



Dom Maklerski BDM S.A.

ATAL

RAPORT ANALITYCZNY

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 53,2 PLN

3 LUTEGO 2021, 18:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Atal od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 53,2 PLN/akcję. W krótkim terminie spodziewamy się pozytywnej reakcji rynku na publikację wyników za 4Q'20 (przekazania +82% r/r; szacujemy, że zysk netto wzrośnie o 48% r/r). W perspektywie 2021 roku liczymy na poprawę wolumenów kontraktacji (grupa ma największą ofertę na rynku, odczyty w 2020 roku były częściowo zaburzone przez wpływ COVID-19), przekazania oraz odbudowę marży brutto ze sprzedaży, co powinno pozwolić na wzrost wyniku netto o 28% r/r. Spodziewamy się także, że w bieżącym roku deweloper powróci do wypłaty dywidendy (w roku 2020 spółka nie zdecydowała na podział zysku). Wskazujemy na rozbudowany i zdwersyfikowany bank ziemi, szeroką ofertę projektów i sprzyjające otoczenie makroekonomiczne.

Zdecydowana poprawa wyników 4Q'20. Deweloper poinformował, że w minionym kwartale zakontraktował 813 mieszkań i wydał prawie 1,22 tys. lokali (+82% r/r). Zakładamy, że poprawie uległa też marża brutto ze sprzedaży (zarówno r/r, jak i względem poprzednich kwartałów '20). Szacujemy, że wynik netto w 4Q'20 zwiększył się do 67 mln PLN, czyli o 48% r/r.

Wzrost rezultatów w kolejnych latach. Spodziewamy się, że Atal w okresie 2021-22 poprawi wyniki na poziomie przychodów i zysku netto (odpowiednio do 190 i 208 mln PLN; nasze prognozy są wyższe niż bieżący konsensus rynkowy o średnio 4%). Będzie to efekt m.in. wysokich wolumenów przekazania i projektów z wyższą rentownością niż w '20. Liczymy także na powrót do wypłaty dywidendy.

Atrakcyjna wycena mnożnikowa. Spółka jest notowana dyskontem względem grupy porównawczej, zarówno dla P/E, jak i P/BV. Biorąc pod uwagę powrót do wypłaty dywidendy, wysoki prognozowany dividend yield w '21 i ROE powyżej mediany spółek porównywalnych uważamy, że dyskonto jest nieuzasadnione.

Sprzyjające otoczenie. Rynek mieszkaniowy w '20 dosyć dobrze „zniósł” pandemię COVID-19. Ceny lokali nie uległy korekcie, a niektóre rynki osiągnęły nawet 2-cyfrowy wzrost. Branżę wspiera silny popyt, który jest dodatkowo napędzany niskimi stopami procentowymi. Do „odwilży” doszło także w kwestii uzyskiwania kredytów hipotecznych. Z bieżącej perspektywy największym zagrożeniem są opóźnienia w uzyskiwaniu pozwoleń.

Wycena końcowa [PLN]	53,2
Potencjał do wzrostu / spadku	+38%
Koszt kapitału	8,0%
Cena rynkowa [PLN]	38,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 490,5
Ilość akcji [mln. szt.]	38,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	39,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	26,2
Stopa zwrotu za 3 mc	+50,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	+32,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	+67,8%
Akcjonariat (% głosów):	
Juroszek Inv. Sp. z o.o.	83,8%
Pozostali	16,2%

Adrian Górniak

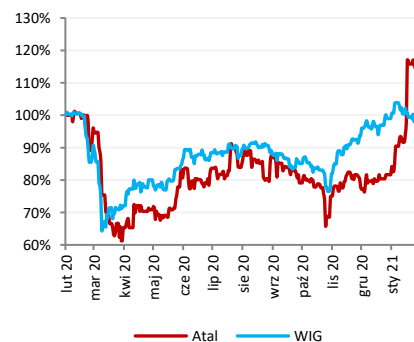
adrian.gorniak@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-38

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	865,8	1 055,0	720,2	1 071,6	1 176,7	1 227,8
EBITDA [mln PLN]	223,4	262,0	148,3	195,3	246,0	267,0
EBIT [mln PLN]	222,0	260,5	145,9	193,0	243,8	264,7
Wynik netto [mln PLN]	179,7	207,6	115,7	149,2	190,2	207,8
P/BV	1,9	1,7	1,9	1,6	1,5	1,4
P/E	8,3	7,2	12,9	10,0	7,8	7,2
EV/EBITDA	7,6	7,0	15,4	11,8	9,0	7,9
EV/EBIT	7,7	7,0	15,7	11,9	9,1	7,9
DPS	1,7	3,6	4,7	0,0	2,7	3,4



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE	4
PODSUMOWANIE WYCENY.....	7
WYCENA DCF.....	7
WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ.....	10
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	13
WYNIKI 3Q'20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM	15
OTOCZENIE RYNKOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	866	1 055	720	1 072	1 177	1 228
COGS	618	771	549	844	894	922
WYNIK BRUTTO ZE SPRZEDAŻY	248	284	171	227	283	305
Koszty sprzedaży	14	15	14	14	17	17
Koszty zarządu	14	16	19	18	20	21
WYNIK NETTO ZE SPRZEDAŻY	219	253	138	194	246	267
PPO	6	10	11	7	12	12
PKO	3	3	3	8	14	15
EBITDA	223	262	148	195	246	267
EBIT	222	261	146	193	244	265
Przychody finansowe	5	6	6	4	8	8
Koszty finansowe	11	11	9	13	17	16
WYNIK BRUTTO	216	256	143	184	235	257
Podatek	37	49	27	35	45	49
WYNIK NETTO	180	208	116	149	190	208

Bilans (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	154	146	153	193	194	194
Nieruchomości inwestycyjne	71	66	66	71	71	71
Wartości niematerialne	63	63	63	64	64	64
Poz. aktywa trwałe	20	17	24	59	59	59
Aktywa obrotowe	1 635	1 726	2 256	2 824	2 907	2 817
Zapasy	1 342	1 487	2 080	2 380	2 458	2 359
Należności handlowe	12	17	10	15	17	17
Środki pieniężne i ekwiwalenty	266	192	151	394	398	407
Poz. aktywa obrotowe	16	30	15	34	34	34
Aktywa razem	1 790	1 872	2 409	3 017	3 101	3 011

Kapitał własny	788	857	789	938	1 024	1 098
Zobowiązania długoterminowe	311	392	914	878	838	803
Zob. oprocentowane	244	233	737	640	600	565
Poz. zob. długoterminowe	68	159	177	238	238	238
Zobowiązania krótkoterminowe	690	623	706	1 201	1 239	1 110
Zob. oprocentowane	236	292	214	570	530	455
Zobowiązania handlowe	58	64	106	158	174	181
Poz. zob. krótkoterminowe	396	267	386	473	535	474
Pasywa razem	1 790	1 872	2 409	3 017	3 101	3 011

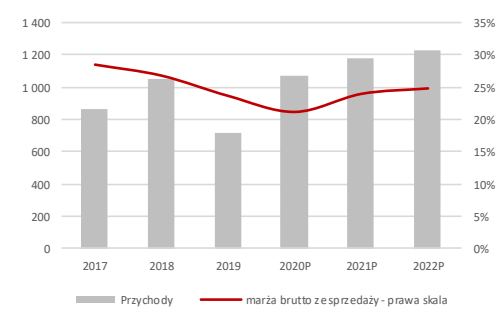
Cash Flow (mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z dział. operacyjnej	198	38	-144	89	200	263
Kapitał obrotowy	-75	-284	-401	-161	-1	45
Przepływy z dział. inwestycyjnej	1	1	11	0	-2	-2
CAPEX	-1	-1	-1	-1	-2	-2
Przepływy z dział. finansowej	-121	-113	93	154	-193	-252
Dywidenda	-67	-138	-183	0	-104	-133
Zmiana środków pieniężnych	78	-74	-41	243	4	9
Środki pieniężne EoP	266	192	151	394	398	407

Dynamiki (%)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	71%	22%	-32%	49%	10%	4%
EBITDA	92%	17%	-43%	32%	26%	9%
EBIT	93%	17%	-44%	32%	26%	9%
Zysk netto	93%	15%	-44%	29%	27%	9%

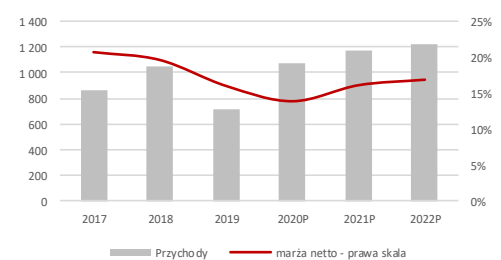
Wybrane dane i wskaźniki	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba akcji (mln)	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7
P/E (x)*	8,3x	7,2x	12,9x	10,0x	7,8x	7,2x
EV/EBITDA (x)*	7,6x	7,0x	15,4x	11,8x	9,0x	7,9x
P/BV (x)*	1,9x	1,7x	1,9x	1,6x	1,5x	1,4x
DPS (PLN)	1,73	3,56	4,73	0,00	2,70	3,44
Stopa dywidendy	4,5%	9,2%	12,3%	0,0%	7,0%	8,9%
ROE (%)	22,8%	24,2%	14,7%	15,9%	18,6%	18,9%
ROA (%)	10,0%	11,1%	4,8%	4,9%	6,1%	6,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 38,5 PLN

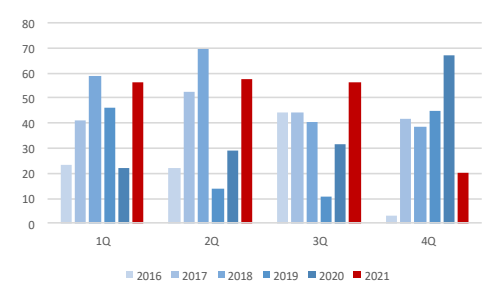
Atal - marża brutto [%] na tle przychodów [mld PLN]



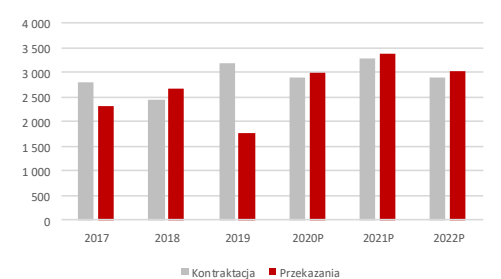
Atal - marża netto [%] na tle przychodów [mld PLN]



Atal - kwartalna ścieżka wyniku netto [mln PLN]



Atal - kontraktacja i przekazania [szt.]



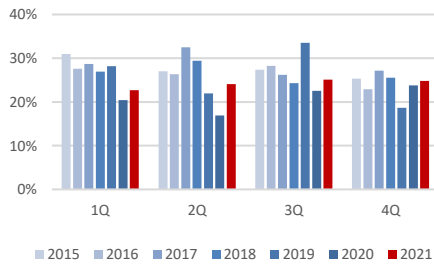
Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Wpływ COVID-19
- 2) Rynek gruntów
- 3) Presja ze strony kosztów budowlanych
- 4) Ryzyko opóźnień w procesie budowy
- 5) Działania banków dot. wkładu własnego (m.in. rekomendacja S)
- 6) Konkurencja rynkowa
- 7) Programy rządowe
- 8) Ustawa o gruntach

PODSUMOWANIE INWESTYCYJNE

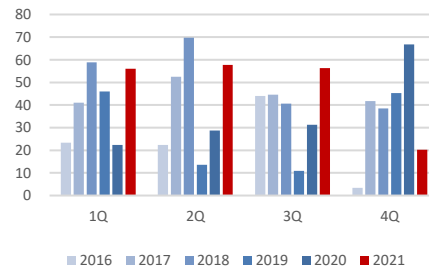
- Oczekiwana poprawa wyników w nadchodzących okresach.** Deweloper zaraportował wzrost wolumenu przekazania w 4Q'20, co w naszej ocenie przełoży się na zdecydowany przyrost zysku netto (+48% r/r; całorocznie +29% r/r). Zakładamy, że Atal zwiększy także liczbę wydań lokali w '21 (do 3,36 tys. mieszkań) i poprawi marżę brutto ze sprzedaży (w okresie 1-3Q'20 zanotowano erozję rentowności; wzrost powinien być zauważalny od 4Q'20). Prognozujemy, że wynik netto w '21 wyniesie 190 mln PLN (+28% r/r), a w '22 ok. 208 mln PLN.

Marża brutto – uj. kwartalne [%]



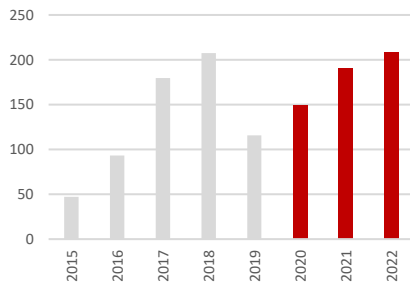
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto – uj. kwartalne [mln PLN]



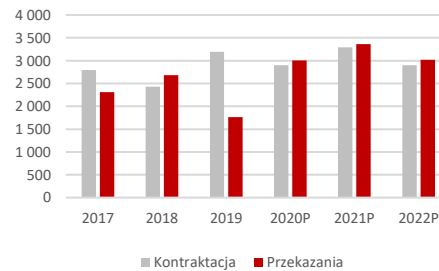
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik netto – uj. roczne [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

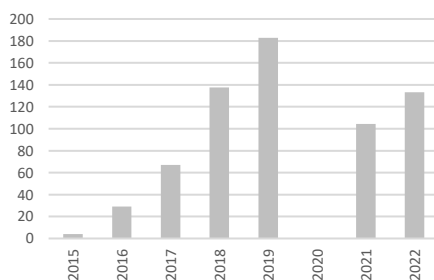
Kontrakcja i przekazania [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

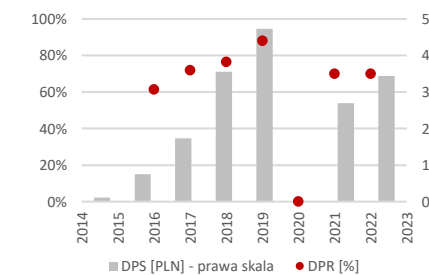
- Powrót do wypłaty dywidendy.** Spodziewamy się, że Atal powróci do wypłaty dywidendy w bieżącym roku. W '20 zarząd zdecydował się nie rekomendować podziału zysku z racji niepewnego otoczenia w związku z COVID-19. We wcześniejszych latach spółka regularnie wypłacała dywidendę, zgodnie polityką, która zakłada wypłatę 70-100% zysku netto.

Dywidenda [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

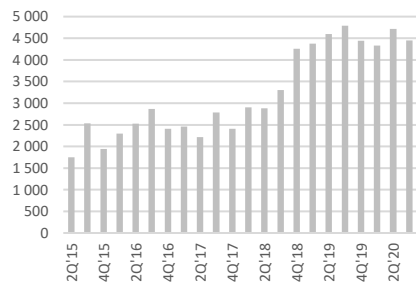
Wynik netto – uj. kwartalne [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

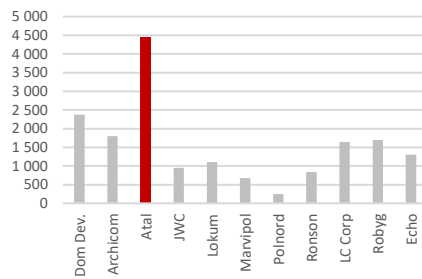
- Największa oferta rynkowa.** Atal od ponad dwóch lat posiada najmocniej rozbudowaną ofertę sprzedażową, która wynika z rozległego banku ziemi (grupa działa na 7 rynkach, na których może wybudować ok. 17-18 tys. mieszkań). Wg danych za 3Q'20 deweloper miał w sprzedaży dostępne ok. 4,4 tys. mieszkań (dla porównania Dom Development oferował 2,4 tys. lokali).

Oferta rynkowa Atal [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Oferta deweloperów po 3Q'20 [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

4. **Atal na tle grupy porównawczej.** Deweloper jest obecnie notowany z dyskontem względem spółek z grupy porównawczej. W przypadku mnożnika P/E dyskonto w latach 2021-22 wynosi ok. 23%, natomiast dla P/BV ok. 11-14%. Zwracamy uwagę, że wg naszych prognoz Atal wykaże w '21-'22 wyższe poziomy ROE, stopy dywidendy oraz wskaźnika wypłaty dywidendy niż mediana spółek porównywalnych.

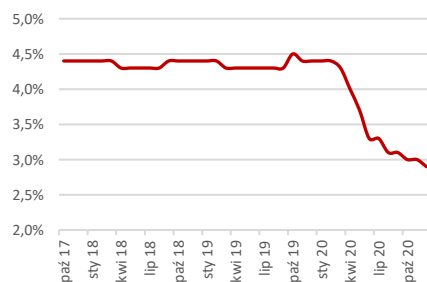
Porównanie prognoz ROE, DY, DPR w kolejnych latach

	ROE					Stopa dywidendy					Wskaźnik wypłaty dywidendy			
	2019	2020P	2021P	2022P	//	2019	2020P	2021P	2022P	//	2019	2020P	2021P	2022P
Atal	14,7%	15,9%	18,6%	18,9%	//	12,3%	0,0%	7,0%	8,9%	//	88%	0%	70%	70%
Dom Development	23,6%	26,2%	25,4%	26,1%		7,8%	8,2%	10,3%	9,9%		100%	94%	100%	100%
Persimmon	26,6%	20,4%	21,5%	21,9%		9,0%	5,1%	8,6%	8,7%		88%	61%	93%	90%
Taylor Wimpey	20,3%	5,8%	13,1%	13,9%		12,2%	2,7%	5,2%	7,3%		90%	66%	52%	65%
Vistry Group	13,3%	6,4%	12,0%	12,9%		10,4%	1,1%	4,6%	43,0%		82%	19%	35%	281%
Barratt	15,8%	9,3%	11,9%	12,1%		6,9%	1,6%	3,6%	4,8%		64%	25%	40%	49%
Berkeley Group	19,8%	12,8%	13,1%	13,3%		3,2%	2,7%	4,3%	4,9%		33%	39%	56%	61%
LSR Group	11,9%	14,4%	15,6%	17,0%		8,3%	6,8%	7,3%	7,7%		73%	64%	57%	54%
PIK Group	30,4%	36,9%	32,1%	29,3%		3,2%	3,2%	3,5%	3,5%		53%	30%	28%	25%
Kaufman & Broad	31,2%	12,1%	24,1%	32,7%		6,7%	3,4%	6,6%	7,0%		73%	80%	76%	79%
Mediana (bez Atal)	20,3%	12,8%	15,6%	17,0%	//	7,8%	3,2%	5,2%	7,3%	//	73%	61%	56%	65%
Atal - mediana	-5,6%	3,1%	3,0%	1,9%		4,5%	-3,2%	1,8%	1,6%		15%	-61%	14%	5%

Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

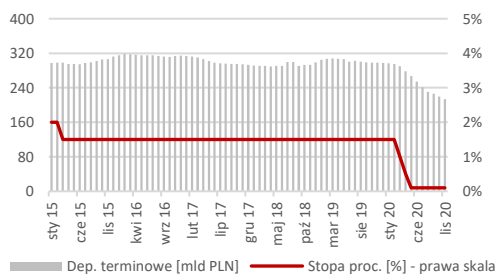
5. **Niskie stopy procentowe.** RPP zdecydowała w 2Q'20 o obniżeniu stóp procentowych do 0,1% (st.referencyjna). Z wypowiedzi prezesa A. Głapińskiego wynika, że stopy nie powinny ulec podwyższeniu do końca bieżącej kadencji RPP czyli do połowy '22. Otoczenie niskich stóp procentowych (obecnie ujemne realne stopy) sprzyja rynkowi mieszkaniowemu. Z jednej strony spada oprocentowanie kredytów hipotecznych, a z drugiej gospodarstwa domowe wycofują środki z lokat, szukając innych form inwestowania gotówki.

Oprocentowanie kredytów hip. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP

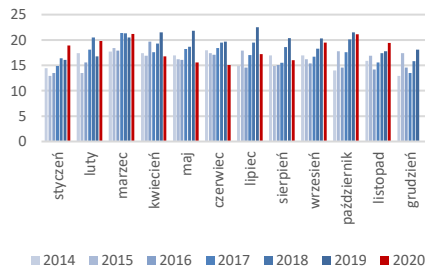
Dep.terminowe na tle st. referencyjnej



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP

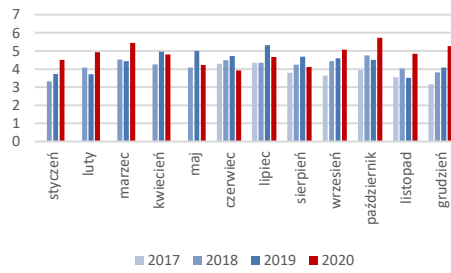
6. **Polityka kredytowa banków.** Od kwietnia'20 widoczne było zaostrzenie podejścia banków w udzielaniu kredytów hipotecznych, co potwierdzają dane BIK i NBP. Końcówka '20 przyniosła luzowanie polityk banków, która jest kontynuowana również na początku '21 (wiele podmiotów powróciło do 10% wymaganego wkładu własnego). Tendencje potwierdzają słowa prezesa PKO BP: [link](#) czy wyniki ostatniej ankiety przeprowadzonej przez NBP: [link](#). BIK prognozuje, że w '21 sprzedaż kredytów mieszkaniowych wzrośnie o ok. 14% r/r ([link](#)).

Udzielone kredyty hip. [tys.szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP, BIK

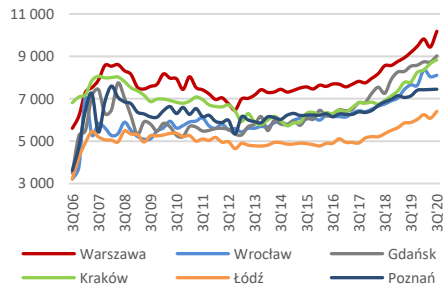
Udzielone kredyty hip. [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP

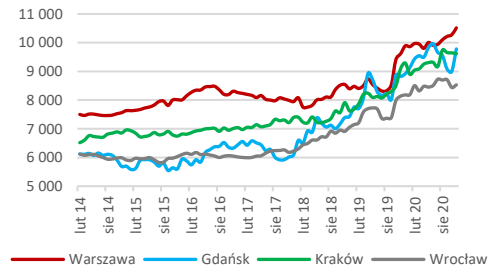
7. **Rosnące ceny mieszkań.** Pomimo początkowych obaw o wpływ COVID-19 na ceny lokali, nie doszło do poważniejszej korekty w '20. Co więcej, nawet w najgorszym 2Q'20, ceny transakcyjne rosły o kilka pkt. proc. r/r (w ujęciu Q/Q spadek nie przekroczył 4%; deweloperzy zdecydowali się na ograniczenie podaży). Wg danych Otodom za grudzień, ceny w Warszawie wzrosły o 7% r/r, w Gdańsku o 10% r/r, w Krakowie o 4% r/r, a we Wrocławiu o 5% r/r. PZFD spodziewa się, że ceny mieszkań w '21 podniosą się o kilka procent w odniesieniu do '20.

Ceny transakcyjne – uj. kwartalne [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., NBP

Ceny transakcyjne -uj. miesięczne [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Otodom

PODSUMOWANIE WYCENY

Wyceny Dino dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, natomiast metodzie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 55,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 47,2 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2,06 mld PLN, czyli **53,2 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mIn PLN	PLN/akcję	Potencjał
A	Wycena 1 akcji modelem DCF [PLN]	55,7	2 156,8	44,7%
B	Wycena 1 akcji metodą porównawczą	47,2	1 828,2	22,7%
B1	Wg mnożnika P/E	50,4	1 952,1	31,0%
B2	Wg mnożnika P/BV	44,0	1 704,3	14,3%
C = (A*70%+30%*B)	Wycena Atal	53,2	2 058,2	38,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,0x.

Główne założenia modelu:

- Zakładamy, że Atal zakontraktuje w latach 2020-22 odpowiednio po 2,9/3,3/2,9 tys. lokali (w '20 przedsprzedaż była obciążona m.in. negatywnym wpływem COVID-19).
- Spodziewamy się, że spółce uda się przekazać blisko 3,36 tys. mieszkań w 2021 roku, oraz 3,0 tys. mieszkań w '22 (grupa posiada bardzo mocno rozbudowaną ofertę; spodziewamy się także odbudowy marży brutto względem '20).
- Finalnie prognozujemy, że w '20 deweloper osiągnie ok. 1,07 mld PLN przychodów oraz 149 mln PLN zysku netto. W '21 estymujemy odpowiednio 1,18 mld PLN sprzedaży oraz 190 mln PLN wyniku netto, natomiast w '22 ok. 1,23 mld PLN przychodów i niemal 208 mln PLN zysku netto.
- Marża brutto po okresie szczegółowej prognozy (2020-22) będzie mieścić się w przedziale 23-24%.
- Przyjęliśmy założenie o utrzymaniu obecnej polityki dywidendowej w kolejnych latach, tj. wypłaty w przedziale 70-100% wypracowanego zysku netto.
- Poziom zapasów jest skorelowany z zaawansowaniem poszczególnych projektów. Należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach. W kapitale obrotowym uwzględniamy także otrzymywane od klientów zaliczki, a następnie korygujemy o wynik EBIT.
- W wycenie uwzględniamy prognozowany poziom długu netto na koniec 2020 roku.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 38,7 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 03.02.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Atal na poziomie 2,16 mld PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 55,7 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 176,7	1 227,8	1 149,6	1 195,1	1 224,2	1 252,1	1 274,8	1 300,0	1 323,8	1 346,1
EBIT [mln PLN]	243,8	264,7	241,4	247,0	250,0	252,6	253,9	255,5	256,7	257,3
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	46,3	50,3	45,9	46,9	47,5	48,0	48,2	48,6	48,8	48,9
NOPLAT [mln PLN]	197,4	214,4	195,5	200,1	202,5	204,6	205,7	207,0	207,9	208,4
Amortyzacja [mln PLN]	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
CAPEX [mln PLN]	-2,4	-2,5	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	49,4	65,5	-69,4	-10,3	-14,5	-14,3	-18,4	-16,8	-16,4	-16,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	246,8	279,7	126,0	189,7	187,8	190,0	187,0	189,9	191,1	192,1
DFCF [mln PLN]	233,2	248,1	104,8	147,8	136,8	129,2	118,6	112,2	105,2	98,4
Suma DFCF [mln PLN]	1 434,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 005,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 538,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 973,1									
Dług netto 2020P [mln PLN]	816,2									
Dywidenda [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	2 156,8									
Ilość akcji [tys.]	38,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	55,7									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%

Przychody zmiana r/r	9,8%	4,3%	-6,4%	4,0%	2,4%	2,3%	1,8%	2,0%	1,8%	1,7%
EBIT zmiana r/r	26,3%	8,6%	-8,8%	2,4%	1,2%	1,0%	0,5%	0,6%	0,4%	0,3%
FCF zmiana r/r	459,3%	13,3%	-54,9%	50,5%	-1,0%	1,2%	-1,6%	1,5%	0,7%	0,5%
Marża EBITDA	20,9%	21,7%	21,2%	20,9%	20,6%	20,4%	20,1%	19,8%	19,6%	19,3%
Marża EBIT	20,7%	21,6%	21,0%	20,7%	20,4%	20,2%	19,9%	19,7%	19,4%	19,1%
Marża NOPLAT	16,8%	17,5%	17,0%	16,7%	16,5%	16,3%	16,1%	15,9%	15,7%	15,5%
CAPEX / Przychody	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	103,7%	108,2%	101,1%	105,1%	107,4%	109,6%	111,3%	113,1%	114,7%	116,1%
Zmiana KO / Przychody	-4,2%	-5,3%	6,0%	0,9%	1,2%	1,1%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-47,0%	-128,3%	-88,8%	22,6%	50,0%	51,4%	81,2%	66,6%	69,0%	71,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	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 kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udział kapitału własnego	63,5%	66,1%	69,0%	72,3%	75,7%	79,2%	81,7%	84,3%	86,9%	87,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Udział kapitału obcego	36,5%	33,9%	31,0%	27,7%	24,3%	20,8%	18,3%	15,7%	13,1%	12,2%
WACC	6,4%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
beta	0,7	54,2	57,0	60,1	63,8	68,1	73,3	79,6	87,4	97,3
	0,8	50,4	52,8	55,5	58,6	62,3	66,5	71,7	77,9	85,6
	0,9	47,0	49,1	51,4	54,1	57,1	60,7	65,0	70,0	76,2
	1,0	43,9	45,7	47,8	50,0	52,7	55,7	59,3	63,4	68,5
	1,1	41,1	42,7	44,5	46,5	48,7	51,3	54,3	57,8	62,0
	1,2	38,6	40,0	41,5	43,3	45,2	47,4	50,0	53,0	56,4
	1,3	36,2	37,5	38,8	40,4	42,1	44,0	46,2	48,7	51,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	3,0%	58,5	61,7	65,4	69,8	75,0	81,3	89,2	99,1	112,1
	4,0%	50,4	52,8	55,5	58,6	62,3	66,5	71,7	77,9	85,6
	5,0%	43,9	45,7	47,8	50,0	52,7	55,7	59,3	63,4	68,5
	6,0%	38,6	40,0	41,5	43,3	45,2	47,4	50,0	53,0	56,4
	7,0%	34,1	35,2	36,4	37,7	39,2	40,9	42,8	45,0	47,5
	8,0%	30,3	31,1	32,1	33,2	34,3	35,6	37,1	38,7	40,6
	9,0%	27,0	27,7	28,5	29,3	30,2	31,3	32,4	33,7	35,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
premia za ryzyko	3,0%	94,0	89,3	85,1	81,3	78,0	75,0	72,3	69,8	67,6
	4,0%	78,0	73,6	69,8	66,5	63,6	61,0	58,7	56,6	54,7
	5,0%	65,9	62,0	58,6	55,7	53,2	51,0	49,0	47,2	45,6
	6,0%	56,4	52,9	50,0	47,4	45,3	43,4	41,7	40,2	38,8
	7,0%	48,8	45,7	43,1	40,9	39,0	37,4	36,0	34,7	33,5
	8,0%	42,5	39,8	37,6	35,6	34,0	32,6	31,3	30,2	29,3
	9,0%	37,3	34,9	32,9	31,3	29,8	28,6	27,5	26,6	25,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA SPÓŁKI METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Wycena porównawcza została przeprowadzona w oparciu o nasze prognozy na lata 2021-22 dla wybranych spółek z branży deweloperskiej. W wycenie uwzględniliśmy podmioty krajowe i zagraniczne, co naszym zdaniem oddaje charakter działalności Atal. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E oraz P/BV (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy wagę (po 50%) kolejnych lat w wycenie. Ostateczna wycena Atal metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **47,2 PLN**.

Wycena porównawcza dla Atal

	P/E		P/BV	
	2021	2022	2021	2022
Dom Development	11,5	11,0	2,6	2,6
Persimmon	10,9	10,5	2,2	2,2
Taylor Wimpey	10,3	9,0	1,3	1,2
Vistry Group	7,6	6,5	0,8	0,7
Barratt	10,1	9,4	1,2	1,1
Berkeley Group	12,5	12,0	1,6	1,6
LSR Group	7,4	6,5	1,0	1,2
PIK Group	8,2	7,3	2,5	2,0
Kaufman & Broad	10,4	10,3	2,3	2,3
Mediana	10,3	9,4	1,6	1,6
Atal	7,8	7,2	1,5	1,4
Premia/dyskonto	-24%	-23%	-11%	-14%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	50,5	50,3	43,0	45,0
Waga roku	50%	50%	50%	50%
Wycena wg wskaźników [PLN]	50,4		44,0	
Waga wskaźnika	50%		50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	47,2			

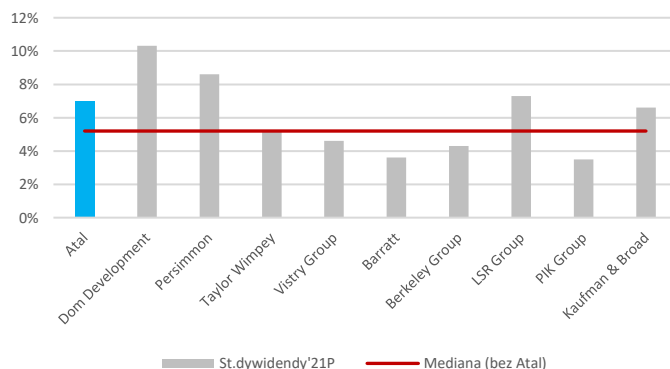
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie prognoz ROE, DY, DPR w kolejnych latach

	ROE					Stopa dywidendy					Wskaźnik wypłaty dywidendy			
	2019	2020P	2021P	2022P	//	2019	2020P	2021P	2022P	//	2019	2020P	2021P	2022P
Atal	14,7%	15,9%	18,6%	18,9%	//	12,3%	0,0%	7,0%	8,9%	//	88%	0%	70%	70%
Dom Development	23,6%	26,2%	25,4%	26,1%		7,8%	8,2%	10,3%	9,9%		100%	94%	100%	100%
Persimmon	26,6%	20,4%	21,5%	21,9%		9,0%	5,1%	8,6%	8,7%		88%	61%	93%	90%
Taylor Wimpey	20,3%	5,8%	13,1%	13,9%		12,2%	2,7%	5,2%	7,3%		90%	66%	52%	65%
Vistry Group	13,3%	6,4%	12,0%	12,9%		10,4%	1,1%	4,6%	43,0%		82%	19%	35%	281%
Barratt	15,8%	9,3%	11,9%	12,1%		6,9%	1,6%	3,6%	4,8%		64%	25%	40%	49%
Berkeley Group	19,8%	12,8%	13,1%	13,3%		3,2%	2,7%	4,3%	4,9%		33%	39%	56%	61%
LSR Group	11,9%	14,4%	15,6%	17,0%		8,3%	6,8%	7,3%	7,7%		73%	64%	57%	54%
PIK Group	30,4%	36,9%	32,1%	29,3%		3,2%	3,2%	3,5%	3,5%		53%	30%	28%	25%
Kaufman & Broad	31,2%	12,1%	24,1%	32,7%		6,7%	3,4%	6,6%	7,0%		73%	80%	76%	79%
Mediana (bez Atal)	20,3%	12,8%	15,6%	17,0%	//	7,8%	3,2%	5,2%	7,3%	//	73%	61%	56%	65%
Atal - mediana	-5,6%	3,1%	3,0%	1,9%		4,5%	-3,2%	1,8%	1,6%		15%	-61%	14%	5%

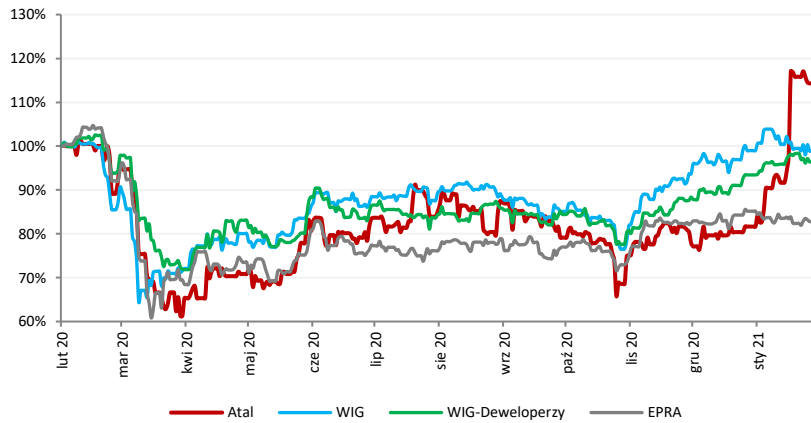
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Stopa dywidendy – prognoza na 2021



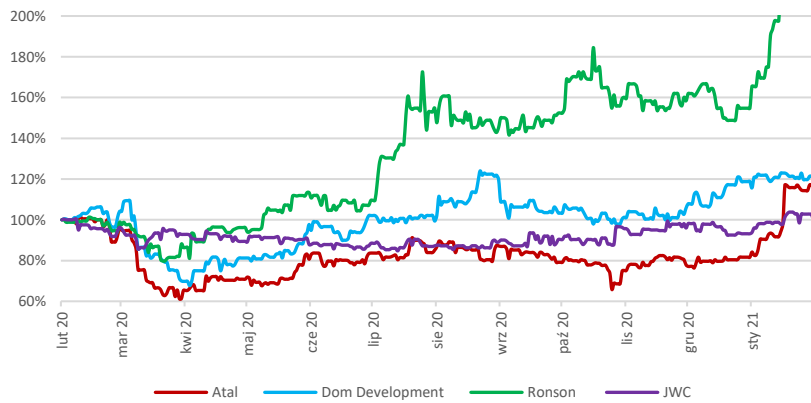
Źródło: Dom Maklerski BDM, Bloomberg

Zachowanie kursu na tle indeksów giełdowych



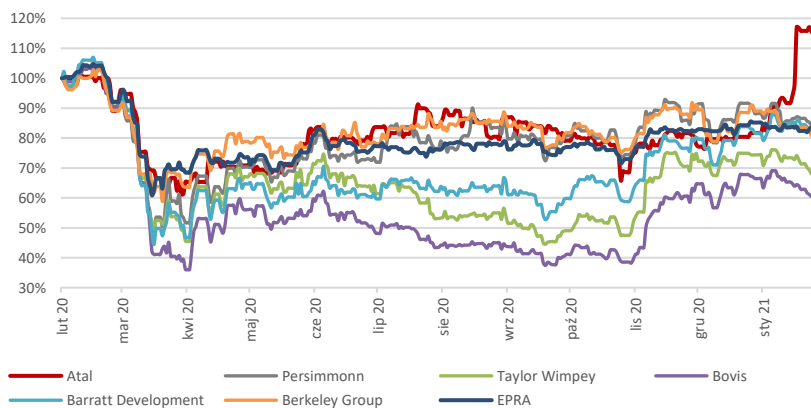
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle głównych konkurentów giełdowych notowanych na GPW



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle podmiotów zagranicznych



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

▪ Wpływ COVID-19

Pandemia COVID-19 miała duży wpływ na wolumeny kontraktacyjne większości notowanych spółek na GPW w okresie 2-3Q'20, co wynikało z wstrzymywania rozbudowy oferty. Nie odnotowano jednak korekty cen sprzedawanych lokali, co było efektem m.in. mniejszej podaży na rynku, czy cen gruntów. Deweloperzy wskazują, że większych problemów nie zauważano też w kwestii terminowej realizacji harmonogramów budów/przekazań, jednak widoczne były opóźnienia w uzyskiwaniu pozwoleń i zgód administracyjnych.

▪ Rynek gruntów

W ostatnich latach ceny działek na terenie dużych miast znacznie podrożały. Wielu deweloperów wskazuje, że udział kosztu gruntu względem ceny sprzedaży z mkw. przewyższa historyczne poziomy. Dodatkowo, część podmiotów z mniejszymi zasobami działek może być zmuszona do irracjonalnego windowania cen. W naszej ocenie obecna sytuacja na rynku gruntów będzie przekładała się na dalszy wzrost cen mieszkań, a także na ostrożniejsze wprowadzanie nowych inwestycji do oferty (chęć maksymalizowania marż oraz przeczekania trudności w zakupach).

▪ Presja kosztowa ze strony generalnych wykonawców

Zmiany na rynku pracy, które dokonują się w ostatnim czasie, presja płacowa w podmiotach świadczących usługi generalnego wykonawstwa i podwykonawstwa oraz wzrost cen materiałów powoduje, że spółki budowlane przekładają koszty na deweloperów. Stwarza to ryzyko dla realizowanych marż w prowadzonych projektach mieszkaniowych. Deweloperzy są w stanie po części ograniczać to ryzyko poprzez podnoszenie cen i korygowanie polityki upustów dla klientów.

▪ Ryzyko opóźnień w procesie budowy

Spółka zleca budowę generalnym wykonawcom, którzy odpowiadają za realizację inwestycji oraz uzyskanie stosownych pozwoleń. Wszelkie opóźnienia rzutują na rozpoczęcie przekazania, a tym samym wypracowane wyniki.

▪ Działania banków dot. wkładu własnego (m.in. rekomendacja S)

Rekomendacja z 18 czerwca 2013 r. nakładała obowiązek minimum 5%-ego wkładu własnego w zaciąganych kredytach mieszkaniowych od 1 stycznia 2014 r. W '15 wkład własny został podniesiony do 10% i w kolejnych latach był podwyższany o kolejne 5 p.p. aż do 20%. W poprzednich miesiącach, w związku z COVID, banki zaostrzyły kryteria udzielania kredytów, jednak obecnie słychać zapowiedzi o luzowaniu podejścia do klientów.

▪ Konkurencja rynkowa

Większość deweloperów giełdowych skupia swoje działania na rynku warszawskim, którego obecna oferta wynosi ok. 14-15 tys. lokali. Biorąc pod uwagę tak silną konkurencję, należy się liczyć z walką cenową.

▪ Programy rządowe wspierające zakup mieszkania

Jest to czynnik specyficzny dla polskiego rynku. Niedawno zakończył się kolejny już państwowy program wsparcia młodych osób chcących nabyć mieszkanie MdM (wcześniej działła RnS), co w poprzednich kwartałach wpływało na zwiększenie sprzedaży lokali (zwłaszcza u deweloperów, którzy oferowali tańsze lokale, spełniające wymogi limitów cenowych) Uważamy, że podmioty z dużą ekspozycją inwestycji na MdM mogą być dodatkowo narażone na spadek realizowanych wolumenów. Obecnie swoje działanie zaczyna program Mieszkanie +, który zakłada m.in. budownictwo tanich mieszkań (rządowa odpowiedź na brakujące 2-3 mln lokali; z opcją wykupu) oraz dopłatami do czynszu dla najuboższych.

▪ Ustawa o gruntach

Od 30 kwietnia 2016 roku zaczęła nowa ustawa o gruntach. Zgodnie z jej postanowieniami grunty rolne będą mogli nabyć tylko ci, którzy prowadzą działalność rolną na terenie danej gminy od co najmniej 5 lat. Dodatkowo dana osoba może posiadać nie więcej niż 300 ha ziemi, a pierwokup działek będą mieli dzierżawcy lub sąsiadujący rolnicy. Ustawą będą objęte wszystkie grunty, które nie są objęte planem zagospodarowania przestrzennego. Przepisy wprowadzonej ustawy mogą być problemem w szczególności dla mniejszych deweloperów, którzy dysponują ograniczonym bankiem ziemi.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Atal podał w raporcie bieżącym, że zakontraktował w '20 blisko 2,9 tys. lokali, co oznacza, że w 4Q'20 przedsprzedano 810-820 mieszkań (313 w październiku, 275 w listopadzie i 236 w grudniu). W przypadku przekazania, spółka wydała klientom w minionym kwartale ok. 1,22 tys. lokali (całorocznie 3,0 tys. szt.). Tym samym prognozujemy, że deweloper wypracował 401 mln PLN przychodów, realizując równocześnie marżę brutto na poziomie 23,8% (+5 p.p. r/r; w poprzednich kwartałach '20 notowano spadek rentowności). Szacujemy, że EBITDA zwiększyła się do ok. 86 mln PLN, a wynik netto to 67 mln PLN (+48% r/r, przed rokiem 45 mln PLN). W ujęciu całorocznym dałoby to ok. 1,07 mld PLN przychodów, ok. 195 mln PLN EBITDA i 149 mln PLN zysku netto.

Oczekujemy, że w latach 2021-22 dojdzie do poprawy rezultatów. Atal ma obecnie największą ofertę sprzedażową, co przy sprzyjającej koniunkturze powinno przekładać się na wysokie wolumeny przedsprzedaży (prognozujemy kontraktację 3,2-3,3 tys. mieszkań). Liczymy, że spółka zwiększy także liczbę przekazania (w '21 ukończona ma być budowa prawie 3,3 tys. lokali + ok. 900 szt. „przejdzie” do puli wydań z '20) i zakładamy sprzedaż notarialną w wys. 3,36 tys. mieszkań. Prognozujemy także, że poprawie ulegnie marża brutto (dzięki m.in. podniesieniu cen na projektach). Podsumowując, szacujemy, że w '21 Atal wypracuje 1,18 mld PLN przychodów, ok. 246 mln PLN EBITDA i 190 mln PLN zysku netto. W przyszłym roku powinno to być odpowiednio 1,23 mld PLN, 267 mln PLN oraz 208 mln PLN.

W modelu nie prezentujemy wpływu na wyniki projektu, który jest realizowany w Dreźnie. Atal posiada 49% udziałów w inwestycji, której wartość może sięgnąć ok. 240 mln EUR (w ujęciu przychodowym). Na gruncie zakupionym za ok. 44 mln EUR ma powstać docelowo 800-900 mieszkań o łącznej PUM ok. 57 tys. mkw. (więcej pod adresem: [link](#)). Obecnie w budowie znajduje się pierwszy etap projektu o wielkości 15 tys. mkw. PUM, a jego planowane zakończenie ma mieć miejsce na początku '22.

W odniesieniu do rynku oczekujemy w miarę stabilnych cen mieszkań (dynamiki na głównych rynkach powinny być niskie jednocyfrowe). Uważamy, że stabilizacji będą ulegały koszty generalnego wykonawstwa (choć część podmiotów z branży wskazuje na większą dostępność podwykonawców i „odwilż” w negocjacjach ws. cen robót budowlanych), a także w odniesieniu do rynku gruntów. Wśród potencjalnych ryzyk dostrzegamy przedłużające się procedury, głównie w Warszawie.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	234,5	116,2	68,1	301,4	185,8	269,9	215,4	400,5	358,5	348,3	324,1	145,8	1 055,0	720,2	1 071,6	1 176,7	1 227,8
Wynik brutto ze sprzedaży	66,1	25,5	22,8	56,3	37,9	45,6	48,5	95,2	81,4	83,8	81,3	36,2	283,5	170,7	227,2	282,7	305,5
Wynik netto ze sprzedaży	58,4	17,2	14,3	47,8	29,6	37,7	40,3	86,6	72,4	74,8	72,0	27,0	252,8	137,6	194,2	246,1	267,1
EBITDA	59,9	17,5	15,2	55,8	29,5	37,5	41,9	86,4	72,3	74,6	71,9	27,2	262,0	148,3	195,3	246,0	267,0
EBIT	59,4	17,0	14,7	54,8	28,9	37,1	41,3	85,8	71,7	74,1	71,3	26,7	260,5	145,9	193,0	243,8	264,7
Wynik brutto	56,7	16,7	14,5	54,7	27,4	35,5	38,5	82,5	69,2	71,2	69,4	24,9	256,3	142,5	183,8	234,8	256,5
Wynik netto	46,0	13,5	10,9	45,2	22,4	28,8	31,3	66,8	56,1	57,7	56,2	20,2	207,6	115,7	149,2	190,2	207,8
Marża brutto ze sprzedaży	28,2%	21,9%	33,5%	18,7%	20,4%	16,9%	22,5%	23,8%	22,7%	24,1%	25,1%	24,8%	26,9%	23,7%	21,2%	24,0%	24,9%
Marża EBITDA	25,5%	15,0%	22,3%	18,5%	15,9%	13,9%	19,4%	21,6%	20,2%	21,4%	22,2%	18,7%	24,8%	20,6%	18,2%	20,9%	21,7%
Marża EBIT	25,3%	14,6%	21,6%	18,2%	15,5%	13,7%	19,2%	21,4%	20,0%	21,3%	22,0%	18,3%	24,7%	20,3%	18,0%	20,7%	21,6%
Marża brutto	24,2%	14,4%	21,2%	18,2%	14,7%	13,2%	17,9%	20,6%	19,3%	20,5%	21,4%	17,1%	24,3%	19,8%	17,2%	20,0%	20,9%
Marża netto	19,6%	11,6%	16,1%	15,0%	12,0%	10,7%	14,5%	16,7%	15,6%	16,6%	17,4%	13,9%	19,7%	16,1%	13,9%	16,2%	16,9%
Liczba lokali sprzedanych	717	899	689	891	762	525	796	813	822	821	823	822	2 432	3 196	2 896	3 288	2 901
Liczba lokali przekazanych	607	313	174	671	473	767	543	1 219	1 122	977	876	388	2 678	1 765	3 002	3 363	3 018

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Porównanie prognoz DM BDM na tle konsensusu w latach 2020-22 [mln PLN]

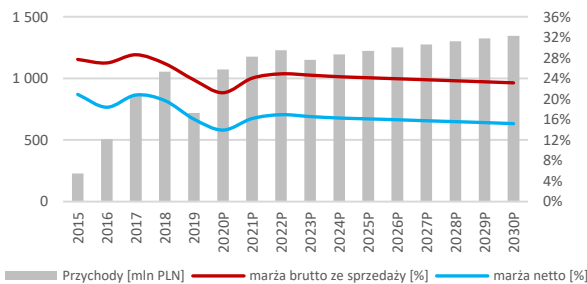
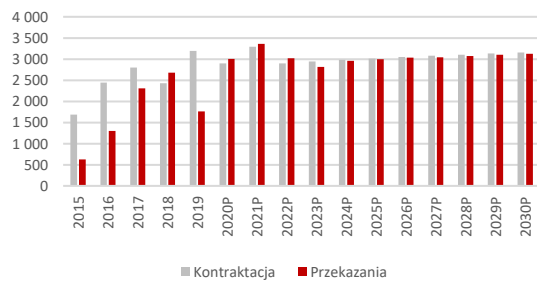
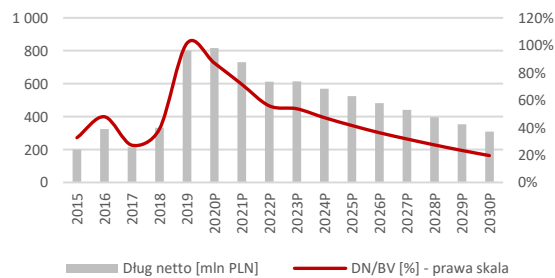
	2020P			2021P			2022P		
	BDM	Konsensus	Odch.	BDM	Konsensus	Odch.	BDM	Konsensus	Odch.
Przychody	1 071,6	1 069,0	0,2%	1 176,7	1 169,0	0,7%	1 227,8	1 253,0	-2,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	227,2	225,6	0,7%	282,7	272,4	3,8%	305,5	291,9	4,6%
Wynik netto ze sprzedaży	194,2	-	-	246,1	-	-	267,1	-	-
EBITDA	195,3	189,0	3,3%	246,0	238,0	3,4%	267,0	260,7	2,4%
EBIT	193,0	164,7	17,2%	243,8	235,3	3,6%	264,7	255,7	3,5%
Wynik brutto	183,8	179,0	2,7%	234,8	226,3	3,7%	256,5	251,0	2,2%
Wynik netto	149,2	145,3	2,7%	190,2	182,0	4,5%	207,8	201,3	3,2%
marża brutto ze sprzedaży	21,2%	21,1%		24,0%	23,3%		24,9%	23,3%	
marża EBITDA	18,2%	17,7%		20,9%	20,4%		21,7%	20,8%	
marża EBIT	18,0%	15,4%		20,7%	20,1%		21,6%	20,4%	
marża netto	13,9%	13,6%		16,2%	15,6%		16,9%	16,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

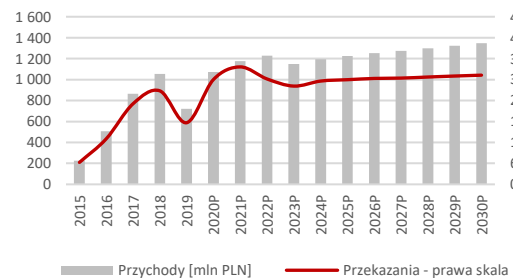
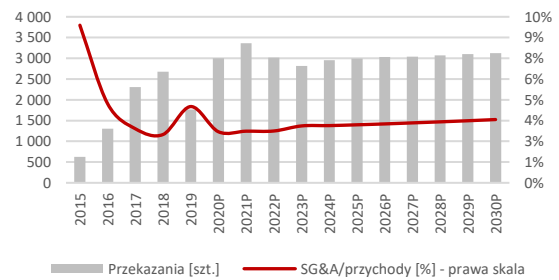
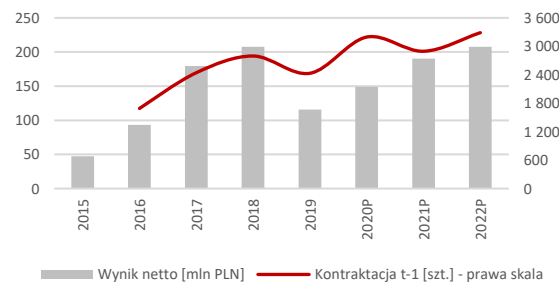
Założenia własne dla poszczególnych projektów przekazywanych w okresie 2021-22*

Projekt	Liczba lokali	Start przekazania	Max. przychody [mln PLN]	Przychód na mieszkanie [tys. PLN]	//	Projekt	Liczba lokali	Start przekazania	Max. przychody [mln PLN]	Przychód na mieszkanie [tys. PLN]
Nowy Brynów, e. 2, Katowice	142	1Q'21	36,1	254,2		Ap. Przybyszewskiego, e. 3, Kraków	47	1Q'22	24,4	520,0
Chojny Park, e. 4, Łódź	105	1Q'21	22,9	218,4		Nowe Miasto Jagodno, e. 2, Wrocław	111	1Q'22	39,7	357,5
Nowa Grochowska, e. 2, Warszawa	115	1Q'21	44,4	386,2		Atal Bosmańska, e. 1, Gdynia	107	1Q'22	41,1	384,3
Nowa Grochowska, e. 3, Warszawa	114	1Q'21	50,8	445,8		Ap. Drewnowska 43, e. 4, Łódź	226	2Q'22	74,1	328,1
Krakowska 35, e. 1, Wrocław	13	1Q'21	92,6	7 122,1		Nowe Miasto Polesie, e. 2, Łódź	152	2Q'22	46,5	306,0
Atal Oporów, e. 1, Wrocław	138	1Q'21	44,2	320,2		Ap. Karolinki, e. 2, Gliwice	272	2Q'22	97,4	358,0
Atal Kliny Zacisze, e. 4, Kraków	98	2Q'21	29,7	302,9		Nowe Miasto Jagodno, e. 3, Wrocław	295	3Q'22	97,4	330,0
Ap. Drewnowska 43, e. 3, Łódź	84	2Q'21	28,6	340,1		Atal City Square, e. 1, Wrocław	366	3Q'22	187,9	513,3
Atal Residence Zabłocie, e. 3, Kraków	197	2Q'21	128,5	652,5		Atal Al..Pokoju, e. 3B, Kraków	248	3Q'22	114,5	461,5
Ptasia 20, e. 1, Poznań	298	2Q'21	103,6	347,6		Przystań Letnica, e. 2, Gdańsk	202	3Q'22	91,5	452,8
Ap. Ostródzka, e. 1, Warszawa	124	2Q'21	37,3	300,5		Ap. Przybyszewskiego, e. 4, Kraków	76	3Q'22	49,6	652,1
Nowe Miasto Jagodno, e. 1, Wrocław	187	2Q'21	60,0	320,9		Śląska 12 Ap. Inw., e. 1, Gdańsk	112	3Q'22	57,7	515,0
Nowe Miasto Polesie, e. 1, Łódź	142	2Q'21	41,1	289,8		Bartycka 49, e. 1, Warszawa	79	3Q'22	56,8	719,3
Modern Towers, e. 1, Gdańsk	291	3Q'21	115,8	398,0		Atal Residence Zabłocie, e. 4, Kraków	24	4Q'22	23,3	972,0
Sokolska 30 Towers, e. 1, Katowice	282	3Q'21	130,0	461,1		Suma/Srednia	2 317		1 001,8	432,4
Ap. Karolinki, e. 1, Gliwice	255	3Q'21	68,3	268,0						
Ap. Dmowskiego, e. 2, Poznań	166	3Q'21	53,6	322,9						
Ap. Przybyszewskiego, e. 2, Kraków	299	2Q'21	128,1	428,5						
Atal Al..Pokoju, e. 3A, Kraków	126	2Q'21	52,7	418,3						
Chojny Park, e. 5, Łódź	96	2Q'21	26,3	273,7						
Suma/Srednia	3 272		1 294,7	395,7						

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *prezentujemy projekty, których budowa już się rozpoczęła

Marże brutto ze sprzedaży i netto

 Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Kontrakcja vs przekazania lokali [szt.]

 Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Zadłużenie netto


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN] vs przekazania

 Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Przekazania vs SG&A

 Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Kontrakcja a wynik netto


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYNIKI 3Q'20 I KLUCZOWE KWESTIE PO TELEKONFERENCJI Z ZARZĄDEM

W 3Q'20 deweloper wypracował 215 mln PLN przychodów (+216% r/r), realizując marżę brutto ze sprzedaży w wys. 22,5% (-11 p.p. r/r). EBITDA grupy zwiększyła się do 42 mln PLN (+176% r/r), a wynik netto do 31 mln PLN (+186% r/r). Dług netto w relacji do kapitałów własnych ukształtował się na poziomie 1,1x (na koniec 4Q'19 ok. 1,0x). Cash flow z działalności operacyjnej wyniósł +4,1 mln PLN (vs -90,8 mln PLN przed rokiem). Spółka przekazała klientom w omawianym kwartale 543 mieszkania (+212% r/r) oraz zakontraktowała 796 mieszkań (+16% r/r). Średnia wartość przekazanego lokalu w 3Q'20 wyniosła 397 tys. PLN (+1% r/r). Na koniec 3Q'20 w ofercie znajdowało się ponad 4,4 tys. mieszkań.

Atal – wyniki 3Q'20 [mln PLN]

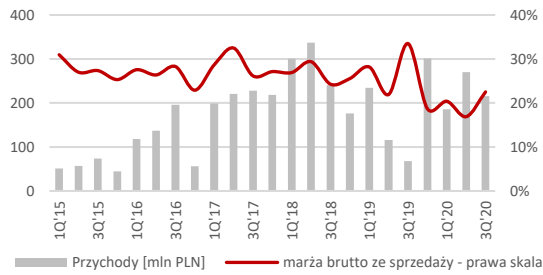
	3Q'19	3Q'20	zmiana r/r	3Q'20 kons. PAP	odchylenie
Przychody	68,1	215,4	216,3%	190,3	13,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	22,8	48,5	112,6%	-	-
Wynik netto ze sprzedaży	14,3	40,3	182,1%	-	-
EBITDA	15,2	41,9	175,9%	36,8	13,8%
EBIT	14,7	41,3	181,0%	36,4	13,4%
Wynik brutto	14,5	38,5	166,1%	-	-
Wynik netto	10,9	31,3	186,3%	27,9	12,2%
marża brutto ze sprzedaży	33,5%	22,5%		-	
marża EBITDA	22,3%	19,4%		19,3%	
marża EBIT	21,6%	19,2%		19,1%	
marża netto	16,1%	14,5%		14,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

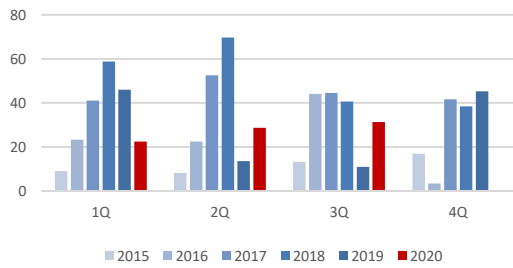
Atal – rozbięcie geograficzne działalności w 3Q'20 [mln PLN/szt.]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20
Przychody [mln PLN]	301,0	337,0	240,5	175,5	234,5	116,2	68,1	301,4	185,8	269,9	215,4
Cieszyn	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Trójmiasto	0,0	0,0	47,0	16,6	5,2	4,0	18,1	59,2	15,4	55,5	10,9
Katowice	13,6	12,3	10,1	8,3	23,5	25,5	4,0	0,1	0,6	0,1	57,7
Kraków	112,8	104,8	36,6	106,6	51,5	3,5	1,0	90,8	50,2	23,8	19,6
Łódź	33,1	29,2	17,5	7,3	5,5	33,1	34,4	16,8	36,0	70,1	46,0
Poznań	0,0	37,9	6,6	2,1	0,3	1,7	0,5	0,6	0,5	0,2	46,3
Warszawa	89,8	70,0	66,3	15,9	82,2	43,8	8,4	25,9	75,7	56,3	10,1
Wrocław	51,5	82,7	56,3	18,5	66,3	4,4	1,5	108,0	6,6	63,2	24,1
Inne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7	0,5
Udział w przychodach											
Cieszyn	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Trójmiasto	0%	0%	20%	9%	2%	3%	27%	20%	8%	21%	5%
Katowice	5%	4%	4%	5%	10%	22%	6%	0%	0%	0%	27%
Kraków	37%	31%	15%	61%	22%	3%	2%	30%	27%	9%	9%
Łódź	11%	9%	7%	4%	2%	29%	51%	6%	19%	26%	21%
Poznań	0%	11%	3%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	22%
Warszawa	30%	21%	28%	9%	35%	38%	12%	9%	41%	21%	5%
Wrocław	17%	25%	23%	11%	28%	4%	2%	36%	4%	23%	11%
Inne	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Przekazania [szt.]	869	831	605	373	607	313	174	675	473	767	543
Kraków	244	293	70	236	104	7	1	111	103	78	56
Wrocław	194	126	147	27	218	11	1	242	11	210	72
Warszawa	184	265	169	32	191	106	11	130	203	132	22
Łódź	109	116	56	19	12	112	109	53	116	211	120
Trójmiasto	0	0	123	37	2	14	42	139	39	136	22
Poznań	106	0	17	5	7	-4	0	0	0	0	73
Katowice	32	31	23	17	73	67	10	0	1	0	178
Udział w przekazaniach											
Kraków	28%	35%	12%	63%	17%	2%	1%	16%	22%	10%	10%
Wrocław	22%	15%	24%	7%	36%	4%	1%	36%	2%	27%	13%
Warszawa	21%	32%	28%	9%	31%	34%	6%	19%	43%	17%	4%
Łódź	13%	14%	9%	5%	2%	36%	63%	8%	25%	28%	22%
Trójmiasto	0%	0%	20%	10%	0%	4%	24%	21%	8%	18%	4%
Poznań	12%	0%	3%	1%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	13%
Katowice	4%	4%	4%	5%	12%	21%	6%	0%	0%	0%	33%

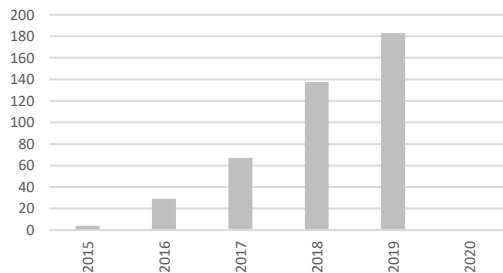
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – marża brutto na tle przychodów [%]


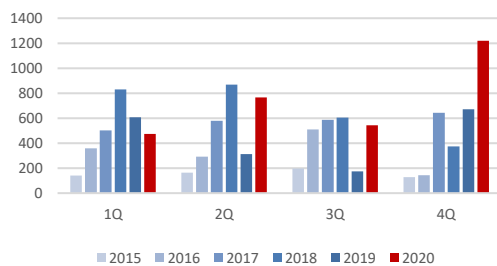
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – wynik netto w ujęciu kwartalnym [mln PLN]


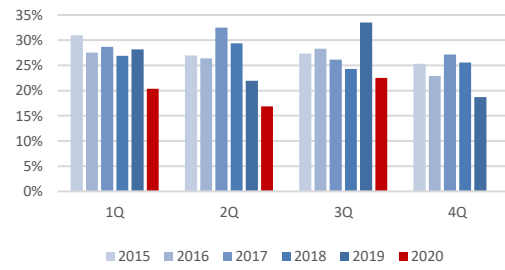
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – dywidenda [mln PLN]


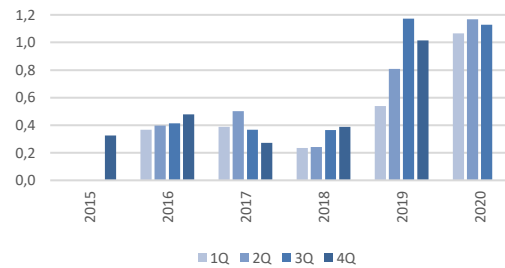
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – przekazania kwartalne [szt.]


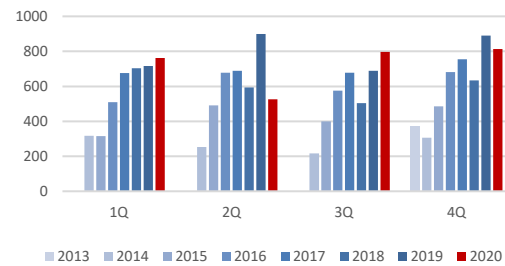
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – porównanie marży brutto w kwartałach [%]


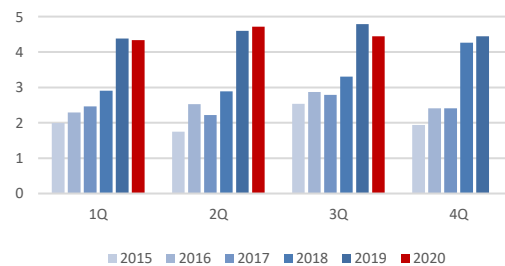
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – DN/BV [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – kontrakcja kwartalna [szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – oferta na koniec kwartału [tys. szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Projekty w realizacji/przygotowaniu - podsumowanie

	Liczba projektów	Liczba mieszkań	PUM [mkw.]	Średnia liczba lokali/projekt	Średni PUM projektu [mkw.]	Średni metraż lokalu [mkw.]	Udział rynku wg lokali	Udział rynku wg PUM
RAZEM	82	17 105	991 536	209	12 092	58		
Poznań	11	3 136	173 385	285	15 762	55	18%	17%
Wrocław	15	2 808	165 766	187	11 051	59	16%	17%
Śląsk	9	4 235	253 951	471	28 217	60	25%	26%
Kraków	15	1 831	113 668	122	7 578	62	11%	11%
Łódź	10	1 532	86 084	153	8 608	56	9%	9%
Warszawa	12	1 758	94 948	147	7 912	54	10%	10%
Trójmiasto	10	1 805	103 734	181	10 373	57	11%	10%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Projekty w realizacji/przygotowaniu – rozbięcie geograficzne

	Projekty	Liczba proj.	Mieszkania	PUM [mkw.]		Projekty	Liczba proj.	Mieszkania	PUM [mkw.]
RAZEM	W realizacji	50	8 277	493 373	Poznań	W realizacji	6	1 360	76 929
	Planowane	32	8 828	498 163		Planowane	5	1 776	96 456
	RAZEM	82	17 105	991 536		RAZEM	11	3 136	173 385
Kraków	W realizacji	12	1 460	93 272	Łódź	W realizacji	7	1 017	57 784
	Planowane	3	371	20 396		Planowane	3	515	28 300
	RAZEM	15	1 831	113 668		RAZEM	10	1 532	86 084
Wrocław	W realizacji	9	1 486	94 518	Śląsk	W realizacji	4	951	56 000
	Planowane	6	1 322	71 248		Planowane	5	3 284	197 951
	RAZEM	15	2 808	165 766		RAZEM	9	4 235	253 951
Warszawa	W realizacji	7	1 059	57 351	Trójmiasto	W realizacji	5	944	57 519
	Planowane	5	699	37 597		Planowane	5	861	46 215
	RAZEM	12	1 758	94 948		RAZEM	10	1 805	103 734

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

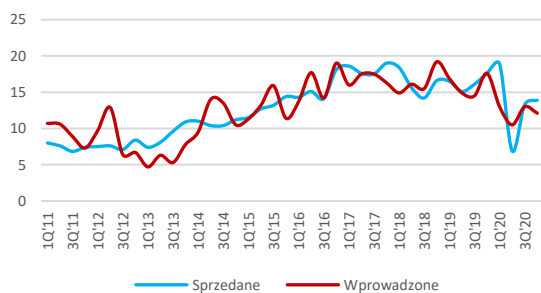
Kluczowe kwestie po telekonferencji z Zarządem:

1. **COVID-19** ma większy wpływ na sprawy organizacyjne (m.in. w aspekcie uzyskiwania pozwoleń, wydań);
2. Nie ma problemów z **terminowością wykonywania budów**;
3. Spółka obserwuje **zwiększoną dostępność podwykonawców** (wpływ wstrzymania inwestycji samorządowych);
4. Atal może wydać 900-1000 mieszkań w 4Q'20 (mogło być więcej, ale część z racji procedur się przesunie na początek '21);
5. Spółka obserwuje **spadek cen u podwykonawców**;
6. **Ceny na rynku mieszkaniowym pozostają stabilne**;
7. **Zakupy gruntów** – spółka planuje domknąć w 4Q'20 zakup gruntu o cenie <10 mln PLN;
8. **Marża brutto w '21** – zarząd oczekuje, że rentowność będzie w przedziale 23-24%;
9. **Kontraktacja 4Q'20** – październik był bardzo mocny, w listopadzie widać było lekkie wyhamowanie;
10. **Zadłużenie** – w październiku wykupiono obligacje o wartości ok. 40 mln PLN; kredyty są płacone na bieżąco; zadłużenie netto powinno mocniej spaść po 1Q'21;;
11. **Obligacje posiadane przez właściciela** – kowenanty są tak skonstruowane, że umożliwiają tej formy długu;
12. **Dywidenda '21** – większość deweloperów nie wypłaciła dywidendy w '20; zarząd nie widzi dużych zagrożeń na '21 i chciałaby powrócić do wypłaty 70-100% zysku netto;
13. **Projekt w Dreźnie** – spółka rozmawia z jednym funduszem; w pierwszym etapie projektu, grupa wolałaby sprzedać cały etap do klienta instytucjonalnego (ostateczna decyzja będzie zależna od zaferowanej ceny); w Niemczech kontraktacja zazwyczaj rusza po roku od startu budowy; pierwszy etap (15 tys. PUM) ma zakończyć się w 1Q'22; Atal ma 49% udziałów (reszta to Juroszek Inv. sp. z o.o.); inwestycja jest realizowana w terminie.

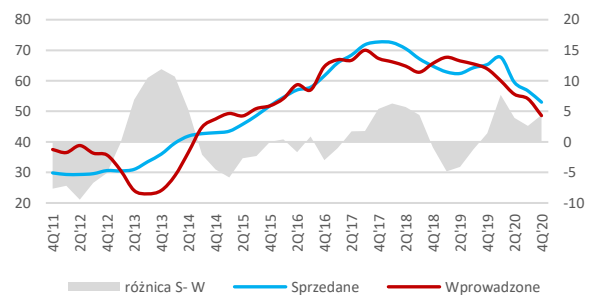
OTOCZENIE RYNKOWE

Z danych REAS wynika, że 4Q'20 przyniósł zdecydowaną poprawę odczytów względem 2-3Q'20 (okres najmocniej dotknięty negatywnym wpływem COVID-19), niemniej względem 4Q'19 widać spadek. W minionym kwartale w 6 głównych miastach zakontraktowano ok. 13,9 tys. lokali, co oznacza spadek r/r o 21% i wzrost o 5% Q/Q. Do oferty wprowadzono ok. 12,1 tys. mieszkań (-31% r/r, -7% Q/Q), a końcowa wysokość oferty ukształtowała się na poziomie 48,0 tys. lokali (-5% r/r). W podziale na aglomeracje, najwięcej zakontraktowano w Warszawie, tj. 4,8 tys. mieszkań, co dało stolicy ponad 1/3 udziału w „torcie”. Na kolejnych miejscach znalazły się Kraków, Trójmiasto i Wrocław (odpowiednio 2,3/2,3/2,2 tys. szt.). Pod względem wprowadzonego wolumenu dominowały Trójmiasto (3,3 tys. lokali) oraz Warszawa (3,2 tys. mieszkań). We Wrocławiu zwiększono bazę o 2,0 tys. lokali. Odzwierciedlenie widać również w całkowitej ofercie na koniec kwartału. W Warszawie do sprzedaży było przeznaczonych 13,8 tys. lokali, w Krakowie ok. 8,6 tys. szt., a we Wrocławiu 9,1 tys. mieszkań.

Mieszkania sprzedane i wprowadzone w 6 miastach – uj. kwartalne [tys. szt.]



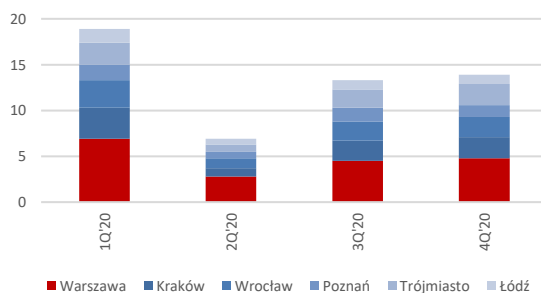
Mieszkania sprzedane i wprowadzone w 6 miastach – uj. ltm [tys. szt.]



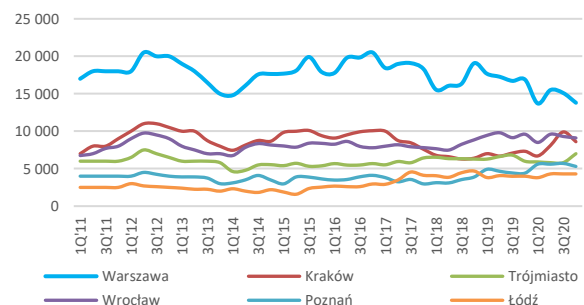
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., REAS

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., REAS

Kontraktacja w poszczególnych miastach [tys. szt.]



Oferta mieszkań w głównych miastach na koniec Q [tys. szt.]

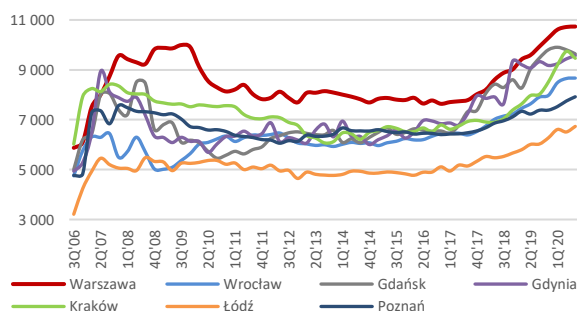


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., REAS

Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., REAS

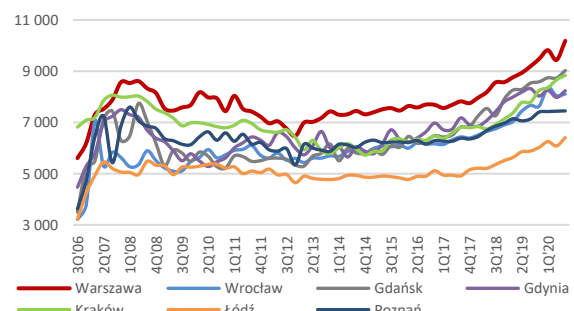
Negatywnego wpływu pandemii nie widać póki co w przypadku kształtowania się cen mieszkań. Ciągłe zauważalne jest przyspieszenie wzrostu cen ofertowych i transakcyjnych lokali gotowych, jak i tych, które są dopiero wprowadzane do sprzedaży. Opierając się na danych NBP, w miastach, w których działa Dom Development, ceny transakcyjne za mkw. lokalu wzrosły w 3Q'20 odpowiednio o: w Warszawie o 10,8% r/r, w Gdańsku o 5,7% r/r, a we Wrocławiu o 5,8% r/r. Wg Otodom w grudniu w stolicy utrzymują się dynamiki na poziomie +7% r/r, w Gdańsku +10% r/r, we Wrocławiu +5% r/r, w Krakowie +4% r/r, a na Śląsku +6% r/r.

Ceny ofertowe mieszkań na terenie działania Atal [PLN]



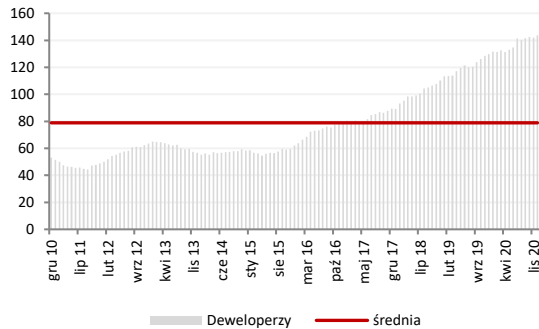
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

Ceny transakcyjne mieszkań na terenie działania Atal [PLN]

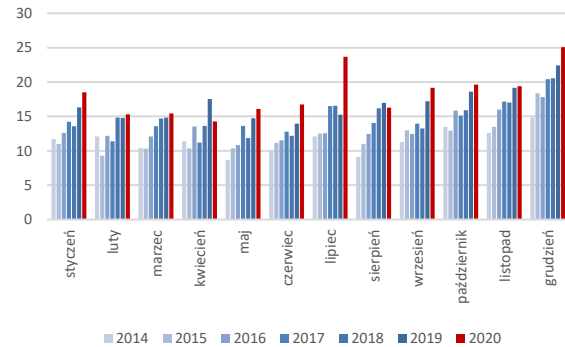


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., NBP

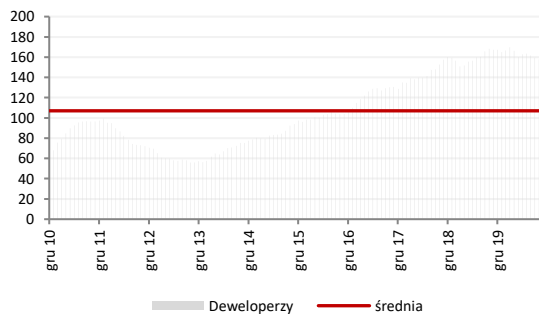
Dane GUS wskazują, że po zapaści rynku (efekt COVID-19) w kwietniu i maju, sytuacja się ustabilizowała, a rynek doszedł do siebie (liczba wydawanych pozwoleń i rozpoczynanych budów powróciła do ubiegłorocznych poziomów). Należy zauważyć, że w ciągu ostatnich 12 miesięcy deweloperzy uzyskali ok. 60% pozwoleń na budowę. Podobna sytuacja panuje, jeśli chodzi o lokale oddawane do użytku. Tu duże podmioty również utrzymują ponad 60%-owy poziom przekazania w całkowitej ich liczbie. Warto zauważyć, że duże firmy dzielą „tort” z inwestorami indywidualnymi, natomiast marginalny pozostaje udział spółdzielni.

Mieszkania oddane do użytku [tys. szt.]


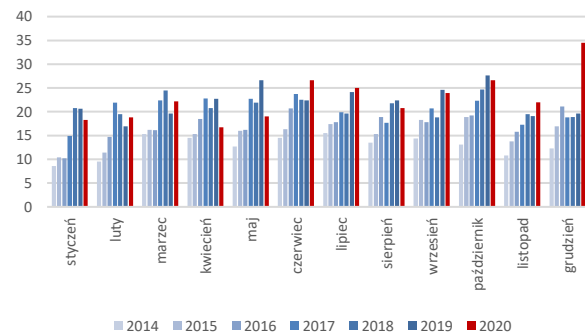
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Mieszkania oddane do użytku – uj. m-c [tys. szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS

Wydane pozwolenia na budowę [tys. szt.]


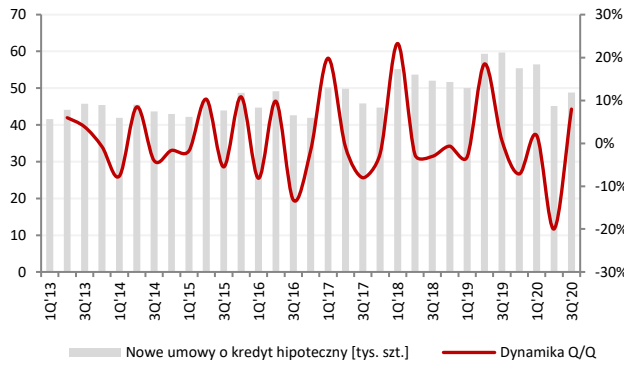
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS; ujęcie skumulowane dla ostatnich 12 miesięcy

Wydane pozwolenia na budowę – uj. m-c [tys. szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., GUS

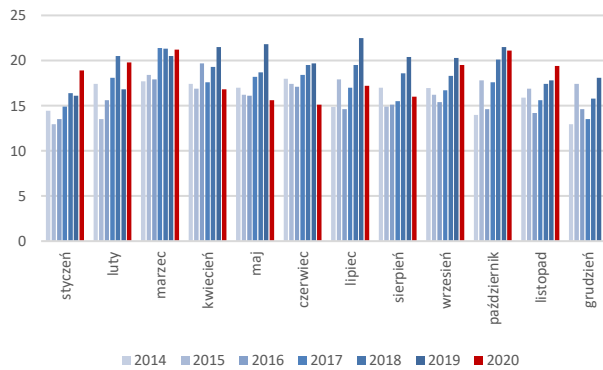
Rynek deweloperski przez znaczną część '20 znajdował się pod wpływem skutków pandemii COVID-19. W czasie lock-downu w 2Q'20 wiele podmiotów zdecydowało się ograniczyć tempo wprowadzania nowych projektów do budowy (lub podjęto decyzję o etapowaniu), co odbiło się na realizowanej kontrakcji w 2-3Q'20. W 4Q'20 poprawiła się kwestia uzyskiwania pozwoleń ze strony urzędów (dot. głównie pozwoleń na budowę, chociaż dane GUS sugerują w tym aspekcie dużą poprawę). Wymagająca cały czas jest także sytuacja na rynku gruntów. Sprzedający nie zaniżali cen w związku ze spadkiem popytu na nowe działki w poprzednich miesiącach. Dane BIK i NBP sugerują, że po kilku słabszych miesiącach w obszarze nowych kredytów hipotecznych dochodzi obecnie do odbicia (zarówno w ujęciu wartościowym, jak i wolumenowym). Z pozytywnych czynników należy wspomnieć m.in. o utrzymujących się niskich stopach procentowych, co teoretycznie powinno wspierać popyt w kolejnych miesiącach. Według danych ZBP w 3Q'20 średnie oprocentowanie nowych złotych kredytów mieszkaniowych wynosiło 2,50%, a marża ok. 2,28% (stabilizacja Q/Q). Zdaniem władz banku centralnego wraz z rosnącymi wynagrodzeniami wpłynęło to na nieznaczną poprawę wskaźników kredytowej dostępności mieszkania. Planowo toczyły się również już rozpoczęte budowy, co potwierdzają spółki działające w obszarze generalnego wykonawstwa (nie jest jednak wykluczone, że rosnąca liczba przypadków zakażeń COVID-19 przełoży się na efektywność realizacji budów).

Nowe umowy o kredyt hipoteczny [tys. szt.]



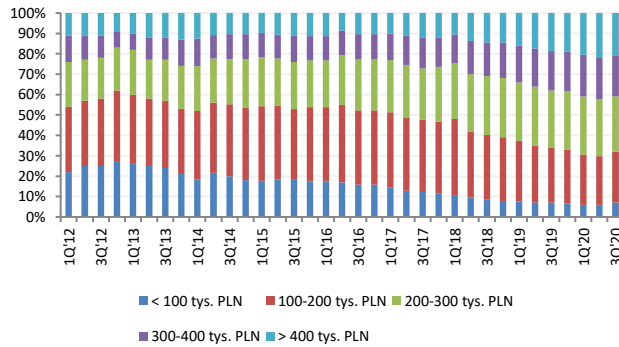
Źródło: ZBP

Nowe umowy o kredyt hipoteczny – uj. miesięczne [tys. szt.]



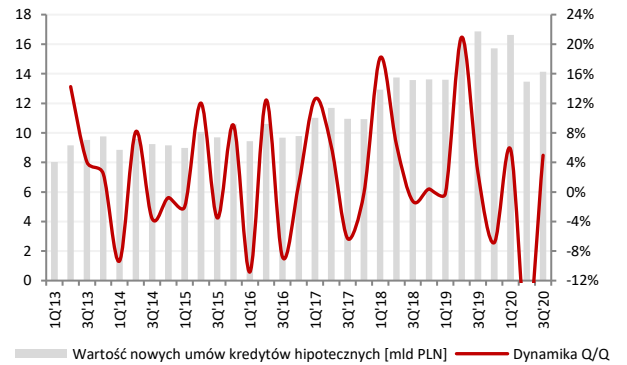
Źródło: BIK

Struktura wartościowa nowych kredytów



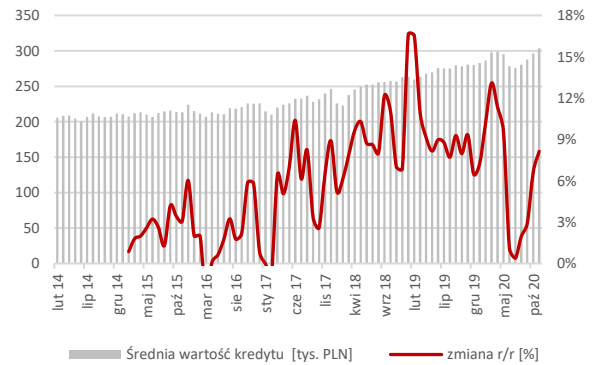
Źródło: AMRON, ZBP

Wartość nowo podpisanych umów o kredyt hipoteczny [mld PLN]



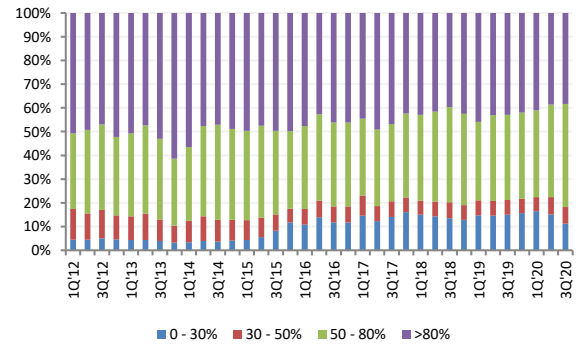
Źródło: ZBP

Średnia wartość udzielonego kredytu [tys. PLN]



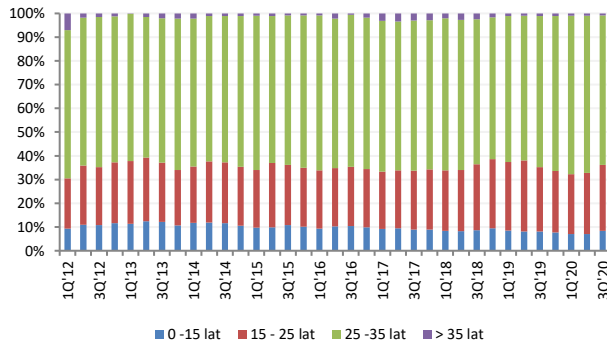
Źródło: BIK

Struktura wskaźnika LtV dla nowych kredytów



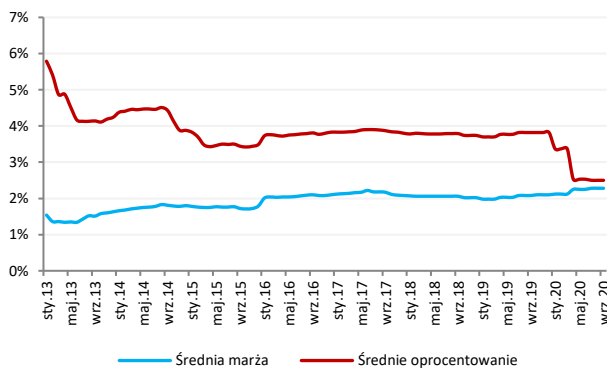
Źródło: AMRON, ZBP

Struktura wiekowa kredytów mieszkaniowych



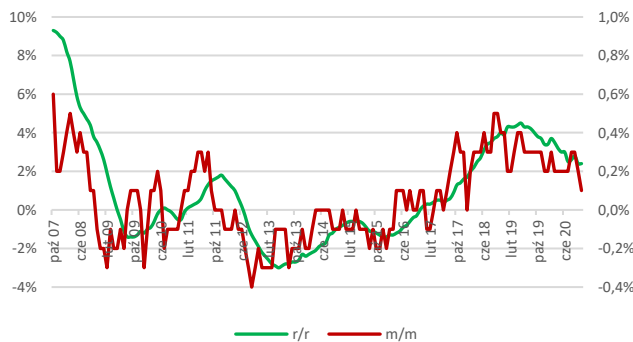
Źródło: AMRON, ZBP

Koszt kredytu hipotecznego [%]



Źródło: AMRON, ZBP

Wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej w kat. budynki

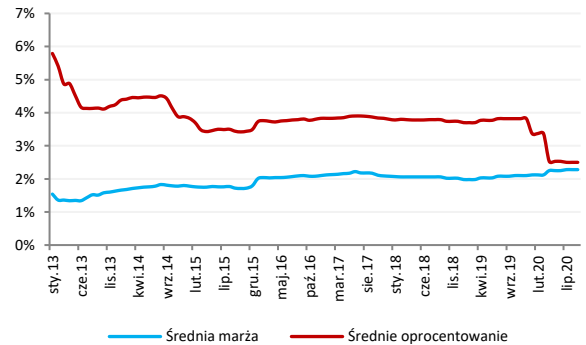


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., GUS

Po dwóch spadkowych kwartałach z rzędu przedstawieni przez nas deweloperzy poprawili łączną kontrakcję (wzrost o ponad 5% r/r). Pozytywnie odbieramy wolumeny w Dom Development, który przedsprzedał ponad 1,1 tys. lokali (+18% r/r), co jest rekordowym rezultatem w historii grupy. Na uwagę zasługują też z pewnością mocne odczyty Budimeksu Nieruchomości (+28% r/r), Archicomu (+24% r/r, rozbudowa oferty w minionym kwartale) i niskowego Lokum (+412% r/r, efekt wyraźnie większej oferty r/r). Widać jednak, że na rynku są także podmioty, które mają problemy z wprowadzaniem nowych projekty do sprzedaży i tym samym notują ujemne dynamiki (np. JWC). W ujęciu całorocznym rynek spadł o 7% r/r, jednak za większość strat odpowiada 2Q'20.

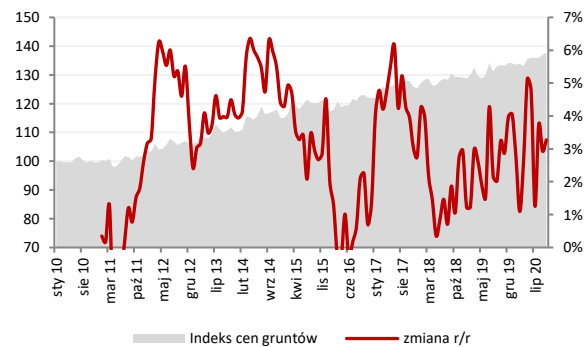
W przypadku przekazania omawiani deweloperzy zwiększyli wolumen wydań w 4Q'20 o 2% r/r. Należy zwrócić uwagę, że zdecydowana większość spółek (9) poprawiła odczyt r/r, a za niską dynamikę odpowiadają przede wszystkim Murapol, JWC (-93% r/r, -475 szt.), Lokum (-59% r/r) i Budimex Nieruchomości (-35% r/r). Z giełdowych przedstawicieli branży najmocniejszy wzrost sprzedaży notarialnej odnotowały Archicom (+175% r/r, 564 szt.), Develia (+119% r/r, 407 szt.) oraz Atal (+82% r/r, ponad 1,2 tys. szt.).

WIBOR 3M vs stopa referencyjna



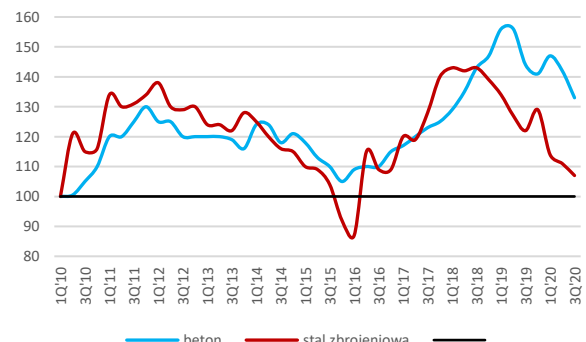
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Bloomberg

Indeks cen gruntów



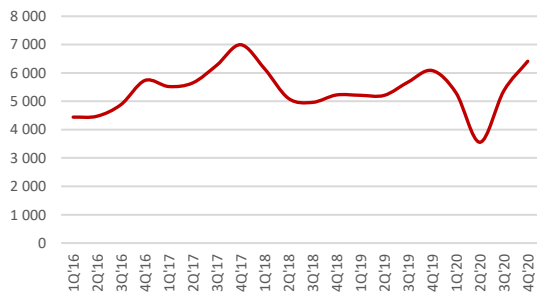
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., <https://www.bankier.pl/nieruchomosci/ceny-mieszkan>

Dynamika cen głównych materiałów budowlanych – uj. znormalizowane



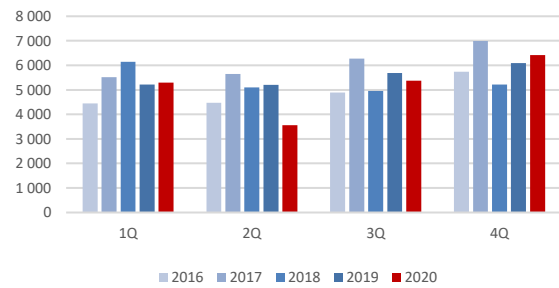
Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., Budimex

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Łączny wolumen sprzedaży wybranych deweloperów giełdowych [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S. A., spółka

Kontraktacja w 4Q'20 [szt.]

	4Q'19	4Q'20	zmiana r/r	2019	2020	zmiana r/r
Dom Development	962	1 130	17,5%	3 661	3 756	2,6%
Robyg	717	1 166	62,6%	2 570	2 567	-0,1%
Atal	891	813	-8,8%	3 196	2 896	-9,4%
Murapol	1 034	639	-38,2%	3 674	2 779	-24,4%
Develia	582	580	-0,3%	1 510	1 361	-9,9%
Budimex Nieruchomości	369	473	28,2%	1 655	1 672	1,0%
JWC (brutto)	289	151	-47,8%	1 026	651	-36,5%
Ronson	256	257	0,4%	762	919	20,6%
Inpro	185	161	-13,0%	769	635	-17,4%
Archicom	295	366	24,1%	1 462	1 220	-16,6%
Lokum	33	169	412,1%	268	463	72,8%
Wikana	55	46	-16,4%	283	157	-44,5%
Echo	418	464	11,0%	1 351	1 566	15,9%
RAZEM	6 086	6 415	5,4%	22 187	20 642	-7,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *nie uwzględniamy umów rezerwacyjnych

Przekazania w 4Q'20 [szt.]

	4Q'19	4Q'20	zmiana r/r	2019	2020	zmiana r/r
Dom Development	988	1 073	8,6%	3 482	3 006	-13,7%
Robyg	1 450	1 857	28,1%	2 850	2 700	-5,3%
Atal	671	1 219	81,7%	1 765	3 002	70,1%
Murapol	1 579	442	-72,0%	3 124	2 922	-6,5%
Develia	186	407	118,8%	1 964	1 153	-41,3%
Budimex Nieruchomości	305	199	-34,8%	1 534	1 286	-16,2%
JWC (brutto)	510	35	-93,1%	1 480	185	-87,5%
Ronson	124	167	34,7%	655	967	47,6%
Inpro	313	455	45,4%	569	872	53,3%
Archicom	205	564	175,1%	1 382	1 549	12,1%
Lokum	195	80	-59,0%	733	391	-46,7%
Wikana	22	41	86,4%	229	213	-7,0%
Echo	672	792	17,9%	1 264	1 505	19,1%
RAZEM	7 220	7 331	1,5%	21 031	19 751	-6,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki

Historyczna kontraktacja [szt.]

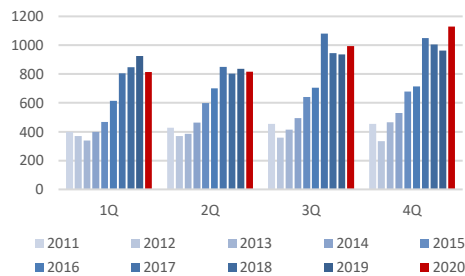
	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	zmiana 4Q'20 r/r	//	2017	2018	2019	2020	zmiana '20/'19
Dom Development	926	836	937	962	815	816	995	1 130	17%		3 786	3 602	3 661	3 756	3%
Robyg	472	605	776	717	558	237	606	1 166	63%		3 470	2 520	2 570	2 567	0%
Atal	717	899	689	891	762	525	796	813	-9%		2 796	2 432	3 196	2 896	-9%
Murapol	939	757	944	1 034	846	680	614	639	-38%		3 605	3 560	3 674	2 779	-24%
Develia	331	287	310	582	311	112	358	580	0%		2 029	1 710	1 510	1 361	-10%
Budimex Nieruchomości	265	466	555	369	541	275	383	473	28%		1 457	1 208	1 655	1 672	1%
JWC (brutto)	280	208	249	289	210	130	160	151	-48%		1 819	1 248	1 026	651	-37%
Ronson	174	172	160	256	278	149	235	257	0%		816	758	762	919	21%
Inpro	186	178	220	185	190	91	193	161	-13%		739	801	769	635	-17%
Archicom	406	349	412	295	293	220	341	366	24%		1 429	1 370	1 462	1 220	-17%
Lokum	89	82	64	33	47	41	206	169	412%		1 052	1 011	268	463	73%
Wikana	76	83	69	55	51	25	35	46	-16%		270	238	283	157	-45%
Echo	351	287	295	418	398	254	450	464	11%		1 170	977	1 351	1 566	16%
Razem	5 212	5 209	5 680	6 086	5 300	3 555	5 372	6 415	5%		24 438	21 435	22 187	20 642	-7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *nie uwzględniamy umów rezerwacyjnych

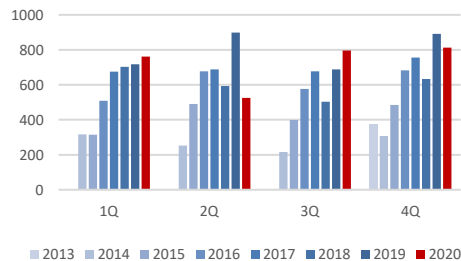
Historyczne przekazania [szt.]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	zmiana 4Q'20 r/r	//	2018	2019	2020	zmiana '20/'19
Dom Development	1 215	440	839	988	549	692	692	1 073	9%		3 633	3 482	3 006	-14%
Robyg	500	600	300	1 450	420	277	146	1 857	28%		2 700	2 850	2 700	-5%
Atal	607	313	174	671	473	767	543	1 219	82%		2 678	1 765	3 002	70%
Murapol	549	664	332	1 579	402	687	1 391	442	-72%		2 593	3 124	2 922	-6%
Develia	1 163	510	105	186	421	61	264	407	119%		2 036	1 964	1 153	-41%
Budimex Nieruchomości	601	346	282	305	4	618	465	199	-35%		1 672	1 534	1 286	-16%
JWC (brutto)	265	115	590	510	30	20	100	35	-93%		1 085	1 480	185	-88%
Ronson	142	289	100	124	387	216	197	167	35%		761	655	967	48%
Inpro	52	121	83	313	167	106	144	455	45%		679	569	872	53%
Archicom	157	730	290	205	502	188	295	564	175%		1 329	1 382	1 549	12%
Lokum	167	331	40	195	253	14	44	80	-59%		900	733	391	-47%
Wikana	152	37	18	22	94	19	59	41	86%		116	229	213	-7%
Echo	23	54	515	672	190	222	301	792	18%		932	1 264	1 505	19%
Razem	5 593	4 550	3 668	7 220	3 892	3 887	4 641	7 331	2%		21 114	21 031	19 751	-6%

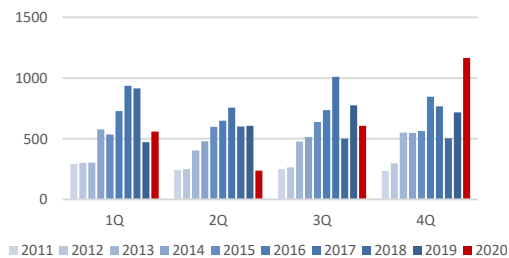
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; *nie uwzględniamy umów rezerwacyjnych

Dom Development – kontrakcja kwartalna [szt.]


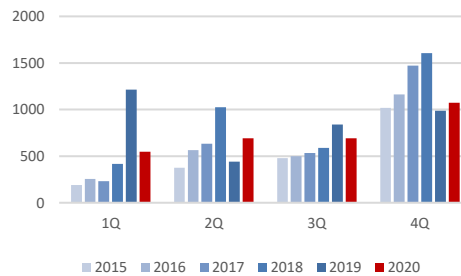
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – kontrakcja kwartalna [szt.]


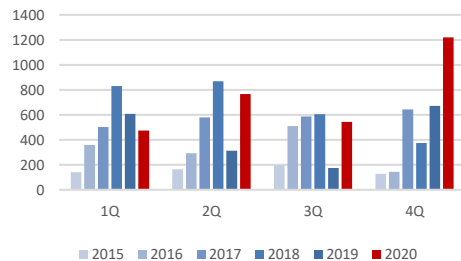
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Robyg – kontrakcja kwartalna [szt.]


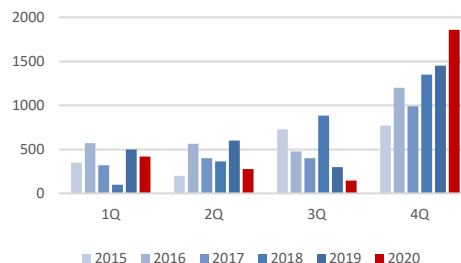
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dom Development – przekazania kwartalne [szt.]


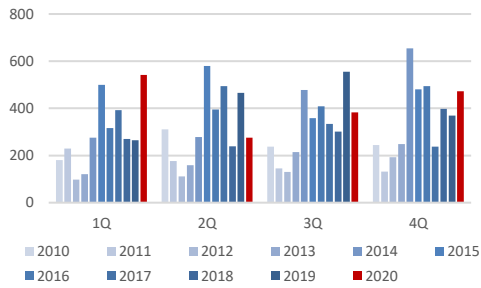
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Atal – przekazania kwartalne [szt.]


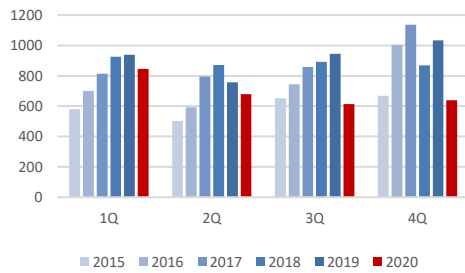
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Robyg – przekazania kwartalne [szt.]


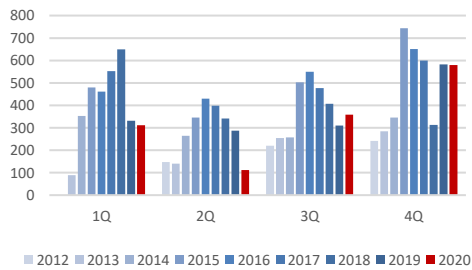
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Budimex Nier. – kontrakcja kwartalna [szt.]


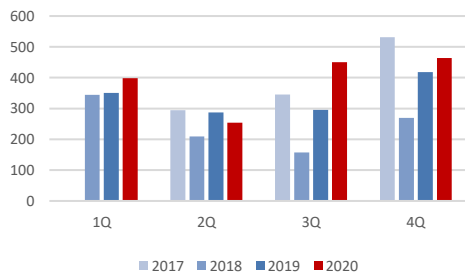
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Murapol – kontrakcja kwartalna [szt.]


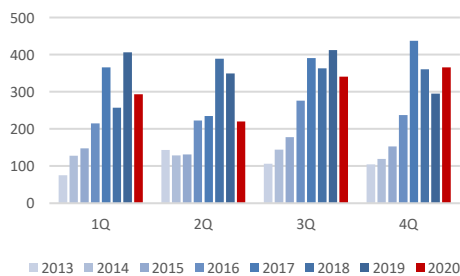
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Develia – kontrakcja kwartalna [szt.]


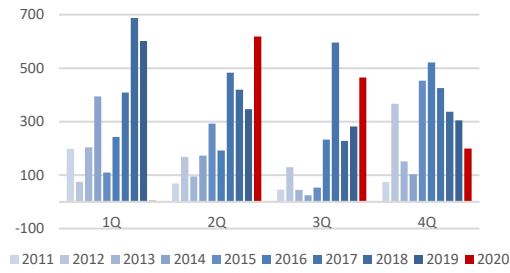
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Echo – kontrakcja kwartalna [szt.]


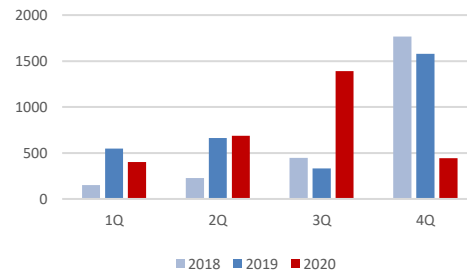
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Archicom – kontrakcja kwartalna [szt.]


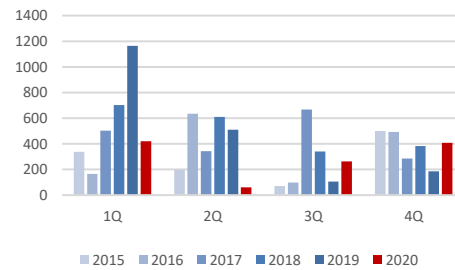
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Budimex Nier. – przekazania kwartalne [szt.]


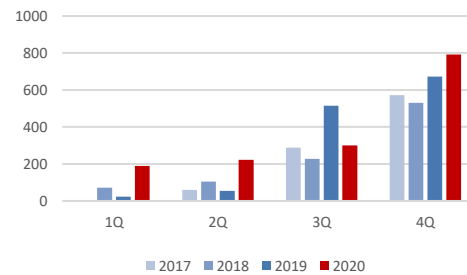
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Murapol – przekazania kwartalne [szt.]


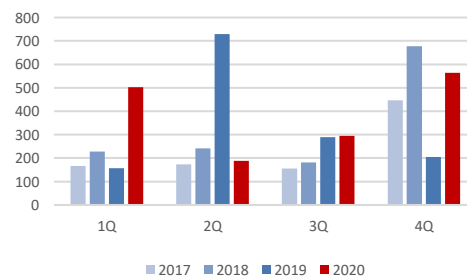
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Develia – przekazania kwartalne [szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

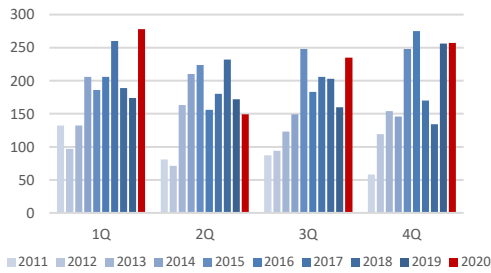
Echo – przekazania kwartalne [szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

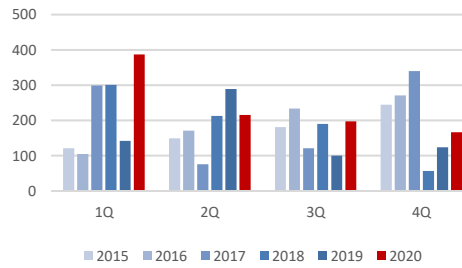
Archicom – przekazania kwartalne [szt.]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ronson – kontraktacja kwartalna [szt.]



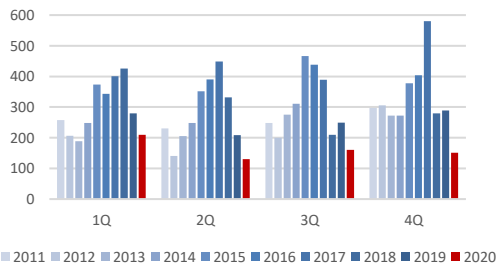
Ronson – przekazania kwartalne [szt.]



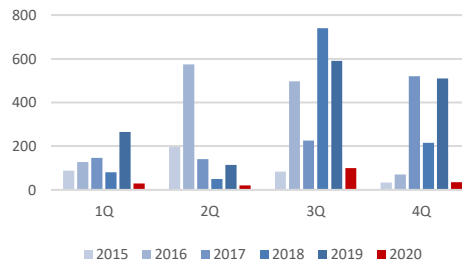
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

JWC – kontraktacja kwartalna [szt.]



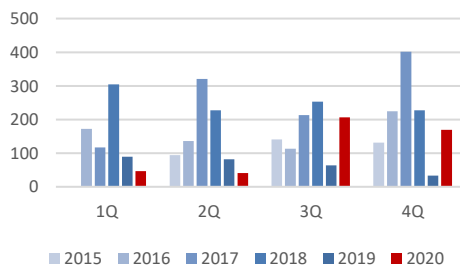
JWC – przekazania kwartalne [szt.]



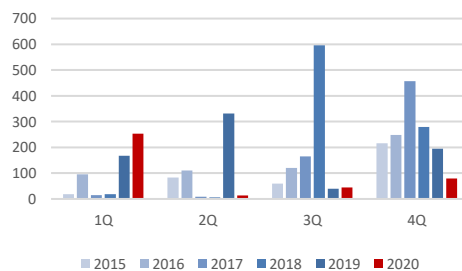
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Lokum – kontraktacja kwartalna [szt.]



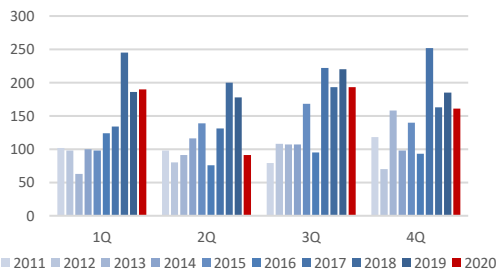
Lokum – przekazania kwartalne [szt.]



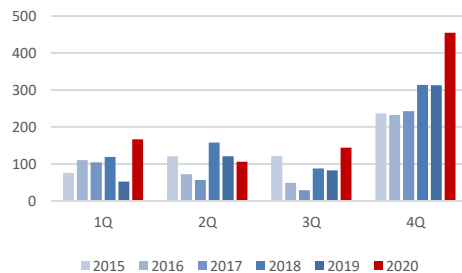
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Inpro – kontraktacja kwartalna [szt.]



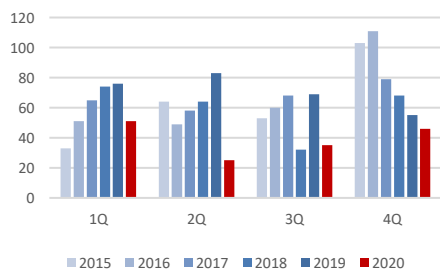
Inpro – przekazania kwartalne [szt.]



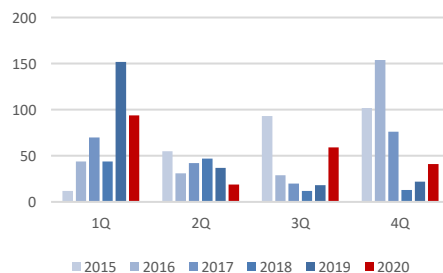
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wikana – kontraktacja kwartalna [szt.]



Wikana – przekazania kwartalne [szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krystian Brymora**

Dyrektor Wydziału

tel. (+48) 501 238 443

e-mail: krystian.brymora@bdm.pl[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 666 073 972

e-mail: michal.fidelus@bdm.pl[banki, finanse](#)**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 668 516 977

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl[deweloperzy, handel, media](#)**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (+48) 516 086 705

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl[gry komputerowe](#)**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl**Historia rekomendacji na temat spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
Kupuj	53,2	---	---	03.02.2021	18:00 CEST	38,5	56 944

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'21*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	67%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	33%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM).

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednio dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategią inwestycyjną jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategią inwestycyjną dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.02.2021 roku (18:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 10.02.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcji dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 03.02.2021 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zająć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.