



## Ekspansja z Krakowa

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Spółki Atal od rekomendacji Kupuj z ceną docelową na poziomie 23,30 PLN. Atal jest jednym z największych deweloperów mieszkaniowych w Polsce. Szybki rozwój spółki nastąpił w okresie poprawy koniunktury na rynku. W 2014 r. Spółka osiągnęła najwyższy zysk operacyjny w segmencie. Ze względu na lukę podażową zyski spadną znacząco w bieżącym roku i wzrosną skokowo ponownie w kolejnych latach. Oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w ciągu 12 miesięcy wynosi 17%.

Atal jest jednym z największych mieszkaniowych deweloperów giełdowych, który działa na rynkach krakowskim, wrocławskim, warszawskim, łódzkim, katowickim. W latach 2014-15 Spółka sprzedała odpowiednio 1093 i 1690 mieszkań. Dzięki zwiększeniu skali działania Spółka bardzo dobrze wykorzystała poprawę koniunktury i zwiększyła sprzedaż z 400-500 mieszkań rocznie w latach 2009-2011 do 1300 mieszkań w roku 2013. Wzrost sprzedaży ze względu na niskie koszty przełożył się na rekordowe zyski w 2014 roku. Ze względu na lukę podażową wg naszych oczekiwań zyski istotnie spadną w 2015r., ale powinny ponownie wzrosnąć w kolejnych latach. Strategia Spółki zakłada sprzedaż na poziomie 1500-1800 do roku 2018 oraz 2000-2500 w latach 2019-2020. Obecnie w ofercie Spółki znajduje się ponad 2500 lokali w ponad 30 inwestycjach.

**Tematem inwestycyjnym dla Spółki w naszej opinii jest skokowa poprawa wyników finansowych w kolejnych latach,** która nastąpi ze względu na wzrost liczby rozpoznanych mieszkań z ok 690 w 2015 r. do ok. 1500 i 2000 w latach 2016/2017.

Przełożenie zysków na wycenę spółek deweloperskich notowanych z premią do wartości księgowej jest w naszej opinii obecnie ze względu na niepewność co do koniunktury zależne także od wielkości dywidendy wypłacanej akcjonariuszom. **Polityka dywidendowa zakłada obecnie, że do inwestorów przekazywane będzie 40-50% zysku skonsolidowanego.**

**Główne ryzyka** dla Spółki związane są z koniunkturą na rynku mieszkaniowym, która mierzona sprzedażą mieszkań przez deweloperów znalazła się na rekordowym poziomie.

Główne czynniki wspierające sprzedaż jak mocny rynek pracy, niskie stopy procentowe i program wsparcia MdM są wciąż obecne, ale pojawiły się wzrost kosztów kredytów hipotecznych oraz większe wymagania odnośnie wkładu własnego.

mln PLN	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody	234	577	255	553	721
Zysk brutto na sprzedaży	53	186	72	155	202
EBIT	42	167	50	128	171
Zysk (strata) netto	34	137	36	94	127
P/E	-	-	22,2	8,5	6,3
P/BV	-	-	1,3	1,2	1,1
Stopa dywidendy	0,00	0,00	0,00	3,24	5,85
Marża brutto	22,45	32,28	28,36	28,02	27,94
EPS	1,07	4,24	0,93	2,42	3,27
DPS	0,00	0,00	0,00	0,66	1,20
FCF	-	-	-	-	-20

P - Prognozy DM PKO BP  
mln PLN

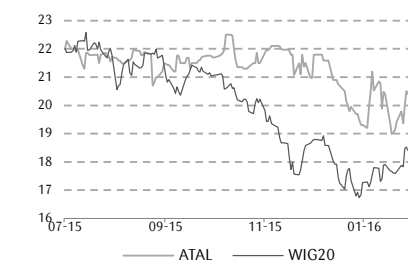
Informacje	
Kurs akcji (PLN)	20,50
Upside	14%
Liczba akcji (mn)	38 714,00
Kapitalizacja (mln PLN)	793 637,00
Free float	17%
Free float (mln PLN)	133 251,65
Free float (mln USD)	33 675,36
EV (mln PLN)	902,23
Dług netto (mln PLN)	108,59

Dywidenda	
Stopa dywidendy (%)	0,0%
Odcięcie dywidendy	-

Akcjonariusze	% Akcji
Juroszek Investments	83,21
Aviva OFE	2,65
NN OFE	2,58
Norges Bank	1,47

Poprzednie rekom.	Data i cena docelowa

### Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	7,7%	6,2%
3 miesiące	-8,0%	-4,7%
6 miesięcy	-14,7%	-5,6%
12 miesięcy	-20,8%	-
Min 52 tyg. PLN	-	-
Max 52 tyg. PLN	-	-
Średni dzienny obrót mln PLN		0,08

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	

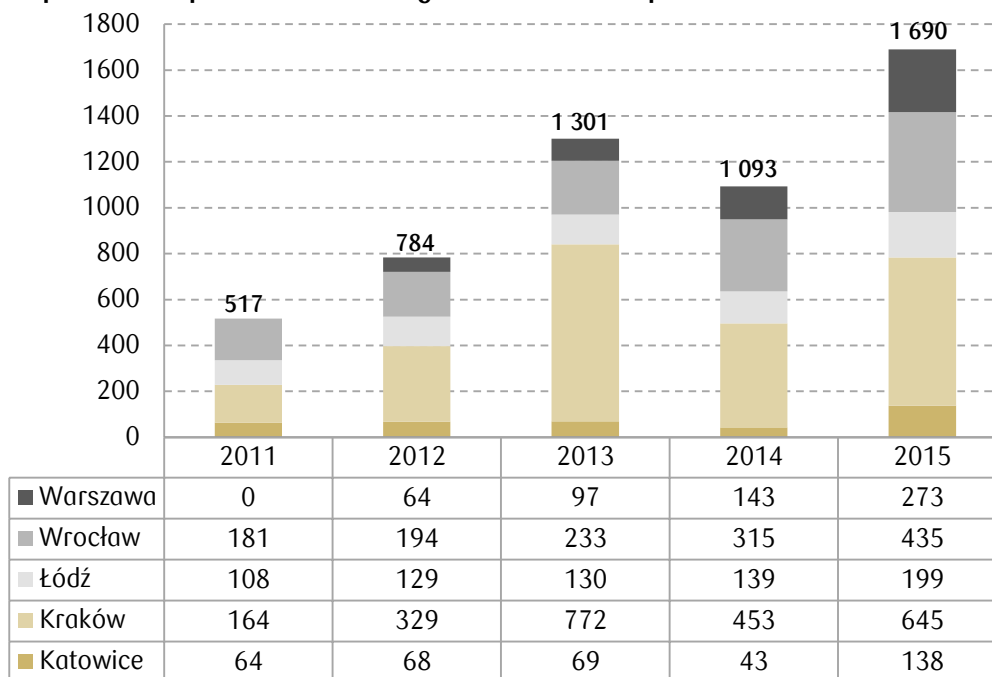
### Opis działalności

Przedsiębiorstwo ATAL rozpoczęło realizację projektów deweloperskich na rynku mieszkaniowym od 2003 r. Spółka działała historycznie na rynkach wrocławskim, katowickim, krakowskim i łódzkim, a od 2012 r. rozpoczęła inwestycje mieszkaniowe także w Warszawie. Przyspieszenie tempa działalności w segmencie deweloperskim nastąpiło w latach 2009 -2011, a sprzedaż wzrosła w tym okresie do poziomu ok. 400-500 mieszkań rocznie. Jednak prawdziwym przełomem w skali działalności był rok 2012, kiedy uruchomione zostały duże projekty w Krakowie na atrakcyjnie kupionych działkach w 2011 i 2012 r. Uruchomienie nowych projektów przyczyniło się do dużego wzrostu sprzedaży (784 mieszkania) w 2012 r. Po raz pierwszy sprzedaż przekroczyła 1000 mieszkań (wyniosła 1301) w 2013 r., gdy zwiększona oferta spotkała się z istotną poprawą koniunktury na rynku mieszkaniowym. Bezpośrednim następstwem dużego wzrostu wolumenów był kilkukrotny wzrost zysku operacyjnego uzyskanego z księgowania przekazywanych projektów, który nastąpił w 2014 r. kiedy skumulowały się przekazania. Zysk operacyjny, który wyniósł 167 mln PLN, był także najwyższy dla deweloperów mieszkaniowych notowanych na GPW.

Historycznie ATAL aktywny był także na rynku najmu powierzchni komercyjnej i działalność ta kontynuowana jest również obecnie. Spółka posiada budynki magazynowo-biurowe o łącznym GLA 27,7 tys m<sup>2</sup>. W 2014 r. przychody z tej działalności wyniosły 9,5 mln PLN, a zysk operacyjny 5,4 mln PLN. Obecnie marginalne znaczenie dla Spółki ma sprzedaż tkanin. Przychody w tym segmencie w 2014 r. wyniosły 2,3 mln PLN, a strata operacyjna 0,6 mln PLN.

Spółka nadal pozostaje firmą rodzinną, bezpośrednio zarządzaną przez właścicieli. Pozwala to na szybkie podejmowanie decyzji inwestycyjnych co również przyczyniło się do sukcesu Spółki w ciągu ostatnich 3 lat. Po przeprowadzonym w 2015 r. IPO posiadaczem 83% pakietu akcji jest poprzez Juroszek Investment sp.z.o.o Pan Zbigniew Juroszek. Atal S.A. prowadzi działalność w formie holdingowej. W ramach grupy świadczone są usługi budowlane i generalnego wykonawstwa.

### Sprzedaż na podstawie zawartych umów deweloperskich - liczba mieszkań



Źródło: Spółka

### Segment deweloperski

ATAL historycznie zrealizował swoją pierwszą inwestycję na rynku wrocławskim, jednak biorąc pod uwagę ilość sprzedawanych mieszkań w ciągu ostatnich lat Spółka najmocniej związana jest z rynkiem krakowskim. W projektach tam zlokalizowanych wygenerowana została także zdecydowanie największa część zysku brutto osiągniętego w latach 2009-2015. Dobre rozpoznanie rynku krakowskiego jest jednym z atutów Spółki. Rynek ten jest obecnie drugim co do wielkości w Polsce (w 2014 r. sprzedano tam 8,6 tys. mieszkań wobec 17 tys. mieszkań w Warszawie), oraz jest uważany za wymagający ze względu na m.in.: trudniejszy i dłuższy w opinii deweloperów czas procedowania postępowań administracyjnych.

ATAL prowadzi inwestycje mieszkaniowe również w Katowicach, we Wrocławiu i Łodzi, a od roku 2012 firma weszła także na rynek warszawski. W kolejnych latach Warszawa ma stać się obok Krakowa jednym z filarów sprzedaży. W 2015r. Spółka po raz pierwszy dokonała także zakupów gruntu w Gdańsku i Poznaniu.

Grupa ATAL w swojej działalności wypracowała model biznesowy, w którym Spółka samodzielnie prowadzi proces inwestycyjny i korzysta z usług generalnych wykonawców, którymi są spółki z grupy. Wpływa to na wyższe marże, a także na dużą elastyczność rozpoczynania nowych projektów. Atal prowadzi poszczególne inwestycje bez tworzenia spółek celowych. Wyjątkiem była inwestycja Wille Murano, prowadzona przez jedną ze spółek z Grupy. Zaletami takiego modelu są niższe koszty funkcjonowania, lepsze wykorzystanie zasobów oraz większa swoboda finansowania poszczególnych projektów.

W przypadku ATALA popularność zdobył także program wykańczania mieszkań ATAL Design. Klient ma możliwość wyboru wykończenia mieszkania (malowanie, podłogi w pomieszczeniach i kompletnie wyposażona łazienka) w trzech standardach (pakiety Standard, Standard Plus, VIP) za atrakcyjną cenę, która wynosi dla poszczególnych pakietów odpowiednio 350 PLN/m<sup>2</sup>, 450 PLN/m<sup>2</sup> i 550 PLN/m<sup>2</sup> PUM). Oprócz ceny istotną zaletą dla klienta, jest także fakt, że koszt tej usługi jest bezpośrednio wliczany do ceny mieszkania, co umożliwia finansowanie jej w ramach kredytu mieszkaniowego. Program jest bardzo popularny zwłaszcza w inwestycjach o niższej cenie mieszkań. Udział mieszkań wykończonych w ramach programu do mieszkań sprzedanych wyniósł w 1-3Q 2015 r. 52%. Sprzedaż Spółki charakteryzuje się wysoką jakością. Wskaźnik rezygnacji w ciągu ostatnich dwóch lat był na poziomie poniżej 3%.

## Wykaz gotowych inwestycji, stan na 31.12.2015 r.

Nazwa inwestycji	PUM	Liczba lokali	L. sprzedanych	L. rozpoznanych
Osiedla Mieszkańskie I	420	306	295	295
Osiedla Mieszkańskie II	1,703	245	210	210
Zielona Etiuda	366	75	72	71
Apartamenty Agrestowa Aleja	780	160	148	143
Nowy Żabiniec Apartamenty	75	81	80	80
Nowe Polesie Apartamenty I	177	345	342	342
Bronowice Residence I	77	138	138	137
Lindego Park Bronowice	128	155	154	153
Bronowice Residence III A i B	150	299	299	296
Nowe Polesie Apartamenty II	715	141	131	128
Nowe Polesie Apartamenty III	187	149	148	146
Zielone Wojszyce	2,443	135	102	91
Citi Towers Czyżyny	581	378	373	367
ATAL Marina Apartamenty	249	181	178	176
Apartamenty Dyrekcja 33	5,825	222	149	116
Nowe Polesie Apartamenty 3B	11,590	223	84	18
Ville Murano II	659	32	29	29
Ville Murano IV	346	22	22	20
Nadwiślańska 11 Apartamenty	3,922	377	338	328
<b>razem</b>	<b>30,393</b>	<b>3,664</b>	<b>3,292</b>	<b>3,146</b>

Źródło: ATAL, szacunki DM PKO BP

## Wykaz realizowanych i planowanych inwestycji, stan na 31.12.2015 r.

Nazwa inwestycji	PUM	Liczba lokali	L. sprzedanych	L. rozpoznanych	Data rozp.	Data zakończenia
<b>Łódź</b>						
Chojny Park Etap I	10519	172	12	0	IVQ 2013	IVQ 2015
Chojny Park IIA	3772	62	0	0	IVQ 2014	IVQ 2016
Chojny Park II B	10279	174	0	0	IVQ 2014	IVQ 2016
Pomorska I	9500	186	0	0	IVQ 2015	IIIQ 2017
Pomorska II	16999	284	0	0	IVQ 2016	IIIQ 2018
Pomorska III	10520	209	0	0	IIIQ 2017	IIQ 2019
<b>razem</b>	<b>61,589</b>	<b>1,087</b>	<b>12</b>	<b>0</b>		
<b>Warszawa</b>						
Walewska 4 Residence	2336	43	39	0	IIIQ 2014	IVQ 2015
Nowe Bemowo	5818	97	57	0	IIQ 2014	IQ 2016
Oaza Wilanów I	5180	91	27	0	IVQ 2014	IIQ 2016
Oaza Wilanów II	10082	163	0	0	IVQ 2014	IIQ 2016
Oaza Wilanów III	12724	218	0	0	IIIQ 2015	IIQ 2017
Bartycka	6200	109	0	0	IIIQ 2016	IIQ 2018
Targówek I	6754	118	0	0	IIIQ 2015	IIQ 2017
Targówek II	7137	120	0	0	IQ 2016	IVQ 2017
Targówek III	25840	445	0	0	IQ 2017	IVQ 2018
Targówek IV	4189	70	0	0	IIIQ 2017	IIQ 2019
Atal Marina II	12324	244	0	0	IIQ 2015	IVQ 2016
Atal Marina IV	9000	158	0	0	IVQ 2016	IIQ 2018
<b>razem</b>	<b>107,584</b>	<b>1,876</b>	<b>123</b>	<b>0</b>		

Źródło: ATAL, szacunki DM PKO BP



<b>Wrocław</b>					
Dmowskiego 19	10273	173	18	0	IVQ 2013
Stara Odra Residence I	6335	89	37	0	IIIQ 2013
Stara Odra Residence II	5282	94	9	0	IIIQ 2014
ATAL Towers I	8571	179	3	0	IVQ 2014
Atal Towers II	17524.94	304	0	0	IIQ 2015
Nowe Żerniki	5400	95	0	0	IQ 2016
Dmowskiego 19 II	6000	110	0	0	IQ 2016
Obornicka I	12514	220	0	0	IIIQ2016
Obornicka II	25345	450	0	0	IQ2017
<b>razem</b>	<b>71,900</b>	<b>1,264</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	

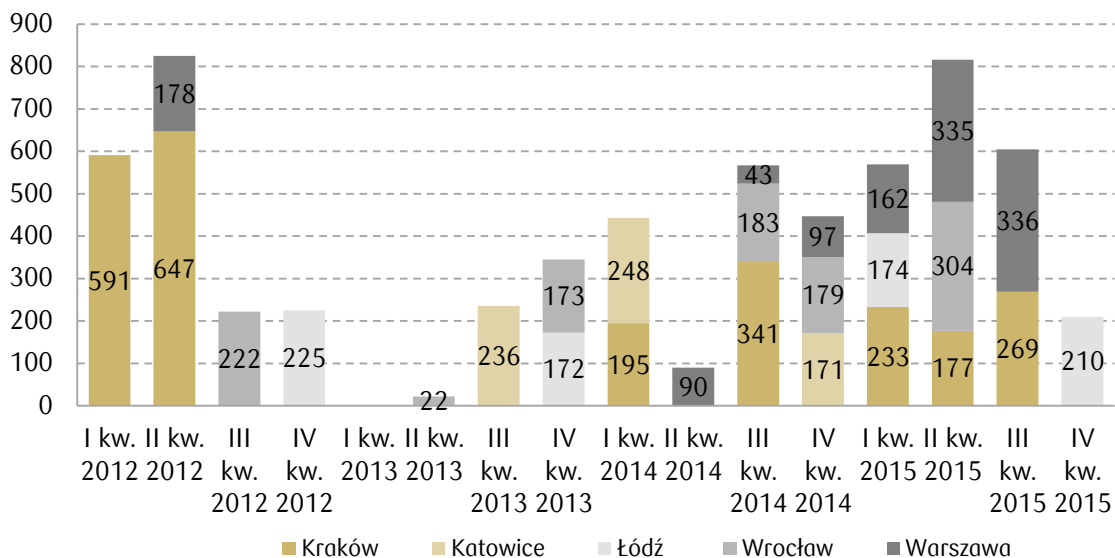
<b>Kraków</b>					
City Towers Czyżyny II	10500	181	84	0	IQ 2014
Bagry Park I	14177	222	37	0	IIIQ 2014
Bagry Park II	14240	233	0	0	IV 2014
Bagry Park III	4272	83	0	0	IIQ 2015
Bagry Park IV	7396.86	96	0	0	IIIQ 2015
Bagry Park V	2600	50	0	0	IQ 2016
Masarska I	6215	99	0	0	IIQ 2015
Masarska II	6850	120	0	0	IIIQ 2016
Bronowice Residence IV	7750	141	21	0	IIIQ 2014
Bronowice Residence IV B	1050	18	0	0	IIQ 2015
Bronowice Residence V	1200	20	0	0	IIQ 2015
Bronowice DOMY	1960	14	3	0	IIQ 2014
Armii Krajowej I	7380	120	0	0	IIQ 2016
Armii Krajowej II	5500	90	0	0	IVQ 2016
Armii Krajowej III	18500	310	0	0	IIQ 2017
Lazurowy Park Bronowice I	4905	78	0	0	IIQ 2015
Lazurowy Park Bronowice II	4117	70	0	0	IIIQ 2015
Podgórze I	13400	250	0	0	IQ 2016
Bajeczna I	10692	186	0	0	IQ 2016
Wielicka I	6056	100	0	0	IQ 2016
Wielicka II	9718	160	0	0	IIIQ 2016
Bajeczna II	8000	140	0	0	IIIQ 2016
Podgórze II	5410	100	0	0	IIQ 2016
Prądnicka	3000	50	0	0	IVQ 2016
<b>razem</b>	<b>174,889</b>	<b>2,931</b>	<b>145</b>	<b>0</b>	

<b>Katowice</b>					
Francuska Park I	14853	236	61	0	IIIQ 2013
Francuska Park II	15612	268	5	0	IQ 2014
Francuska Park III	11223	171	0	0	IQ 2014
Francuska Park IV	3090	52	0	0	IQ 2015
Francuska Park V	7000	123	0	0	IQ 2017
<b>razem</b>	<b>51,778</b>	<b>850</b>	<b>66</b>	<b>0</b>	

<b>Gdańsk</b>					
Długa Grobla	9700	160	0	0	IIIQ 2016
Hallera	12278	200	0	0	IIIQ 2016
<b>razem</b>	<b>21,978</b>	<b>360</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	

<b>Poznań</b>					
Malta	7221	120	0	0	IIIQ 2016
<b>razem</b>	<b>7,221</b>	<b>120</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	

Liczba mieszkań wprowadzonych do oferty w poszczególnych kwartałach



Źródło: Spółka

Zwiększenie skali działalności spółki ATAL na rynku mieszkaniowym nastąpiło w latach 2009 -2011, kiedy sprzedaż wzrosła do poziomu ok. 400-500 mieszkań rocznie. Jednak prawdziwym przełomem dla firmy był rok 2012 r., który przyniósł podwojenie wielkości sprzedaży. Wzrost kontraktacji był efektem bezpośrednio znacznego zwiększenia oferty mieszkań głównie na rynku krakowskim, a pośrednio intensyfikacji zakupów działek począwszy od 2011 r. Działki były kupowane w okresie słabszej koniunktury na rynku po atrakcyjnych cenach, w tym także od deweloperów, którzy nie byli w stanie zrealizować na nich własnych projektów. W 2012 r. do sprzedaży wprowadzono m.in. projekty w Krakowie na Bronowicach, w Czyżynach oraz przy ul. Nadwiślańskiej. Natomiast w Warszawie Spółka rozpoczęła realizację projektu ATAL Marina przy ul. Krzyżówki. Projekty w Krakowie realizowane były na gruncie zakupionym wg naszych szacunków po cenach od ok. 200 PLN – do ok. 800 PLN za m<sup>2</sup> PUM. Inwestycje te łącznie osiągnęły marże na sprzedaży w wysokości znacznie przekraczającej 30%. Projekty wprowadzane w 2012 r. były w dużym stopniu także bazą dla skokowego wzrostu sprzedaży mieszkań osiągniętego w 2013 r., kiedy na rynku mieszkaniowym w Polsce istotnie poprawiła się koniunktura oraz następnie najwyższych historycznie dla Spółki zysków zaksięgowanych w 2014 r. Zysk brutto na sprzedaży wzrósł z poziomu ok. 45 mln-55 mln PLN zaksięgowanego w latach 2011-2013 do ponad 186 mln osiągniętych w 2014 r. Natomiast sprzedaż mieszkań w 2014 r. spowolniła do 1093 lokali wobec 1301 lokali sprzedanych w 2013 r. Głównym powodem było wyczerpywanie się oferty, ponieważ w 2013 r. nie wprowadzono do sprzedaży projektów na największych rynkach: w Warszawie i Krakowie, a w 2014 r. projekty takie zostały w większości wprowadzone w drugiej połowie roku. Dzięki odbudowie oferty w Krakowie i Warszawie sprzedaż wzrosła ponownie do rekordowych poziomów w 2015 r. i wyniosła 1690 lokali. Ponowna odbudowa oferty, która nastąpiła w dużym stopniu w II połowie 2014 r. przełoży się także na słabsze wyniki w 2015 r. ze względu na mniejszą liczbę lokali do rozpoznania. Dodatkowo nie udało się przekazać kilku inwestycji, które zostały zakończone w IV kwartale ubiegłego roku. Dotyczy to projektów: Nowe Bemowo i Walewska Residence w Warszawie, Citi Towers Czyżyny w Krakowie, Dmowskiego 19 I we Wrocławiu, Chojny Park w Łodzi oraz Francuska w Katowicach. Wg naszych szacunków w inwestycjach tych pozostawało na koniec 2015 r. do przekazania ok. 530 lokali. Łącznie oczekujemy, że w 2015 r. uda się rozpoznać ok. 670 lokali wobec ok. 1650 lokali w rekordowym 2014 r.

Obecnie podstawę sprzedaży stanowią działki, o które ATAL uzupełniał bank ziemi od 2013/2014 r. Należą do nich w Krakowie: Bagry o łącznym planowanym PUM 41 tys. m<sup>2</sup> i Armii Krajowej na 30

tys. PUM. W Warszawie Spółka nabyła działkę na Wilanowie - Oaza Wilanów na 29,9 tys. m<sup>2</sup> PUM, w realizacji w trzech etapach od IV kw. 2014 r., dokupiono również działkę, na której mają powstają kolejne etapy inwestycji ATAL Marina o łącznej powierzchni 34,7 tys. m<sup>2</sup>. ATAL wygrał także przetarg na działkę na Targówku na terenie byłego PGR Bródno, o łącznym planowanym PUM 41 tys. m<sup>2</sup>. W Katowicach w ramach inwestycji Francuska Park skupiono działki o całkowitym planowanym PUM 52 tys. m<sup>2</sup>. W 2015 r. Spółka nadal uzupełniała zasoby gruntów. Do największych nabytych działek należały w Krakowie Zabłocie/Przemysłowa o szacownym PUM 23,5 m<sup>2</sup> oraz Wola Justowska o łącznym PUM 69 tys m<sup>2</sup>. Po raz pierwszy ATAL zakupił działki w Gdańsku i Poznaniu. Zwiększone zakupy ziemi umożliwiły wprowadzenie do sprzedaży w 2014 r. 12 projektów na 1520 mieszkań, a w 2015r. 15 projektów na ok. 2300 mieszkań i odbudowanie oferty znacznie zmniejszonej po rekordowej sprzedaży w 2014 roku. Na koniec 3Q 2015 r. w ofercie znajdowało się ok. 2500 mieszkań.

Łączne nakłady na bank ziemi wyniosły w 2015 r. 155 mln PLN co oznacza wzrost w stosunku do 2014 r., kiedy wyniosły 147,4 mln PLN wobec 66,2 mln PLN w roku 2013 i 42,1 mln PLN w roku 2012.

### Strategia Spółki

Strategia Spółki obejmuje sprzedaż mieszkań na poziomie 1500-1800 mieszkań w latach 2015-2017 oraz wzrost sprzedaży do 2000-2500 mieszkań w latach 2018-2020.

Strategia ta ma być realizowana w trzech głównych obszarach:

#### 1. Rynki:

- Utrzymanie pozycji wiodącego dewelopera na rynku krakowskim
- Budowa pozycji na rynku warszawskim,
- Zwiększenie udziału w rynku wrocławskim
- Utrzymanie pozycji na rynku katowickim i łódzkim
- Wejście na nowe rynki: trójmiejski i poznański

#### 2. Grunty

- Utrzymanie optymalnego zasobu ziemi poprzez nabycie dostatecznej liczby gruntów pod realizację projektów, co umożliwi utrzymanie i dalsze wzmocnienie pozycji na danym rynku. W kolejnych latach Spółka chce a zakupy ziemi przeznaczyć rocznie 100-120 mln PLN.
- Zarząd Grupy realizuje strategię w zakresie zakupu gruntów z zachowaniem właściwej proporcji ceny do jakości i gwarantujący dalszy rozwój działalności

#### 3. Produkty

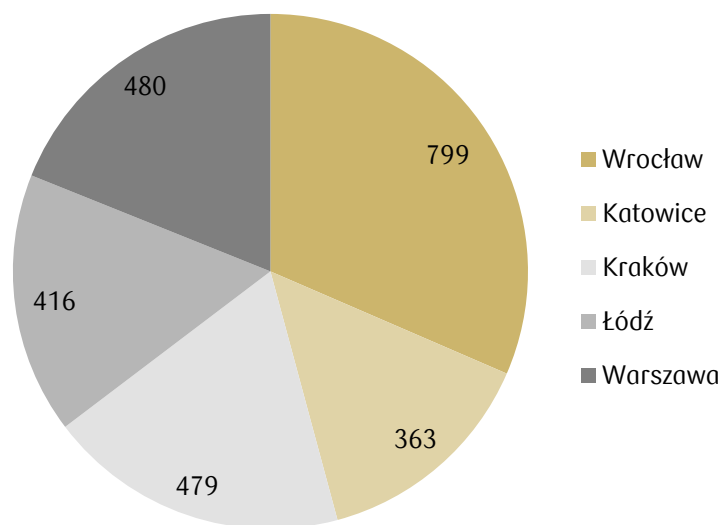
- Koncentracja na standardzie premium (ponad 86% dotychczasowego PUM) o najwyższej płynności na rynku. Standard premium definiowany jest jako projekty zlokalizowane w centrum miasta lub miejscach dobrze skomunikowanych z centrum. Zarówno projekty architektoniczne, sposób zagospodarowania jak i użyte materiały wykraczają poza segment podstawowy.
- Budowa dostępnych cenowo mieszkań, charakteryzujących się wysoką jakością i adresowanych do największego segmentu rynku.

### Bieżąca oferta mieszkań i bank ziemi

Na koniec 3Q 2015 r. Spółka prowadziła sprzedaż mieszkań z ponad 30 inwestycji z uwzględnieniem kolejnych etapów tych samych projektów, a liczba mieszkań w ofercie sprzedaży i budowie wynosiła 2538 mieszkań. Ze względu na podwyższony standard poszczególnych projektów w ramach bieżącej oferty do programu MDM kwalifikują się projekty w Łodzi: Chojny Park oraz Nowe Polesie IIIB (łącznie ok. 500 mieszkań).

Bank ziemi w projektach planowanych do uruchomienia wynosił na koniec 2015 r. ok. 307 tys. m<sup>2</sup> PUM (ok. 5400 mieszkań z czego ok. 900 mieszkań w Warszawie, ok. 3000 w Krakowie, ok. 500 w Łodzi, ok. 200 we Wrocławiu, 385 w Gdańsku, 120 w Poznaniu i ok. 175 w Katowicach). W 2015 r. Spółka wprowadziła do sprzedaży 15 projektów na 2316 mieszkań z czego 10 projektów na ponad 1200 mieszkań w Krakowie i 4 projekty na ponad 800 mieszkań w Warszawie. W 2016 r. planowane jest uruchomienie 21 projektów na ok. 2700 mieszkań, z czego 11 projektów na ok. 1200 mieszkań w Krakowie, trzech projektów na ok. 400 mieszkań w Warszawie i dwóch projektów na ok. 400 mieszkań w Gdańsku. Ponadto Spółka chce uruchomić 2 projekty we Wrocławiu, oraz po jednym projekcie w Łodzi i Poznaniu. W 2017 r. na posiadanym banku ziemi planowane jest rozpoczęcie co najmniej dwóch projektów w Warszawie na ok. 500 mieszkań i dwóch projektów w Krakowie na ok. 400 mieszkań.

**Liczba mieszkań w ofercie w poszczególnych miastach na 30.09.2015 r.**



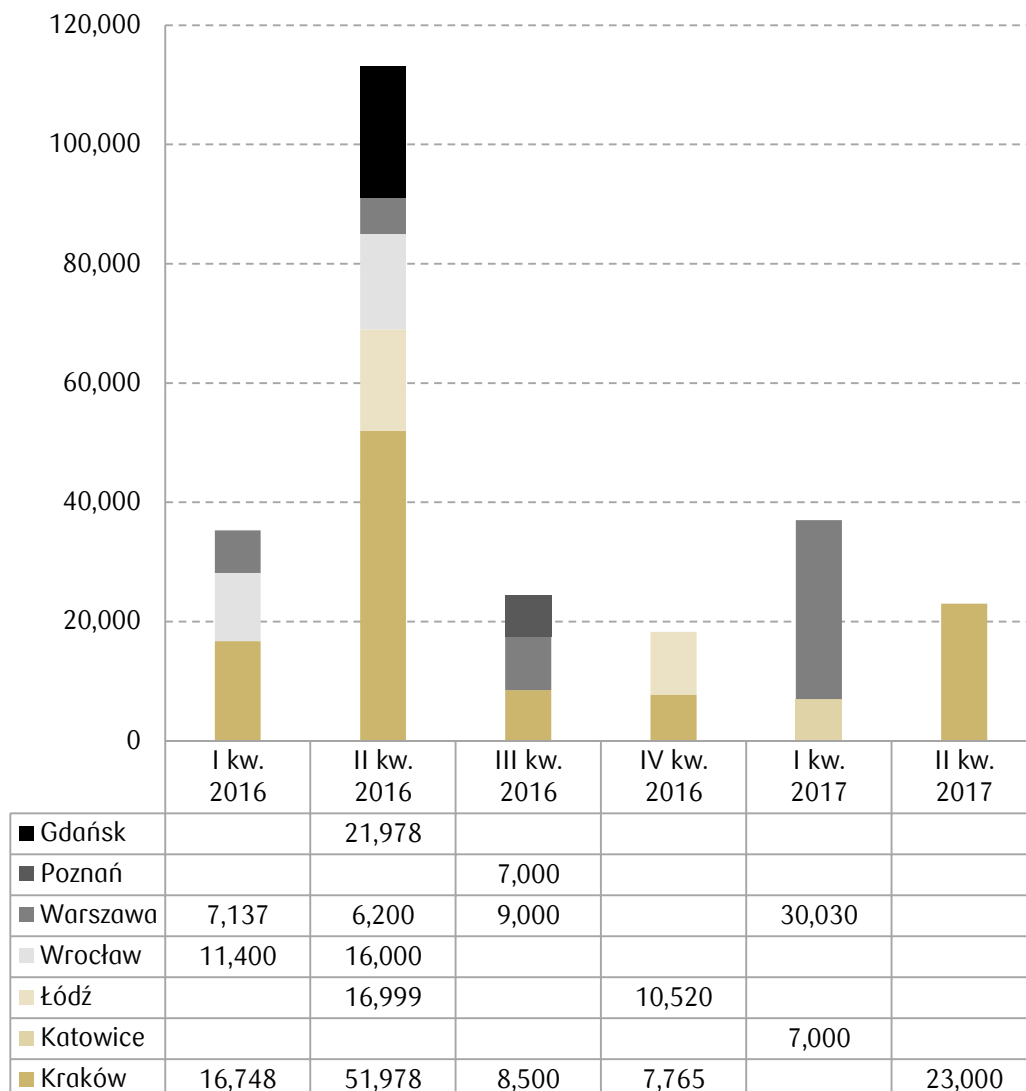
Źródło: Spółka

Spółka szacowała rentowność realizowanych i planowanych projektów w Katowicach na 26%-33%, Krakowie na 27-43%, Łodzi na 24-38%, Warszawie na 29-39% i Wrocławiu na 24-32%.

Obecna wielkość zapasów działek, wraz z bieżącą ofertą stanowi równowartość 4 letniej planowanej sprzedaży. W kolejnych latach Spółka planuje wydatki na zakupy nowych gruntów w przedziale 100 - 120 mln rocznie oraz utrzymanie banku ziemi na obecnym lub nieco niższym poziomie. Głównym zadaniem będzie odbudowanie banku ziemi w Warszawie.



### Planowana PUM projektów wprowadzonych do oferty w poszczególnych kwartałach [m<sup>2</sup>]



Źródło: Spółka

#### Możliwości rozpoznania wyników w kolejnych latach

Rekordowe wyniki Spółki w 2014 r. wynikają oprócz wysokiej rentowności projektów przede wszystkim z wielkości rozpoznanej powierzchni mieszkań. W 2014 r. rozpoznany PUM wyniósł ok. 88 tys. m<sup>2</sup> (ok. 1650 mieszkań). Pochodził on głównie z projektów, których budowa zakończyła się w 2014 r. Po III kwartałach 2015 r. rozpoznano w wynikach 29,5 tys. m<sup>2</sup>. W IV kwartale przekazywane miały zostać projekty o łącznym PUM ok. 55 tys. m<sup>2</sup>. Ze względu na oczekiwanie na decyzję o pozwolenie na użytkowanie nie udało się jednak przekazać tych inwestycji w 2015 r. i zostaną one rozpoznane w wynikach 2016 r. Dotyczy to projektów: Nowe Bemowo i Walewska Residence w Warszawie, Citi Towers Czyżyny Dmowskiego 19 I, Chojny Park w Łodzi oraz Fracuska w Katowicach. Wg naszych szacunków w inwestycjach tych pozostawało do przekazania ok. 530 lokali. Łącznie

oczekujemy, że w 2015 r. uda się rozpoznać ok. 670 lokali wobec ok. 1650 lokali w rekordowym 2014 r.

W ofercie znajduje się ok. 82,8 tys. m<sup>2</sup> PUM (1367 lokali) z terminem realizacji w 2016 r. Z czego łącznie 45,5 tys. m<sup>2</sup> PUM znajduje się w projektach oddawanych w IV kwartale 2016 r.

Kumulacja przekazania nastąpi w 2017 r., gdzie do przekazania w projektach obecnie realizowanych jest potencjalnie 98.3 tys. PUM oraz 45.2 tys. m<sup>2</sup> PUM w projektach, których budowa jest planowana. Przy czym PUM projektów oddawanych w grudniu na wynieść 43,8 tys. m<sup>2</sup>.

### **Segment powierzchni komercyjnych i pozostała działalność**

ATAL jest aktywny także w segmencie wynajmu powierzchni komercyjnych. Spółka posiada nieruchomości o charakterze magazynowo biurowym we Wrocławiu przy ul. Armii Krajowej i ul. Krakowskiej oraz w Katowicach przy ul. Porcelanowej. Łączna powierzchnia najmu wynosi 27,7 tys. m<sup>2</sup> z czego ok. 70% stanowi powierzchnia magazynowa. Wartość przychodów segmentu w 2013 r. i 2014 r. wyniosła odpowiednio 9,28 mln PLN i 9,50 mln PLN., a zysk operacyjny odpowiednio 4,37 mln PLN i 5,41 mln PLN. Wartość bilansowa nieruchomości inwestycyjnych wynosiła na koniec 2014 r. 85,8 mln PLN. Komercjalizacja powierzchni wynosi powyżej 85%. W zakresie wynajmu lokali magazynowych i biurowych Spółka nie planuje zwiększenia zakresu działalności, zakłada dalsze utrzymywanie wpływów z najmu lokali na dotychczasowym poziomie, powiększonym w kolejnych latach o wskaźnik inflacji.

Spółka historycznie prowadziła działalność w zakresie handlu tkaninami. Obecnie działalność ta ma charakter poboczny. Przychody z tej działalności w 2013 r. i 2014 r. wyniosły odpowiednio 2,00 mln PLN i 2,31 mln PLN, a zysk operacyjny 1,07 mln PLN i (strata 0,61 mln PLN).

### **Finansowanie i polityka dywidendy**

Na tle deweloperów mieszkaniowych znajdujących się na GPW ATAL charakteryzuje niskim poziomem kosztów operacyjnych. Wynika to przede wszystkim z niskich kosztów administracyjnych i sprzedaży. W naszej opinii taka sytuacja wynika częściowo z szybko rosnącej skali działalności, która może nie być jeszcze w pełni uwzględniona w kosztach. ATAL jest spółką rodzinną zarządzaną bezpośrednio przez właścicieli, stąd wynikają bardzo niskie koszty wynagrodzeń Zarządu, które w 1-3Q 2015 r. wyniosły w Grupie 72 tys. PLN. Spółka osiąga wysokie marże netto, wynikające z relatywnie niskich kosztów finansowych.

ATAL jest obecnie spółką relatywnie niezadłużoną. Wskaźnik długu netto w relacji do kapitału własnego wynosił na dzień 30.09.2015 r. 0,23. Aktualnie Spółka uruchamia nowe projekty, które będą się wiązały ze zwiększonym zapotrzebowaniem na środki finansowe. Ponadto od 2015 r. Spółka rozpoczęła sprzedaż mieszkań w formule 20/80, co zwiększy zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne. W ramach warunków emisji obligacji Spółka jest zobligowana do nie przekroczenia wskaźnika długu netto do kapitału własnego powyżej 0,6. Podobne kowenanty zawarte są w umowach kredytowych podpisanych z bankami finansującymi.

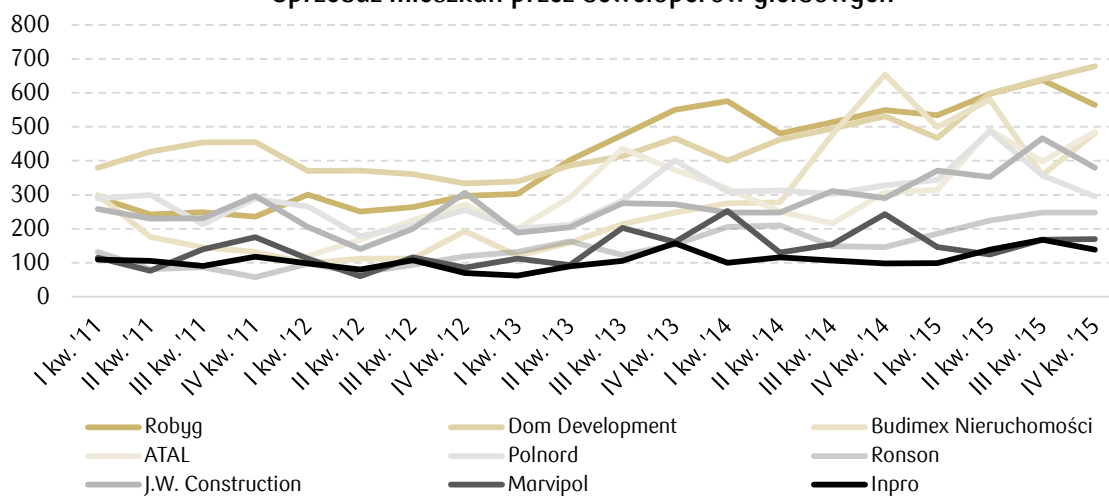
## Dywidenda

Zarząd Spółki planuje wypłaty dywidendy od roku 2016, tj. począwszy od podziału zysku za rok 2015 w wysokości 40-50% wypracowanego skonsolidowanego zysku netto. Zarząd dostosowuje politykę dywidendową do aktualnej sytuacji gospodarczej i biznesowej Spółki, uwzględniając także zakres planowanych inwestycji. Wypłatę dywidendy w 2016 r. ograniczają warunki emisji obligacji serii B zapadających w październiku 2016 r. Dywidenda formalnie będzie mogła zostać wypłacona po ich wykupie.

## Rynek deweloperski

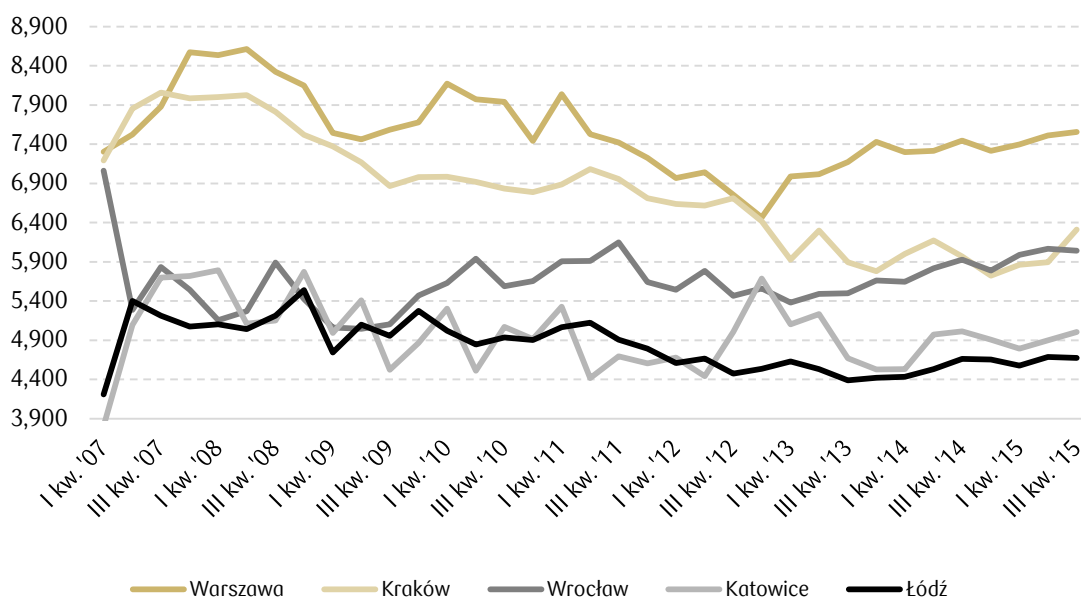
W 2015 roku kontynuowany był okres dobrej koniunktury na rynku deweloperskim, który zapoczątkowany został w połowie 2013 r. Sprzedaż deweloperów giełdowych w II połowie roku osiągnęła rekordowe poziomy. Ceny mieszkań wzrosły od kilku do kilkunastu procent od dołków cenowych osiągniętych na przełomie 2012/2013 r. Wzrost sprzedaży wygenerował popyt na grunty i przyczynił się do znacznego wzrostu ich ceny. Relatywnie stabilne pozostawały natomiast koszty budowy mimo presji na koszty robocizny.

Sprzedaż mieszkań przez deweloperów giełdowych



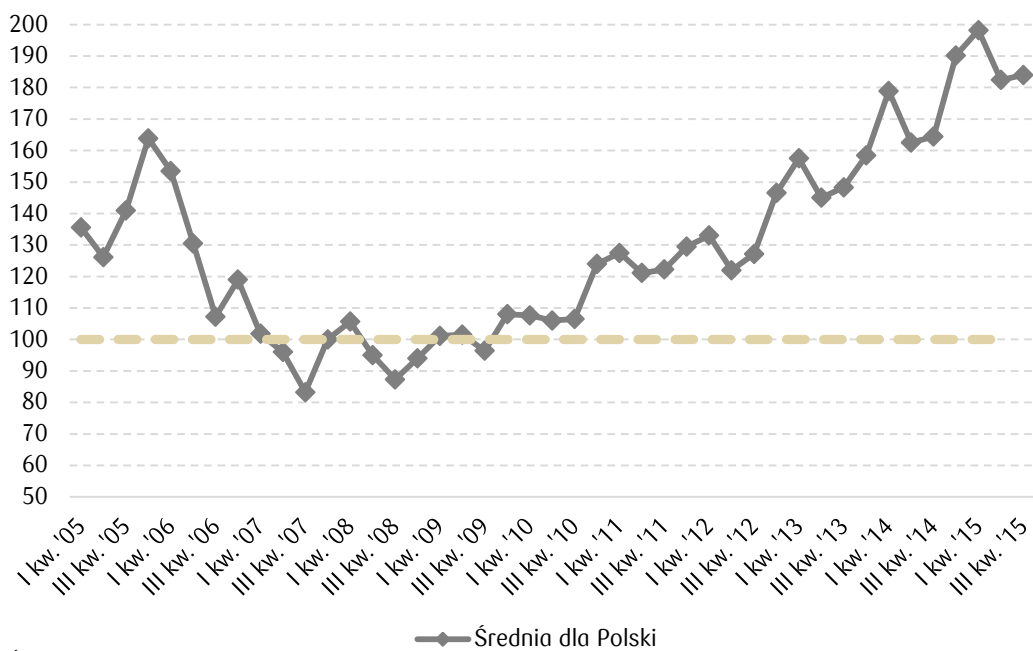
źródło: PAP, DM PKO BP

## Ceny transakcyjne mieszkań rynku pierwotnym [za mkw.]



Źródło: NBP

W bieżącym roku według prognoz makroekonomicznych banku PKO BP cały czas aktywne powinny być czynniki, które przyczyniły się do poprawy sytuacji na rynku: niskie stopy procentowe, spadek bezrobocia i wzrost płacy nominalnej. Obecne są również programy wspierające sprzedaż jak MDM. Pojawiają się także czynniki ryzyka. Zaostrzeniu ulega polityka kredytowa KNF dotycząca możliwości udzielania kredytów bez wkładu własnego (od 2016 r. limit środków własnych wynosi 15% i rośnie do 20% od 2017 r. Możliwe jest obniżenie wkładu do poziomu 10%, który obowiązywał w 2015 r. poprzez m.in.: ubezpieczenie brakującej części wkładu własnego, ale zgodnie z wytycznymi KNF banki nie będą mogły dokonać tego poprzez podniesienie marży kredytowej. W związku z wprowadzeniem podatku bankowego spodziewany jest wzrost marży kredytowych o ok. 40bp, co podnosi koszty kredytu o ok. 50-100 PLN miesięcznie. Podatek bankowy oraz koszty związane z regulacjami dotyczącymi kredytów walutowych mogą wpłynąć także na zmniejszenie podaży kredytów. Z drugiej strony zdolność kredytowa części klientów wzrośnie ze względu na wprowadzenie programu 500+. Mimo trwającej ponad 2 lata koniunktury nie rosną istotnie ceny mieszkań, co zwiększa ich dostępność. To zasługa utrzymywania się dużej konkurencji i relatywnie stabilnych poziomów kosztów budowy. Ze względu na większe zakupy deweloperów istotnie wzrosły natomiast ceny działek. Oczekujemy, że w 2016 r. Wolumeny nadal pozostaną relatywnie wysokie, ale ze względu na przyspieszenie sprzedaży w ostatnich miesiącach 2015 r., które mogło nastąpić ze względu na oczekiwane wejście w życie niekorzystnych regulacji kredytowych możliwe jest okresowe spowolnienie widoczne zwłaszcza na początku roku.

Indeks Dostępności Mieszaniowej w okresie  
I kw. 2005 - III kw. 2015

Źródło: ZBP

—◆— Średnia dla Polski

### Wycena i ryzyka do wyceny

Wyceniamy akcje ATAL S.A. metodą DCF z uwzględnieniem analizy porównawczej na 23,30 PLN. Wycenie DCF przypisujemy wagę 50%, oraz po 25% wskaźnikom wyceny P/BV oraz P/E skorygowanego o stopę zwrotu z dywidendy.

Wyceniamy akcje Spółkę metodą porównawczą na podstawie wskaźnika P/BV na 21,9 PLN oraz metodą porównawczą na podstawie wskaźnika P/E skorygowanego o stopę zwrotu z dywidendy na 16,8 PLN. Dokonujemy wyceny metodą DCF z waluacją na poziomie 27,3 PLN.

Na GPW na rynku podstawowym notowanych jest obecnie kilkanaście spółek, dla których działalność deweloperska na rynku mieszkaniowym jest podstawową, lub jedną z głównych działalności. Rynekowa wycena tych spółek daje bazę do wyceny porównawczej. W naszej opinii właściwą grupę porównawczą stanowią spółki osiągające stabilnie pozytywne wyniki finansowe, posiadające bank ziemi lub środki umożliwiające osiągnięcie zakładanego poziomu sprzedaży i odpowiedniej rentowności oraz mające zdefiniowaną politykę dywidendową, która jest dodatkową wartością dla inwestorów. Takimi spółkami są obecnie w naszej opinii Dom Development i Robyg. Spółki te są dobrze rozpoznane przez rynek w zakresie prognoz finansowych i wyceniane z istotną premią do pozostałych deweloperów na poziomie cena do wartości księgowej.

Szczegółowo prognozujemy sprzedaż Spółki w latach 2015-2018. W tym okresie zdecydowana większość projektów będzie realizowana na banku ziemi znajdującym się w posiadaniu Spółki. Zakładamy rozpoczęcie sprzedaży w momencie rozpoczęcia realizacji projektów. Zakładamy wydatki na nowe działki na poziomie 120 mln PLN w 2016r. oraz po 80 mln PLN w latach 2017-2018.

Zakładamy sprzedaż w latach 2015-2018 na poziomie 1690-1762 mieszkań. W prognozach zakładamy koniunkturę na poszczególnych rynkach mieszkaniowych (biorąc pod uwagę osiągnięte ceny i wolumeny sprzedaży) na poziomie zbliżonym do sytuacji w ciągu ostatnich 2 lat.

Główne ryzyka dla Spółki związane są z koniunkturą na rynku mieszkaniowym, która mierzona sprzedażą mieszkań przez deweloperów znalazła się na rekordowym poziomie. Główne czynniki wspierające sprzedaż jak mocny rynek pracy, niskie stopy procentowe i program wparcia MdM są wciąż obecne, ale pojawiły się wzrost kosztów kredytów hipotecznych oraz większe wymagania odnośnie wkładu własnego.

Wycena	Waga	
Wycena DCF	50%	27,3
Wycena porównawcza P/BV	25%	21,9
Wycena skorygowanego P/E	25%	16,8
<b>Średnia wycena PLN</b>		<b>23,3</b>
Cena docelowa		23,3
Cena bieżąca		20,50
Dywidenda w okresie PLN		0,66
<b>Oczekiwana stopa zwrotu</b>		<b>16,9%</b>

Źródło: Prognozy DM PKO BP

### Założenia odnośnie wolumenów sprzedaży, rozpoznania mieszkań w wynikach oraz rentowności sprzedaży.

Sprzedaż mieszkań	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Łódź	129	130	139	199	179	207	214
Warszawa	64	97	143	273	431	518	507
Wrocław	194	233	315	435	337	316	287
Kraków	329	772	453	645	571	453	445
Katowice	68	69	43	138	135	152	164
Gdańsk					62	86	85
Poznań					20	30	30
<b>Suma</b>	<b>784</b>	<b>1,301</b>	<b>1,093</b>	<b>1,690</b>	<b>1,735</b>	<b>1,762</b>	<b>1,732</b>

Rozpoznanie mieszkań w wynikach	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Łódź				185	194	244	199
Warszawa				5	369	603	466
Wrocław				278	288	285	357
Kraków				80	528	691	696
Katowice				141	183	147	155
Gdańsk							140
Poznań							30
<b>Suma</b>				<b>689</b>	<b>1,562</b>	<b>1,970</b>	<b>2,043</b>

Osiągane marże brutto na sprzedaży (rozpoznawane)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Łódź				29.9%	25.3%	22.9%	20.6%
Warszawa				20.5%	30.1%	29.4%	28.3%
Wrocław				27.8%	28.1%	26.6%	27.3%
Kraków				31.6%	28.2%	29.3%	30.2%
Katowice				26.3%	25.7%	25.1%	24.5%
Gdańsk							28.8%
Poznań							20.0%
<b>Marża brutto na sprzedaży</b>	<b>27.2%</b>	<b>22.4%</b>	<b>32.3%</b>	<b>28.4%</b>	<b>28.0%</b>	<b>27.9%</b>	<b>27.9%</b>

Źródło: ATAL, szacunki DM PKO BP

### Wycena porównawcza P/BV

Wyceniamy akcje Spółki metodą porównawczą na podstawie wskaźnika P/BV 2017 na 21,9 PLN. Aby oddać potencjał wzrostu porównujemy szacowane parametry wyceny uwzględniające prognozowane zyski spółek w ciągu najbliższych 3 lat, które zrealizowane zostaną w całości lub w zdecydowanej większości na posiadanym banku ziemi. Wartość księgową korygujemy o wartości niematerialne i kapitały z wyceny opcji na akcje.

Wycena porównawcza P/BV

	Wycena rynkowa 04.02.2016 r.	Kapitał własny 3Q2015	Udziały mniejszości	Wartości niematerialne	Kap z wyceny opcji	Dywidenda 2015	Skorygowany kapitał własny 3Q2015	2015P	2016P	2017P	Skorygowany kapitał własny 2017P	Skorygowane P/BV:		
												3Q2015	2017P	
<b>Robyg</b>	754,959	508,525	30,600	22,065		28,940	484,800	75,099	93,139	85,820	677,956	1,56	1,11	
<b>Dom Development</b>	1,219,193	817,498	-266	3,412	25,126	55,735	844,961	78,421	92,499	91,636	1,092,818	1,44	1,12	
												<b>średnia</b>	<b>1,49</b>	<b>1,11</b>
<b>Atal</b>	774,300	596,835	-8,437	63,081			542,191	35,702	93,766	126,758	798,417	1,43	0,97	
												Wycena porównawcza ATAL 3Q2015	806,039	
												Wycena porównawcza ATAL 2017P	890,118	
												Wycena porównawcza ATAL średnia	848,078	
												Wycena porównawcza ATAL na akcję	21,9	

Źródło: Spółki, Bloomberg, szacunki DM PKO BP



### Wycena porównawcza P/E

Wyceniamy akcje Spółki metodą porównawczą na podstawie wskaźnika P/E skorygowanego o stopę zwrotu z dywidendy, na 16,8 PLN. W wycenie uwzględniamy zyski Spółki w okresie 2015-2017, które zrealizowane zostaną w całości lub w zdecydowanej większości na posiadanych banku ziemi. Ze względu na widoczne w wycenach grupy porównawczej oczekiwania inwestorów co do osiągnięcia oprócz zysków kapitałowych także bieżącej stopy zwrotu z inwestycji, wycenę opieramy na P/E skorygowanym o oczekiwaną stopę zwrotu z dywidendy. Zakładamy, że ATAL będzie wypłacać dywidendy na poziomie 50% zysku netto.

#### Wycena porównawcza wg wskaźnika cena zysk i stopy zwrotu z dywidendy

		2015P	2016P	2017P	Średnia w okresie
<b>Robyg</b>					
cena	PLN	2,87	2,87	2,87	
kapitalizacja	mIn PLN	754,96	754,96	754,96	
zysk netto	mIn PLN	75,10	93,14	85,82	84,69
zysk netto skoryg.	mIn PLN	87,89	93,92	85,82	89,21
dywidenda z zysku danego roku	mIn PLN	55,03	55,03	55,03	55,03
DPS za okres	PLN	0,21	0,21	0,21	0,21
stopa zwr. z dywidendy		7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
st wypłaty dywidendy (zysk skoryg.)		62,6%	58,6%	64,1%	61,8%
P/E (zysk skorygowany)		8,6	8,0	8,8	8,5
P/E (dywidendy)		26,1	13,7	13,7	13,7
<b>Dom Development</b>					
cena	PLN	49,22	49,22	49,22	
kapitalizacja	mIn PLN	1,219,18	1,219,18	1,219,18	
zysk netto	mIn PLN	78,42	92,50	91,64	87,52
zysk netto skoryg.	mIn PLN	78,42	92,50	91,64	87,52
dywidenda z zysku danego roku	mIn PLN	55,73	78,42	92,50	75,55
DPS za okres	PLN	3,17	3,74	3,73	3,55
stopa zwr. z dywidendy		6,4%	7,6%	7,6%	7,2%
st wypłaty dywidendy (zysk skoryg.)		99,7%	100,0%	100,0%	99,9%
P/E (zysk skorygowany)		15,5	13,2	13,3	13,9
P/E (dywidendy)		21,9	15,5	13,2	13,9
<b>ATAL</b>					
zysk netto	mIn PLN	35,70	93,77	126,76	85,41
zysk netto skoryg.	mIn PLN	35,70	93,77	126,76	94,41
dywidenda 50% zysku	mIn PLN	17,85	46,88	63,38	47,20
wycena ROBYG (st.dywidendy)				7,3%	645,1
wycena Dom Development (st.dywidendy)				7,2%	655,1
<b>Wycena porównawcza</b>					<b>650,1</b>
<b>Wycena porównawcza na akcję PLN</b>					<b>16,8</b>

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

## Wycena DCF

Dokonujemy wyceny metodą DCF z waluacją na poziomie 27,3 PLN. Szczegółowo prognozujemy parametry modelu do 2023 r. Po okresie prognozy zakładamy wzrost FCF na poziomie 1%. Zakładana sprzedaż po okresie prognozy wynosi 1500 mieszkań rocznie, a marża brutto na sprzedaży 21%. Wycena DCF w większym stopniu uwzględnia prognozowane zyski Spółki po roku 2018 i daje potencjał dla wzrostu wartości w przyszłości w przypadku realizacji zakładanych prognoz sprzedażowych i szacowanych poziomów rentowności

Model DCF										
mln PLN	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
EBIT	-	127,9	171,5	180,0	145,6	144,8	104,5	92,3	91,2	82,2
Stopa podatkowa	-	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
NOPLAT	-	103,6	138,9	145,8	118,0	117,3	84,6	74,8	73,9	66,6
CAPEX	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja	-	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zmiany w kapitale obrotowym	-	-124,6	-81,1	-48,5	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-	-20,1	58,6	98,2	314,7	118,2	85,5	75,6	74,8	67,4
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Współczynnik dyskonta	-	1,07	1,15	1,24	1,33	1,43	1,54	1,66	1,78	1,92
DFCF	-	-18,7	50,8	79,3	236,5	82,6	55,5	45,7	42,0	35,2
Wzrost w fazie II	1,0%									
Suma DFCF - Faza I	573,6									
Suma DFCF - Faza II	541,5									
Wartość Firmy (EV)	1,115,1									
Dług netto	126,8									
Aktywa poza operacyjne	0,0									
Zobowiązania wobec pracowników	0,0									
Wartość godziwa	988,3									
Liczba akcji (mln szt.)	38,7									
Wartość godziwa na akcję na 31 grudnia 2015	25,5									
<b>Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)</b>	<b>27,3</b>									
Cena bieżąca	20,5									
Dywidenda	0,66									
Oczekiwana stopa zwrotu	36,3%									

Źródło: prognozy DM PKO BP

WACC										
	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2023P<
Stopa wolna od ryzyka	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Premia rynkowa	5,0%	5,0%	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	1,0	1,0
Premia za ryzyko długu	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt kapitału własnego	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Koszt długu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Waga kapitału własnego	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Waga długu	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
WACC	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%

Źródło: prognozy DM PKO BP

## Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P
Przychody netto ze sprzedaży	- 161	174	234	577	255	553	721	758
Koszt własny sprzedaży	- -115,6	-126,6	-181,7	-390,6	-182,5	-398,3	-519,9	-546,7
Zysk brutto ze sprzedaży	- 45,8	47,3	52,6	186,2	72,2	155,0	201,5	211,5
Zysk z działalności operacyjnej	- 35,1	38,4	41,9	167,0	49,6	127,9	171,5	180,0
Zysk przed opodatkowaniem	- 27,6	37,4	37,9	164,0	43,7	115,8	155,0	163,4
Zysk (strata) netto	- 22,9	29,9	34,4	136,5	35,8	93,8	126,8	132,3
Skorygowany zysk (strata) netto	- 23,0	29,8	33,3	134,6	35,7	93,8	126,8	132,3
<b>Bilans</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>
<b>Aktywa Trwałe</b>	- 154,8	156,0	155,2	155,2	156,8	158,5	160,3	162,1
Wartości niematerialne i prawne	- 63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1	63,1
Rzeczowe aktywa trwałe	- 5,5	5,7	5,9	6,7	6,5	6,5	6,5	6,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	- 31,0	5,6	76,8	73,9	186,5	72,7	101,3	353,3
Pozostałe aktywa długoterminowe	- 0,2	0,9	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
<b>Aktywa Obrotowe</b>	- 317,5	416,7	605,8	631,6	976,3	1 102,6	1 172,8	1 153,9
Zapasy	- 275,3	402,4	517,8	540,5	772,1	1 011,7	1 052,8	781,3
Należności	- 11,2	8,6	11,2	17,1	17,7	18,0	18,7	19,0
Pozostałe aktywa krótkoterminowe	- 0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	- 31,0	5,6	76,8	73,9	186,5	72,7	101,3	353,3
<b>Aktywa razem</b>	- 472,3	572,6	761,0	786,9	1 133,1	1 261,1	1 333,1	1 316,0
<b>Kapitał Własny</b>	- 236,9	266,8	297,3	429,4	600,1	663,9	740,1	795,0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	- 70,6	114,5	150,0	167,8	201,7	245,5	246,0	246,5
Kredyty i pożyczki	- 59,7	84,0	95,4	87,7	158,8	220,3	220,3	220,3
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	- 164,8	191,3	313,7	189,7	331,3	351,6	347,0	274,5
Kredyty i pożyczki	- 107,9	119,6	96,8	86,8	136,4	154,6	160,4	154,8
Pozostałe rezerwy	- 2,0	1,6	7,8	37,7	27,8	28,6	29,3	30,1
Zobowiązania handlowe i pozostałe	- 9,6	16,6	19,6	22,8	15,4	15,4	15,4	15,4
<b>Pasywa razem</b>	- 472,3	572,6	761,0	786,9	1 133,1	1 261,1	1 333,1	1 316,0
<b>Rachunek Przepływów Pieniężnych</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	- -10,9	-53,4	63,4	0,6	-92,8	-146,1	78,5	328,5
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	- 0,1	-0,6	0,8	3,0	0,6	0,5	0,8	0,9
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	- 11,0	28,6	6,9	-6,6	204,9	31,7	-50,6	-77,4
<b>Wskaźniki</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>
ROE	- 9,7%	11,2%	11,6%	31,8%	6,0%	14,1%	17,1%	16,6%
ROA	- 4,8%	5,2%	4,5%	17,3%	3,2%	7,4%	9,5%	10,1%
P/BV	- -	-	-	-	1,3	1,2	1,1	1,0
Dług netto	- 136,6	197,9	115,4	100,6	108,6	302,2	279,4	21,7
Dług netto/EBITDA	- 3,8	5,0	2,7	0,6	2,1	2,3	1,6	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
Włodzimierz Giller	(handel, media, telekomunikacja)	(022) 521 79 17	wlodzimierz.giller@pkobp.pl
Monika Kalwasińska	(paliwa, chemia, sektor spożywczy)	(022) 521 79 41	monika.kalwasinska@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(dystrybucja, inne)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl

### Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Mark Cowley	(sales)	(022) 521 52 46	mark.cowley@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 Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilczyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilczyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kałuża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Andrzej Sychowski	(trader)	(022) 521 48 93	andrzej.sychowski@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 Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), 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 publikacji 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. Opinię 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 niefortunne. 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.

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 publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji 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% pakietu 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  
 marża 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 rezidualnej. 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 wyceniać 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 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	33 (50%)
Trzymaj	26 (39%)
Sprzedaj	7 (11%)

#### 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.

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.

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, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.