółek z sektora.

Głównym czynnikiem ryzyka dla Spółki pozostaje obecnie trwałość bardzo dobrej koniunktury na rynku mieszkaniowym, która utrzymuje się już od ok. 4 lat. Główne czynniki wspierające popyt jak bardzo dobra sytuacja na rynku pracy i niskie stopy procentowe są nadal obecne i wg prognoz PKO BP powinny występować także w ciągu kilku najbliższych kwartałów. Pewne ryzyko widzimy w rosnących kosztach działek oraz w mniejszym stopniu kosztów wykonawstwa, które przekładają się na ceny mieszkań i mogą spowolnić popyt. Wyczerpuje się rządowy program wsparcia MDM i do wykorzystania została tylko połowa puli za 2018 r. (ok. 360 mln PLN) możliwa do uruchomienia w 2018 r. Ryzykiem dla rynku jest także wysoki poziom inwestycyjnych zakupów mieszkań, który wg informacji deweloperów przekracza obecnie 30% sprzedaży. Ryzyko widzimy także w przypadku wzrostu skali programu mieszkanie+ do zakładanego poziomu kilkudziesięciu tysięcy lokali rocznie. Główne ryzyka jakie widzimy dla wyceny związane są z rynkiem deweloperskim, w dłuższym terminie z sytuacją makro, która wpływa na założenia dotyczące długoterminowego poziomu sprzedaży mieszkań oraz osiągniętej marży. 2016 r. był rekordowy pod względem sprzedaży mieszkań przez deweloperów. Na sześciu głównych rynkach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) sprzedano wg danych REAS blisko 62 tys. mieszkań wobec 23 tys. w 2009 r. W krótszym okresie ryzyka związane są z poziomem popytu na mieszkania w relacji do obecnych wysokich oczekiwań rozbudzonych przez bardzo wysoką sprzedaż mieszkań w I kwartale br. Pewnego rodzaju ograniczeniem dla wzrostu wyceny rynkowej Spółki może być także potencjalna emisja akcji.

Model DCF								
mln PLN	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
EBIT	228,8	228,6	246,4	253,5	175,2	171,0	170,1	98,2
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	185,4	185,1	199,6	205,4	141,9	138,5	137,8	79,5
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zmiany w kapitale obrotowym	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	186,7	186,5	200,9	206,7	143,3	139,9	139,1	80,9
WACC	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Współczynnik dyskonta	1,07	1,16	1,24	1,34	1,44	1,55	1,67	1,80
DFCF	173,7	161,4	161,8	154,6	99,5	90,2	83,3	45,0
Wzrost w fazie II	2,0%							
Suma DFCF - Faza I	924,4							
Suma DFCF - Faza II	808,6							
Wartość Firmy (EV)	1 733,0							
Dług netto	278,7							
Aktywa poza operacyjne	0,0							
Zobowiązania wobec pracowników	0,0							
Wartość godziwa	1 454,3							
Liczba akcji (mln szt.)	38,7							
Wartość godziwa na akcję na 31 grudnia 2016	37,6							
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)	42,1							
Cena bieżąca	40,8							
Dywidenda	0,00							
Oczekiwana stopa zwrotu	3,4%							

Źródło: prognozy DM PKO BP



WACC								
	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Koszt długu	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Waga kapitału własnego	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Waga długu	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%

Źródło: prognozy DM PKO BP

Sprzedaż mieszkań								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Łódź	129	130	139	199	218	273	270	302
Warszawa	64	97	143	273	554	821	753	609
Wrocław	194	233	315	435	500	435	345	262
Kraków	329	772	453	645	809	821	826	545
Katowice	68	69	43	138	286	168	154	82
Gdańsk					11	220	265	768
Poznań					58	30	60	25
Suma	784	1 301	1 093	1 690	2 436	2 768	2 673	2 593
Rozpoznanie mieszkań w wynikach								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Łódź					169	276	221	318
Warszawa					229	629	727	761
Wrocław					243	494	480	142
Kraków					559	831	818	826
Katowice					204	248	50	162
Gdańsk							150	348
Poznań							80	50
Suma	392	592	1 655	628	1 404	2 478	2 526	2 607
Osiągane marże brutto na sprzedaży (rozpoznawane)								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Łódź						23%	27%	24%
Warszawa						28%	27%	28%
Wrocław						27%	26%	25%
Kraków						29%	29%	29%
Katowice						25%	26%	26%
Gdańsk							33%	33%
Poznań							23%	23%
Marża brutto na sprzedaży	27,2%	22,4%	32,3%	27,7%	27,0%	28,0%	27,7%	28,1%

Źródło: szacunki DM PKO BP



Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Kapitalizacja mln PLN	2016	P/E		P/BV	stopa dywidendy 2017	Dług netto/Kapitał własny
			2017P	2018P			
POLNORD SA	302,41	46,25	15,81	14,02	0,43		0,49
ROBYG SA	876,10	9,12	9,41	5,64	1,56	7,9%	0,56
RONSON EUROPE NV	280,46	8,26	18,00	14,49	0,78	5,5%	0,44
LC CORP SA	917,49	6,95	6,77	4,88	0,66	3,4%	0,61
JW CONSTRUCTION HOLDING	406,09	13,06	6,62	5,51	0,62		0,40
ATAL SA	1 577,62	17,49	8,98	8,99	2,29	4,1%	0,33
DOM DEVELOPMENT SA	1 890,00	15,06	10,57	8,82	2,03	6,6%	(0,06)
średnia		18,62	10,40	8,91	1,20	5,5%	0,39
<i>Źródło: Bloomberg, DM PKO BP</i>							
ATAL	1 577,62	17,65	8,98	8,99	2,29	4,1%	0,39
premia/dyskonto do średniej			-6%			65%	
wycena po uwzgl. premii/dyskonta			43,23			14,1	
wagi			75%			25%	
wycena porównawcza (PLN)			35,9				
<i>Źródło: Bloomberg, DM PKO BP</i>							

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przychody netto ze sprzedaży	174	234	577	227	507	902	910	963	1 015
Koszt własny sprzedaży	-126,6	-181,7	-390,6	-164,1	-370,0	-649,7	-657,9	-692,1	-736,7
Zysk brutto ze sprzedaży	47,3	52,6	186,2	62,8	136,9	252,1	252,5	271,0	278,8
Zysk z działalności operacyjnej	38,4	41,9	167,0	40,8	114,8	228,8	228,6	246,4	253,5
Zysk przed opodatkowaniem	37,4	37,9	164,0	36,6	109,0	219,9	219,7	236,0	245,1
Zysk (strata) netto	29,9	34,4	136,5	47,4	93,1	178,2	177,9	191,1	198,5
Skorygowany zysk (strata) netto	29,8	33,3	134,6	47,3	89,4	175,7	175,4	187,7	195,1
Bilans	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Aktywa Trwałe	156	155	155	170	168	169	171	172	174
Wartości niematerialne i prawne	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Rzeczowe aktywa trwałe	6	6	7	8	7	7	7	7	7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6	77	74	130	187	452	335	330	282
Pozostałe aktywa długoterminowe	1	0	0	16	14	14	14	15	15
Aktywa Obrotowe	417	606	632	1 040	1 346	1 697	1 651	1 600	1 486
Zapasy	402	518	541	882	1 132	1 218	1 288	1 240	1 174
Należności	9	11	17	28	26	27	28	29	30
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	6	77	74	130	187	452	335	330	282
Aktywa razem	573	761	787	1 210	1 514	1 866	1 822	1 772	1 661
Kapitał Własny	267	297	429	612	676	785	815	823	850
Zobowiązania długoterminowe	115	150	168	155	322	431	413	400	386
Kredyty i pożyczki	84	95	88	66	80	180	168	153	138
Zobowiązania krótkoterminowe	191	314	190	443	516	650	594	549	425
Kredyty i pożyczki	84	95	88	66	80	180	168	153	138
Zobowiązania handlowe i pozostałe	17	20	23	34	52	52	15	15	15
Pasywa razem	573	761	787	1 210	1 514	1 866	1 822	1 772	1 661
Rachunek Przepływów Pieniężnych	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	-53,4	63,4	0,6	-153,7	-40,0	-77,7	230,3	38,9	190,2
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	-0,6	0,8	3,0	1,0	0,2	0,1	0,8	0,9	0,0
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	28,6	6,9	-6,6	208,5	91,7	135,4	33,2	-156,8	-194,6
Wskaźniki	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
ROE	11,9%	12,2%	37,6%	9,1%	14,5%	24,4%	22,2%	23,3%	23,7%
ROA	5,2%	4,5%	17,3%	3,9%	6,2%	9,5%	9,8%	10,8%	12,0%
P/BV	-	-	-	1,4	1,4	2,0	1,9	1,9	1,9
Dług netto	197,9	115,4	100,6	107,6	65,3	-100,6	-0,5	-16,1	17,8
Dług netto/EBITDA	5,0	2,7	0,6	2,6	0,6	-0,4	0,0	-0,1	0,1

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedeccus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedeccus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluza	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów, wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajeniu w okresie siedmiu następujących dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyla się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje. Analitycy sporządzający rekomendacje otrzymują wynagrodzenie zmienne, zależne pośrednio od wyników finansowych DM PKO BP, które mogą zależeć m.in. od wyniku osiągniętego przez DM PKO BP w zakresie świadczonych usług maklerskich.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego”, jak również umową o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modelu zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPUJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 12 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	24 (35%)
Trzymaj	36 (53%)
Sprzedaj	8 (12%)

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
ATAL	.

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Nie można wykluczyć, że DM PKO Banku Polskiego lub PKO Bank Polski lub osoby zaangażowane w przygotowywanie raportu mogą mieć długą lub krótką pozycję netto w akcjach Emitenta lub w innych instrumentach finansowych, których wartość jest związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta w wysokości co najmniej 0,5% kapitału zakładowego Emitenta.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : ATAL.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia



Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

W DM PKO BP obowiązują regulacje wewnętrzne służące zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne oraz ograniczenia w zakresie przepływu informacji uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM PKO BP, w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji, w szczególności wdrożona została tzn. polityka „chińskich murów”. Wewnętrzna struktura organizacyjna DM PKO BP zapewnia rozdzielanie wykonywania poszczególnych rodzajów działalności maklerskiej.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania.

Data i godzina podana na pierwszej stronie raportu jest datą i godziną zakończenia sporządzenia rekomendacji.

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia rekomendacji jest tożsama z datą i godziną przekazania rekomendacji w formie elektronicznej klientom.

Ileokroć w treści rekomendacji podaje się cenę instrumentu finansowego należy przyjąć, że jest to cena z [DATA] z godziny zamknięcia notowań.

Wykaz wszystkich rekomendacji sporządzonych przez DM PKO BP w okresie ostatnich 12 miesięcy zamieszczony jest w treści przekazywanego klientom materiału zatytułowanego „Dziennik”.