

## ATAL S.A.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia aktualną sytuację finansową spółki ATAL pod kątem obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji oraz potencjalnej emisji nowych obligacji. Ostatnia emisja obligacji Spółki miała miejsce w połowie 2014 r., kiedy ATAL nie był jeszcze podmiotem publicznym. Naszym zdaniem od kilku lat obserwowany jest spadek ryzyka kredytowego w Spółce, co powinno przełożyć się na zwiększenie zainteresowania inwestorów długiem tego podmiotu. W naszej ocenie, do podstawowych czynników, wyróżniających ATAL pozytywnie na tle innych deweloperów, należą:

- bardzo rozsądne podejście do powiększania banku ziemi – Spółka skupia się na gruntach, na których w krótkim czasie może rozpocząć budowę, a historyczne ceny zakupu wydają się korzystne w porównaniu z innymi transakcjami w podobnych lokalizacjach;
- wysoka rentowność realizowanych projektów – średnia marża brutto na sprzedaży zrealizowana w okresie od 2013 r. do 30.06.2015 wynosi ok. 29%;
- zdecydowanie najniższy udział kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu w przychodach w porównaniu innymi publicznymi deweloperami;
- niski wskaźnik zadłużenia – wskaźnik Dług Netto/Kapitał Własny wynosi 0,19 na dzień 30.06.2015;
- niskie, w relacji do skali działalności, saldo zadłużenia nie projektowego (obligacje, kredyty zabezpieczone na gruncie, pożyczki od akcjonariusza).

## PROFIL SPÓŁKI:

Ogólnopolski deweloper mieszkaniowy, prowadzący obecnie działalność na 5 rynkach:

- Kraków,
- Warszawa,
- Wrocław,
- Łódź,
- Katowice.

Od czerwca 2015 r. jest podmiotem notowanym na GPW w Warszawie.

## Outstanding obligacji:

Seria B (10.2016):  
17 600 000 zł

Seria E (06.2016):  
30 000 000 zł

## Podstawowe skonsolidowane dane finansowe (w tys. zł):

Bilans	30.06.2015	31.12.2014	Sprawozdanie z całkowitych dochodów	1H 2015	2014
Aktywa trwałe	156 721	155 249	Przychody ze sprzedaży	108 415	576 756
- nieruchomości inwestycyjne	85 175	85 175	Koszty sprzedanych produktów	77 113	390 557
- wartości niematerialne	63 094	63 104	<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>31 302</b>	<b>186 199</b>
Aktywa obrotowe	857 476	631 619	Koszty sprzedaży	5 013	10 769
- zapasy	688 195	540 503	Koszty ogólnego zarządu	4 325	7 596
- środki pieniężne i ekwiwalenty	154 613	73 864	<b>Zysk z działalności operacyjnej</b>	<b>22 518</b>	<b>167 028</b>
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 014 197</b>	<b>786 868</b>	Przychody finansowe	1 530	1 300
			Koszty finansowe	4 416	4 305
<b>Kapitał własny</b>	<b>586 036</b>	<b>429 355</b>	Zysk brutto	19 632	164 023
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>178 077</b>	<b>167 796</b>	<b>Zysk netto</b>	<b>17 254</b>	<b>136 506</b>
- finansowe	125 539	143 302	<b>Rachunek przepływów pieniężnych</b>		
- zaliczki od klientów na lokale	39 537	12 482	Przepływy z działalności operacyjnej	-80 210	637
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>250 084</b>	<b>189 717</b>	Przepływy z działalności inwestycyjnej	915	2 999
- finansowe	145 705	98 722	Przepływy z działalności finansowej	160 044	(6 566)
- zaliczki od klientów na lokale	70 229	41 631	<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>73 864</b>	<b>(2 930)</b>
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 014 197</b>	<b>786 868</b>			

Źródło: Prospekt Emisyjny, Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK ATAL za 6M 2015 r.

## Opis Spółki

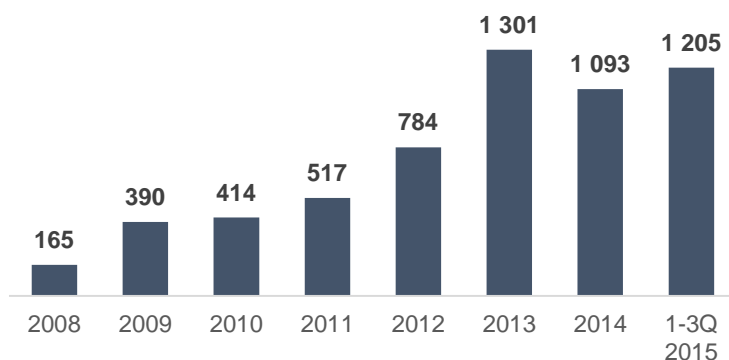
ATAL S.A. jest deweloperem mieszkaniowym prowadzącym działalność wyłącznie na terytorium Polski, na pięciu dużych rynkach - krakowskim, warszawskim, katowickim, łódzkim i wrocławskim. Pierwszy projekt deweloperski Spółki został zrealizowany w 2003 r. we Wrocławiu. W ramach prowadzonej działalności Grupa ATAL zbudowała ok. 5 860 lokali o łącznej powierzchni 347 tys. m<sup>2</sup>. W ostatnich latach Spółka znacząco zwiększyła skalę działalności, stając się jednym z największych polskich deweloperów pod względem liczby sprzedanych mieszkań. Zgodnie z przyjętą strategią wszystkie projekty realizowane są przez ATAL S.A., a nie spółki celowe. Nie ma też w ofercie Spółki projektów realizowanych w ramach joint-venture, co odróżnia Spółkę od niektórych konkurentów.

Od 15 czerwca 2015 r. ATAL S.A. jest podmiotem notowanym na GPW. W ramach przeprowadzonego IPO Spółka pozyskała netto 139 mln zł, które zamierza przeznaczyć na zakup nowych gruntów oraz na zapewnienie wkładu własnego przy realizacji projektów mieszkaniowych.

Obecnie 83,21% akcji posiada, poprzez podmiot zależny, Prezes Zarządu – Pan Zbigniew Juroszek.

## Sprzedaż oraz efektywność sprzedaży

Historycznie, skala działalności, mierzona wg liczby podpisanych umów deweloperskich wyglądała następująco:

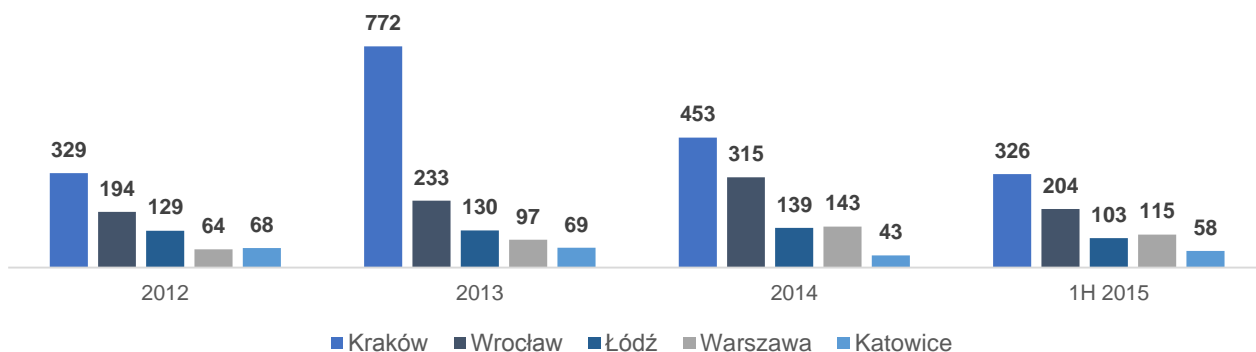


Zdecydowany wzrost liczby sprzedanych lokali obserwowany jest od 2013 r. W okresie od początku 2013 r. do dnia 30.09.2015 r. Spółka podpisała prawie 3,6 tys. umów deweloperskich, co stanowi ponad 60% całkowitej sprzedaży zrealizowanej od 2008 r. Bardzo dobrze wygląda sprzedaż zrealizowana w ciągu 3 kwartałów 2015 r. Sądząc po wyniku (1205 umów) będzie to rekordowy rok w historii Spółki.

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki, raporty bieżące

W przeciwieństwie do wielu konkurencyjnych podmiotów, a podobnie jak w przypadku Dom Development, strategia Spółki zakłada bezpośrednią sprzedaż mieszkań, z pominięciem agencji nieruchomości. Najważniejszym rynkiem pod względem wolumenu sprzedaży jest dla Grupy ATAL Kraków. Odnosząc liczbę umów deweloperskich podpisanych przez ATAL w Krakowie w latach 2012-2014 do liczby transakcji na rynku pierwotnym w tym okresie, raportowanej przez REAS, udział Spółki w sprzedaży na rynku krakowskim wyniósł ok. 8% (w samym 2011 r. nawet ok. 11%) . Na pozostałych rynkach, w których Spółka ma istotny udział - w Łodzi wyniósł on w tym okresie ok. 9%, a we Wrocławiu ok. 4%.

Na poniższym wykresie przedstawiona została liczba podpisanych umów deweloperskich w podziale na miasta w okresie 2012 r. – 1H 2015 r.



Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

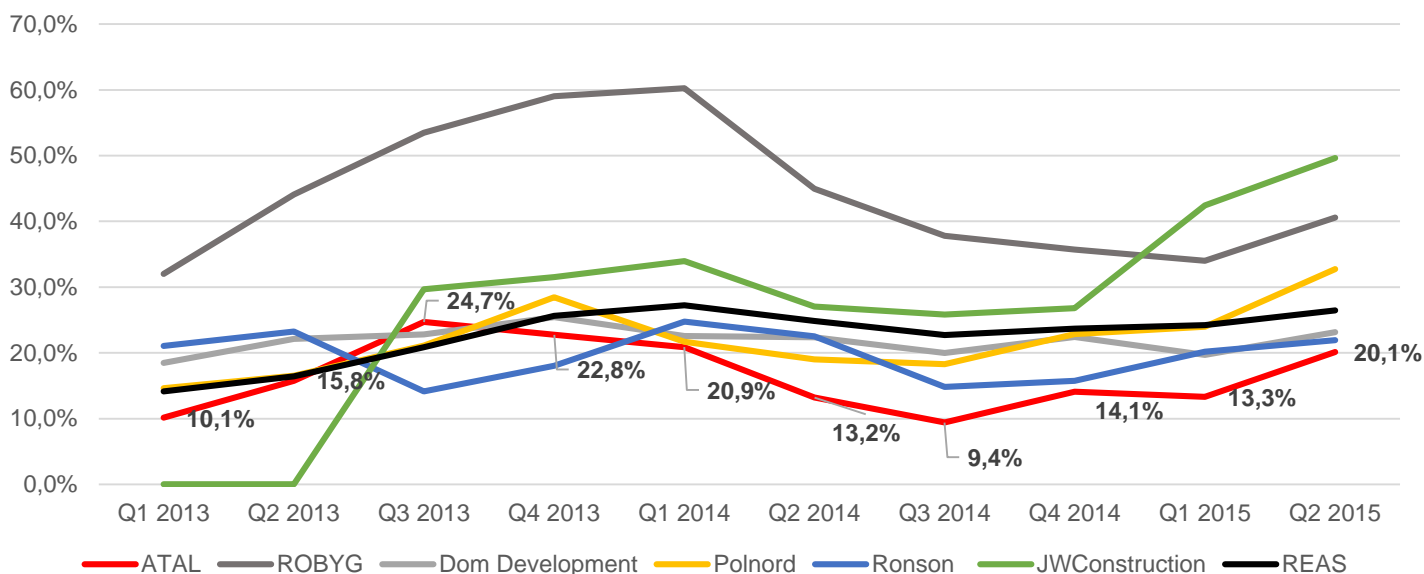
W prezentowanym okresie udział rynku krakowskiego w łącznej liczbie sprzedanych lokali Spółki wyniósł 47%, wrocławskiego 24%, łódzkiego 13%, warszawskiego 11%, a katowickiego 6%. Spadek sprzedaży w Krakowie w 2014 r. w porównaniu z rokiem poprzednim był spowodowany okresowym wyprzedaniem oferty w tym mieście, wynikającym z ponadprzeciętnego tempa sprzedaży w 2013 r. (np. dopiero pod koniec 2014 r. Spółka wprowadziła do sprzedaży kolejny duży krakowski projekt – Bagry Park).

W Warszawie ATAL prowadzi sprzedaż od 2012 r., a pierwszym projektem był ATAL Marina. Obecnie w budowie oraz w sprzedaży w tym mieście są lokale w czterech lokalizacjach – na Pradze, Bemowie, Białołęce oraz w Wilanowie. W tym roku Spółka nabyła też grunt na Targówku, dający możliwość wybudowania ok. 800 mieszkań.

Ostatnio Spółka zapowiedziała, że poważnie rozważa wejście na rynek trójmiejski, co jest dobrą wiadomością, biorąc pod uwagę, iż rynek ten wg danych REAS charakteryzuje się obecnie najkrótszym czasem wyprzedania oferty wśród 6 najważniejszych rynków mieszkaniowych w Polsce. Na koniec III kwartału 2015 r. średni czas wyprzedania bieżącej oferty wynosił na tym rynku 3,2 kwartału, co jest poziomem nieobserwowanym dotychczas w statystykach REAS.

Poniższy wykres przedstawia historyczną efektywność sprzedaży, mierzoną jako relacja liczby sprzedanych lokali netto (po uwzględnieniu rezygnacji) do średniej wielkości oferty w kwartale, dla Grupy ATAL oraz innych deweloperów. Do grupy porównawczej wybrano podmioty, które podają publiczne dane o ofercie. Dodatkowo zaprezentowano również efektywność sprzedaży na 6 głównych rynkach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Gdańsk, Poznań, Łódź) na podstawie danych raportowanych przez REAS.

Wykres: Efektywność sprzedaży dla wybranych podmiotów z branży deweloperskiej



\* W przypadku Spółki JW. Construction nie uwzględniono rezygnacji klientów z podpisanych umów, ponieważ Spółka takich danych nie podaje

Źródło: sprawozdania finansowe oraz prezentacje inwestorskie spółek, obliczenia Michael/Ström DM

Charakterystyczną cechą Spółki jest rozpoczynanie w krótkim odstępie czasu budowy dwóch-trzech etapów projektu przy jednoczesnym wprowadzeniu do oferty w biurach sprzedaży tylko jednego z nich. Kolejne etapy są wprowadzane do oferty dopiero po osiągnięciu odpowiedniego zaawansowania budowy oraz po wypracowaniu satysfakcjonującej sprzedaży na poprzednich etapach. Na powyższym wykresie oferta została policzona jako suma lokali oferowanych w biurach sprzedaży oraz lokali w budowie, których sprzedaż formalnie nie rozpoczęła się. W całej analizowanej grupie podmiotów ATAL jest jedyną spółką, która w kilku przypadkach rozpoczyna budowę i doprowadza ją do zaawansowanego etapu, nie oferując jednocześnie mieszkań do sprzedaży.

Najniższą efektywność Spółka wypracowała w drugiej połowie 2014 r. (9% - 14%), co było wynikiem znaczącego zwiększenia oferty, począwszy od drugiego kwartału 2014 r. oraz nieco słabszej sprzedaży w 2014 r. (1093 umowy) w porównaniu z 2013 r. (1301 umów) oraz okresem trzech kwartałów 2015 r. (1205 umów). Oferta Grupy ATAL co do wielkości (średnia z ostatnich 4 kwartałów wynosi ok. 2300 lokali) jest zbliżona do oferty Dom Development (ok. 2500 lokali) oraz zdecydowanie większa od oferty takich spółek jak ROBYG czy Polnord (ok. 1500 lokali). Sprzedaż wypracowana przez ATAL w ciągu ostatnich 4 kwartałów (1515 umów) pozostaje na poziomie bardziej zbliżonym do Polnordu niż do pozostałych dwóch podmiotów.

Statystycznie należy stwierdzić, że biorąc pod uwagę obecną ofertę oraz liczbę podpisanych umów w ciągu ostatnich 4 kwartałów, projekty Spółki są wyprzedawane średnio w ciągu ok. 6 kwartałów. W obecnych warunkach rynkowych ROBYG wyprzedaje ofertę w ciągu niecałych 3, a Dom Development w ciągu 4 kwartałów.

Efektywność sprzedaży, kształtuje się w przypadku Grupy ATAL na niższym poziomie w porównaniu do średniej rynkowej (REAS) oraz opisanych konkurentów. Należy jednak pamiętać, że liczbę sprzedanych lokali w przypadku tej spółki odnosimy nie tylko do oferty prezentowanej w biurach sprzedaży, ale również do projektów będących w budowie, ale nie w sprzedaży. Nie jest to zatem wielkość w pełni porównywalna do efektywności osiągananej przez konkurencyjne podmioty, ale wciąż stanowi ona w dużym stopniu odzwierciedlenie szybkości rotacji zapasów.

## Czynniki kształtujące przychody oraz rentowność Spółki

W poniższej tabeli przedstawiony został historyczny poziom przychodów Grupy ATAL wraz z podziałem na miejsca ich wytworzenia, a także poziom rentowności. Ponadto, również w ujęciu historycznym, zaprezentowano statystykę parametrów lokali, których sprzedaż uwzględniano w przychodach.

Struktura przychodów	1H 2015	2014	2013	2012
Przychody ze sprzedaży produktów	102 007	560 130	215 311	158 999
Przychody ze sprzedaży usług	5 869	11 275	12 489	11 679
- w tym wynajem biur i magazynów	5 086	9 495	9 278	9 975
Przychody ze sprzedaży towarów	539	5 351	6 500	3 196
Suma przychodów	108 415	576 756	234 300	173 874
Udział działalności deweloperskiej w przychodach	94%	97%	92%	91%
Rentowność				
Koszty sprzedanych produktów	77 113	390 557	181 706	126 610
Zysk brutto ze sprzedaży	31 302	186 199	52 594	47 264
Marża brutto na sprzedaży	28,9%	32,3%	22,4%	27,2%
Statystyka przekazanych lokali				
Przekazany PUM	17 586	90 926	41 900	30 697
Liczba przekazanych lokali	304	1 655	591	390
Średnia wielkość przekazanego lokalu (m <sup>2</sup> )	57,8	54,9	70,8	78,7
Średnia wartość przekazanego lokalu (w tys. zł)	335,5	338,2	363,7	407,7
Średnia cena m <sup>2</sup> przekazanego lokalu (w zł)	5 800	6 160	5 140	5 180

Źródło: Prospekt Emisyjny, Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK ATAL za 6M 2015 r.

Analizując czynniki decydujące o kształtowaniu wielkości przychodów należy zwrócić uwagę na kilka istotnych tendencji, widocznych od 2012 r.:

**Udany 2014 r.:** 54% łącznych przychodów ze sprzedaży w badanym okresie została wygenerowana w samym 2014 r., kiedy to nastąpiła kumulacja przekazania. Trudno będzie Spółce osiągnąć ten poziom w 2015 r., ale sądząc po wielkości bieżącej kontraktacji, jest on możliwy do powtórzenia w 2016 r.

Podobnie w przypadku **marży brutto na sprzedaży** – również w 2014 r. osiągnęła ona bardzo wysoki poziom, przekraczając 30%. Miało to związek z faktem, że 85% liczby przekazanych mieszkań w 2014 r. znajdowało się w ponadprzeciętnie rentownych projektach w Krakowie (65% liczby przekazanych lokali) i Wrocławiu (20%). Na szczególną uwagę zasługuje marża brutto wypracowana na sprzedaży projektów krakowskich: Bronowice Residence (32%-36%), City Towers (37%), Nadwiślanska 11 (nawet 41%).

W tym miejscu należy podkreślić, że ATAL wypracowuje zdecydowanie wyższą marżę brutto na sprzedaży niż konkurencyjne podmioty notowane na GPW. Marża brutto wypracowana przez tę spółkę w okresie od początku 2013 r. do połowy 2015 r. (analizowanie okresu dłuższego niż 1 rok pozwala na zniwelowanie wpływu na wynik najmniej lub najbardziej rentownych projektów, których kumulacja mogła nastąpić w jednym roku) wyniosła 29,4%, podczas gdy dla porównywalnych podmiotów wahała się ona w przedziale 16%-23%. Warto zauważyć, że tak wysoki poziom rentowności, ATAL uzyskuje m.in. dzięki należącej do Grupy spółce ATAL Wykonawstwo, której działalność pozwala na zatrzymanie w Grupie marży związanej z pełnieniem funkcji generalnego wykonawcy na projektach mieszkaniowych. W działalności Grupy widoczny jest silny reżim kosztowy dyktowany przez głównego akcjonariusza.

**Udział przychodów z działalności deweloperskiej** w sprzedaży wahał się w przedziale 91%-97%, a Emitent nie usiłował za wszelką cenę dywersyfikować działalności o trudny rynek nieruchomości komercyjnych i zwiększać skali przychodów z najmu. Poza wybudowanymi już dość dawno obiektami nie nabywał gruntów pod projekty, które rotują znacznie wolniej niż lokale mieszkalne i w efekcie nie posiada niewynajętych nieruchomości komercyjnych powstałych w trybie spekulacyjnym.

**Wynajem powierzchni komercyjnych:** wartość przychodów z tego tytułu (biura, magazyny) jest relatywnie stała i wynosi od 9,3 mln zł do 10 mln zł rocznie – skala tej działalności nie jest duża, a wahania związane z ewentualnym wzrostem poziomu pustostanów nie wystąpiły. Marża operacyjna na wynajmie, raportowana w sprawozdaniach rocznych Spółki, wynosi ok. 60%, co pozwala oszacować poziom NOI na ok. 6 mln zł rocznie. Ponadto nieruchomości te są dodatkowym zabezpieczeniem kredytów bankowych.

**Średnia wielkość przekazanego lokalu** od 2012 r. uległa obniżeniu – z prawie 80 m<sup>2</sup> do 58 m<sup>2</sup>, co wpisuje się w ogólną tendencję rynkową polegającą na budowaniu mniejszych mieszkań i jednocześnie przyczynia się do zwiększenia efektywności sprzedaży i przyspieszenia rotacji zapasów. W tym samym czasie zwiększyła się średnia cena m<sup>2</sup> w przekazanych lokalach – z nieco ponad 5 tys. zł do prawie 6 tys. zł, co może mieć związek ze spadkiem średniej powierzchni.

### *Bieżące projekty Spółki (dane na dzień 31.03.2015 r.)*

Poniższa tabela pokazuje podstawowe parametry projektów prowadzonych przez Grupę ATAL na koniec I kwartału 2015 r. w podziale na miasta. Spółka nie pokazuje tak szczegółowych danych w sprawozdaniach finansowych, a poniższe wielkości zostały oszacowane na podstawie danych z Prospektu Emisyjnego, publikowanego przed IPO.

Najwięcej lokali Spółka oferuje tradycyjnie w Krakowie, gdzie pod koniec 2014 r. rozpoczęła się budowa kolejnego dużego projektu – Bagry Park (41 tys. m<sup>2</sup> PUM, około 700 lokali), na gruncie kupionym w 2013 r. za ok. 500 zł w przeliczeniu na m<sup>2</sup> PUM (bardzo korzystna transakcja, biorąc pod uwagę lokalizację oraz udział kosztu gruntu w szacowanych przychodach netto ze sprzedaży < 10%).

Znacząco wzrosła oferta we Wrocławiu, zwłaszcza po wprowadzeniu I etapu inwestycji ATAL Towers. Docelowo w ramach tego projektu ma powstać ok. 500 lokali o łącznej powierzchni prawie 30 tys. m<sup>2</sup>.

W ofercie w Warszawie znajdują się przede wszystkim lokale z projektu Oaza Wilanów (grunt nabyty w 2014 r. od spółki hiszpańskiej za cenę implikującą ok. 1000 zł kosztu gruntu w przeliczeniu na m<sup>2</sup> projektu) – 190 na koniec I kwartału 2015 r. Obecnie w ofercie są już mieszkania ze wszystkich trzech etapów (całość obejmuje ok. 470 lokali).

W Katowicach Spółka zdecydowała się na rozpoczęcie, w krótkim czasie, budowy trzech etapów dużej inwestycji – Francuska Park (665 lokali). Ze względu na relatywnie niską chłonności rynku katowickiego, lokale te prawdopodobnie będą charakteryzowały się słabszą rotacją. To samo dotyczy nowego projektu w Łodzi (Chojny Park), gdzie Spółka prowadzi budowę dwóch etapów o łącznej liczbie 408 lokali oraz posiada w ofercie ponad 100 lokali z poprzedniego projektu Nowe Polesie.

Podobnie jak przy wyznaczaniu efektywności sprzedaży, w tabeli poniżej oferta została policzona jako suma lokali oferowanych w biurach sprzedaży oraz lokali w budowie, których sprzedaż formalnie nie rozpoczęła się. Z tego powodu prezentowany współczynnik komercjalizacji może wyglądać słabiej na tle większości porównywalnych, konkurencyjnych podmiotów z branży. Wskaźnik komercjalizacji dla wszystkich projektów wynosił na koniec I kwartału 22%, przy czym był zaniżony przez takie projekty jak: Francuska Park III (171 lokali), Bagry Park II (233), Oaza Wilanów II (163), które budowano, ale nie wprowadzono do sprzedaży.

Średni poziom komercjalizacji oraz zaawansowanie budowy zostały dla każdego rynku wyznaczone jako średnia ważona wielkością PUM.

Tabela: Projekty deweloperskie prowadzone przez Grupę ATAL na koniec I kwartału 2015 r.

	Lokale	PUM	Średnia powierzchnia	Oferta <sup>1</sup>	Komercjalizacja	Zaawansowanie budowy <sup>2</sup>	Cena
Katowice	665	41 688	63	483	27%	62%	4 900
Warszawa	387	24 099	62	213	45%	24%	6 200
Łódź	408	24 569	60	396	3%	39%	4 400
Kraków	769	47 577	62	585	24%	33%	5 600
Wrocław	533	31 952	60	468	12%	49%	5 900
<b>Łącznie</b>	<b>2 762</b>	<b>169 885</b>	<b>62</b>	<b>2 145</b>	<b>22%</b>	<b>43%</b>	<b>5 400</b>

<sup>1</sup> wielkość ta obejmuje zarówno lokale oferowane do sprzedaży jak i te w budowie, których sprzedaż nie rozpoczęła się

<sup>2</sup> zaawansowanie budowy wyznaczone jako relacja liczby kwartałów pozostałych do zakończenia budowy do łącznej planowanej długości trwania budowy, liczonej w kwartałach, źródło: obliczenia DM Michael Ström

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki, obliczenia własne Michael/Ström DM

**Poza wyżej wymienionymi, Spółka posiada w ofercie lokale gotowe, których łączna liczba na koniec I kwartału 2015 r. wyniosła 257, co stanowiło ok. 11% oferty.** Największy udział miały lokale z projektu Nowe Polesie w Łodzi (113 lokali w ofercie), a także Apartamenty Dyrekcyjna 33 i Zielone Wojszyce we Wrocławiu (odpowiednio 59 i 28) oraz Nadwiślańska 11 w Krakowie (25).

Ze względu na specyficzny, opisany wcześniej sposób kształtowania oferty, ATAL pod względem tempa komercjalizacji nie należy do najszybszych w branży. Komercjalizacja projektów Spółki jest bardziej zaawansowana od postępu prac budowlanych tylko w przypadku rynku warszawskiego. Jednocześnie należy wziąć pod uwagę, iż:

- Spółka raportuje sprzedaż dopiero po podpisaniu umowy deweloperskiej, a nie już na etapie umowy rezerwacyjnej, jak ma to miejsce w przypadku wielu innych podmiotów. Ogranicza to w znacznym stopniu liczbę rezygnacji, których udział w Spółce nie przekracza 3%-4%.

- zaawansowanie komercjalizacji zostało wyznaczone na podstawie danych na koniec I kwartału. Bardzo dobra sprzedaż w II i III kwartale 2015 r. (łącznie 890 umów) spowodowała, że na dziś wskaźnik ten wygląda dużo bardziej korzystnie.

## Bank ziemi oraz planowane projekty mieszkaniowe

Wydatki na zakup gruntów wyniosły od początku 2012 r. 312 mln zł, najwięcej w 2014 r. – 147 mln zł. Na obecnie posiadanych gruntach Spółka planuje wybudowanie 26 projektów o łącznej powierzchni ponad 230 tys. m<sup>2</sup>, wszystkie na 5 dotychczasowych rynkach. Większość planów obejmuje projekty wieloetapowe, o wielkości PUM, często ok. 20.000 m<sup>2</sup> – 30.000 m<sup>2</sup>, a taka skala powinna przyczynić się do uzyskania wyższej rentowności sprzedaży (korzyści skali – niższe koszty budowy, sprzedaży, rozpoznawalność projektu – wyższe ceny sprzedaży).

W poniższej tabeli przedstawione zostały podstawowe parametry projektów planowanych na obecnym banku ziemi, zagregowane, w podziale na miasta. Źródłem danych jest Prospekt Emisyjny Spółki, strona [www.atal.pl](http://www.atal.pl) oraz własne obliczenia DM Michael/Ström. Ceny netto oszacowano na podstawie danych Emitenta (w przypadku kolejnych etapów projektów będących w sprzedaży) oraz na podstawie porównywalnych ofert na rynku pierwotnym. Koszt gruntu oraz udział gruntu w przychodach został dla każdego rynku wyznaczony jako średnia ważona wielkością PUM.

Tabela: Projekty planowane na posiadanym banku ziemi w okresie 2H 2015 – 2019

	Liczba lokali	PUM	Cena netto (w tys. zł)	Koszt gruntu / PUM (w zł)	Grunt / przychód	Wartość gruntu (w zł)	Marża + grunt (w zł)
Katowice	160	10 000	4,9	290	6%	2 900 000	15 000 000
Warszawa	1 470	81 554	6,2 - 7,0	792	12%	64 600 000	245 800 000
Łódź	620	37 500	4,5	300	7%	11 300 000	52 700 000
Kraków	1 391	82 550	6,0 - 7,5	773	12%	63 800 000	264 400 000
Wrocław	400	21 400	5,2 - 7,2	765	11%	16 400 000	68 900 000
<b>Razem</b>	<b>4 041</b>	<b>233 004</b>				<b>159 000 000</b>	<b>646 800 000</b>

Źródło: Prospekt Emisyjny, strona [www.atal.pl](http://www.atal.pl), obliczenia własne Michael/Ström DM

Komercjalizacja opisanych powyżej, planowanych projektów, umożliwi Spółce wygenerowanie w latach 2017 – 2019 (w tym okresie zaplanowane jest rozliczenie projektów, czyli zakończenie sprzedaży, budowy i spłata zaciągniętych kredytów budowlanych) **650 mln zł w postaci środków uwolnionych z posiadanych gruntów oraz zrealizowanej marży brutto na sprzedaży**. Przy obecnej koniunkturze oraz biorąc pod uwagę historyczne możliwości sprzedażowe Spółki, sprzedaż 4 tys. mieszkań w 4,5 roku (2H2015-2019) wydaje się realnym założeniem.

Do największych inwestycji, które w najbliższych latach będą kształtować ofertę Spółki należą:

**Warszawa** - projekt zlokalizowany na Targówku, w rejonie ulic Św. Wincentego i Samarytanka, szacowany PUM wynosi 41.000 m<sup>2</sup>, łączna liczba mieszkań ok. 750, udział kosztu gruntu w m<sup>2</sup> lokalu – 830 zł, co stanowi 13% szacowanej ceny netto m<sup>2</sup> lokalu. Grunt został nabyty w lutym 2015 r. od Agencji Nieruchomości Rolnych za 34 mln zł netto. Zarówno lokalizacja projektu jak i relacja kosztu gruntu do zakładanej ceny mieszkania są korzystne, możliwe że powyższe założenia co do ceny sprzedaży okażą się zbyt asekuracyjne.

Dodatkowo sprzedaż będą również kształtowały obecne projekty jak Oaza Wilanów (na początku IV kwartału wprowadzono do sprzedaży etap III), Atal Marina II i planowane IIIA, IIIB.

**Łódź** - projekt przy ul. Pomorskiej, szacowany PUM wynosi 37.500 m<sup>2</sup>, łączna liczba mieszkań ponad 600, udział kosztu gruntu w m<sup>2</sup> lokalu – ok. 300 zł, co stanowi 7% szacowanej ceny m<sup>2</sup> lokalu netto. Pozyskanie



gruntu w cenie nie przekraczającej 10% planowanych przychodów ze sprzedaży należy do rzadkości przy obecnym popycie generowanym przez deweloperów mieszkaniowych.

Dodatkowo sprzedaż będą również kształtowały obecne projekty jak Chojny Park I, II i planowany III etap.

**Kraków** - projekt na Bronowicach, w rejonie ulic Armii Krajowej, Przybyszewskiego i Odlewniczej, szacowany PUM wynosi 30.000 m<sup>2</sup>, łączna liczba mieszkań ok. 500, udział kosztu gruntu w m<sup>2</sup> lokalu – ok. 800 zł, co stanowi 12% szacowanej ceny m<sup>2</sup> lokalu netto. Grunt został nabyty w lipcu 2014 r. od podmiotu zależnego od GTC (pierwotnie spółka ta miała na przedmiotowym gruncie realizować budowę apartamentowca Ogrody Galileo) za 24,2 mln zł. Działka znajduje się w bardzo dobrej lokalizacji, przy obecnej koniunkturze Spółka jest w stanie dość szybko skomercjalizować ten projekt.

Dodatkowo sprzedaż będą również kształtowały nowe projekty jak Podgórze I, II, III, kolejne etapy Bagry Park III i IV.

ATAL nabywa nowe grunty po bardzo rozsądnych cenach. W posiadanym obecnie banku ziemi nie widać gruntu, co do którego można by stwierdzić że został nabyty drogo, a realizacja projektu na nim pozwoli jedynie na odzyskanie środków zainwestowanych w grunt, bez marży. Średni udział kosztów gruntu w szacowanej cenie sprzedaży lokalu netto wynosi od 6%,7% w Katowicach i Łodzi do ok. 12% w Krakowie i w Warszawie.

### Struktura zobowiązań finansowych (dane na dzień 31.03.2015)

Model biznesowy Grupy ATAL zakłada, że 50%-60% kosztów realizowanego projektu deweloperskiego jest finansowane standardowym kredytem budowlanym

- Przy realizacji projektów mieszkaniowych, ATAL korzysta z **kredytów budowlanych** udzielanych głównie przez 3 banki: PKO BP, mBank oraz Raiffeisen.
- Kwota udzielonego kredytu z grupy przedstawionej poniżej nie przekracza 40 mln zł, a średnia wartość z podpisanych umów wynosi 22 mln zł.
- Średnia komercjalizacja projektów, na których zabezpieczone są kredyty budowlane wynosi ok. 30%. Przy poziomie marży na sprzedaży, jaką uzyskuje ATAL, sprzedaż ok. 40% powierzchni na projekcie powoduje, że kredyt po zakończeniu budowy zostanie spłacony, a jego terminowa obsługa wydaje się niezagrożona.

Tabela: Kredyty budowlane udzielone na projekty w realizacji (w tys. zł)

	Data spłaty	Kwota z umowy	31.03.2015	31.12.2014	Cel/zabezpieczenie
PKO BP S.A.	od 2016-06-30 do 2018-06-30	182 832	75 219	35 480	Francuska Park Bagry Park Oaza Wilanów City Towers
mBank	od 2015-12-31 do 2017-07-28	95 500	42 180	33 764	Stara Odra Residence Nowe Polesie* Walewska 4 Nowe Bemowo Atal Towers Bronowice
Raiffeisen	od 2015-12-31 do 2016-12-31	37 000	11 550	7 891	Chojny Park Stara Odra Residence
<b>Razem</b>		<b>315 332</b>	<b>128 949</b>	<b>77 135</b>	

\* kredyt spłacony w 2Q 2015 r.

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

Dodatkowym źródłem finansowania dłużnego są **kredyty obrotowe** zabezpieczone na gotowych nieruchomościach komercyjnych oraz mieszkaniach.

- Budynki komercyjne są obecnie wynajęte w ok. 90%, a ich łączna wartość szacowana jest na ok. 85 mln zł. Przy saldzie zadłużenia z tytułu tych kredytów na poziomie 28 mln zł (niski wskaźnik LTV) ryzyko nieodnowienia lub braku możliwości refinansowania kredytów obrotowych, które są na nich zabezpieczone, jest niewielkie.
- Również dobrze zabezpieczone są kredyty obrotowe udzielone pod gotowe lokale – ich saldo będzie się zmniejszać wraz z postępem sprzedaży lokali, a zabezpieczenie jest płynne z punktu widzenia banku.
- Nowością jest roczny kredyt obrotowy, udzielony przez Bank Spółdzielczy Silesia w marcu 2015 r. z zabezpieczeniem na nabytym niedawno gruncie na warszawskim Targówku. W ten sposób Spółka sprawnie zrefinansowała część środków własnych, które wydała na zakup tego gruntu. To jedyny kredyt Spółki zabezpieczony na gruncie, na którym nie rozpoczęła się budowa. W związku z faktem, że w ostatnich dniach projekt na Targówku wszedł do sprzedaży, Spółka dokonała zamiany zabezpieczenia, zwalniając w ten sposób przedmiotowy grunt.

Tabela: Kredyty obrotowe zabezpieczone na gotowych nieruchomościach (w tys. zł)

	Data spłaty	Kwota	31.03.2015	31.12.2014	Cel/zabezpieczenie
mBank	od 2016-09-30 do 2021-02-28	38 000*	33 451	27 931	Kępa Mieszczańska (lokale) pow. komercyjna w Cieszynie i Wrocławiu
ING Bank <sup>1</sup>	2015-07-29	34 000	13 883	27 240	pow. komercyjna we Wrocławiu
Raiffeisen <sup>2</sup>	2015-10-14	15 000	12 631	3 463	gotowe lokale
BS Silesia	2016-05-26	16 000	16 000	0	grunt na Targówku
<b>Razem</b>		<b>103 000</b>	<b>75 965</b>	<b>58 634</b>	

\* w tym równowartość w PLN 6 mln CHF, wg kursu CHF/PLN z dnia udzielenia kredytu

<sup>1</sup> termin spłaty został przesunięty na dzień 30.10.2015 r., ponieważ Bank rozważa odnowienie limitu do 29 mln zł

<sup>2</sup> kredyt został w całości spłacony w lipcu 2015 r., a następnie podpisano nową umowę o kredyt z limitem 5 mln zł

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

Raport kredytowy nie stanowi analizy inwestycyjnej, rekomendacji inwestycyjnej ani porady inwestycyjnej lub podatkowej. Niniejszy materiał ma charakter opinii jego autorów i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej a autorzy komentarza nie ponoszą odpowiedzialności za skutki takich decyzji.

Komentarz makroekonomiczny może zostać uznany za informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t.j. Dz. U. 2013 r. Poz. 1422) i został sporządzony na zlecenie Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie, adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl

Począwszy od października 2013 r., ATAL S.A. zapewnia sobie finansowanie dłużne również dzięki emisjom **obligacji niezabezpieczonych**. Wszystkie trzy serie notowane są na ASO Catalyst. Szczególnym powodzeniem cieszyła się emisja obligacji serii E z czerwca 2014 r. Mógł o tym zdecydować krótki, jak na emitenta z sektora deweloperskiego, okres do wykupu, a także dołączenie przez ATAL w 2013 r. do czołówki polskich deweloperów pod względem wielkości sprzedaży.

Tabela: Obligacje objęte przez podmioty niepowiązane (w tys. zł)

	Data spłaty	Tenor (miesiące)	Kwota	31.03.2015	31.12.2014	Marża (bps.)	Zabezpieczenie
Seria A	2015-10-08*	24	7 860	7 860	7 860	420	brak
Seria B	2016-10-07	36	17 600	17 600	17 600	500	brak
Seria E	2016-06-18	24	30 000	30 000	30 000	330	Brak
<b>Razem</b>			<b>55 460</b>	<b>55 460</b>	<b>55 460</b>		

\* Obligacje zostały wykupione w terminie

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

Wsparcie finansowe od głównego akcjonariusza widoczne jest również w udzielonych przez niego do podmiotów z Grupy ATAL pożyczkach (również w formie nabycia obligacji). Termin spłaty większości nich został ustalony na drugą połowę 2016 r., aczkolwiek akcjonariusz podkreśla chęć dalszego finansowania Spółki w tej formie.

Tabela: Finansowanie dłużne udzielone przez głównego akcjonariusza (w tys. zł)

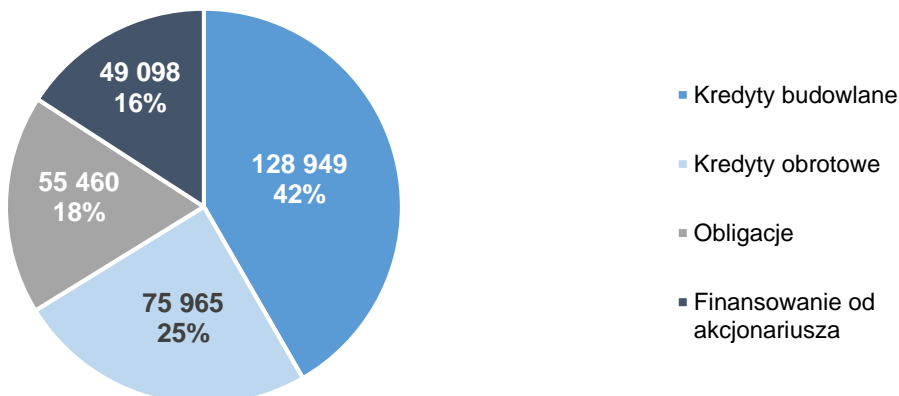
	Data spłaty	Kwota	31.03.2015	31.12.2014
Pożyczka	2016-12-31	35 300	36 712	36 712
Pożyczka	2015-03-31*	24 110	1 047	1 403
Obligacje	2015-04-30*	3 000	3 000	3 304
Obligacje	2016-06-30	8 000	8 339	8 339
<b>Razem</b>		<b>70 410</b>	<b>49 098</b>	<b>49 758</b>

\* Zadłużenie zostało spłacone w terminie

Źródło: Prospekt Emisyjny

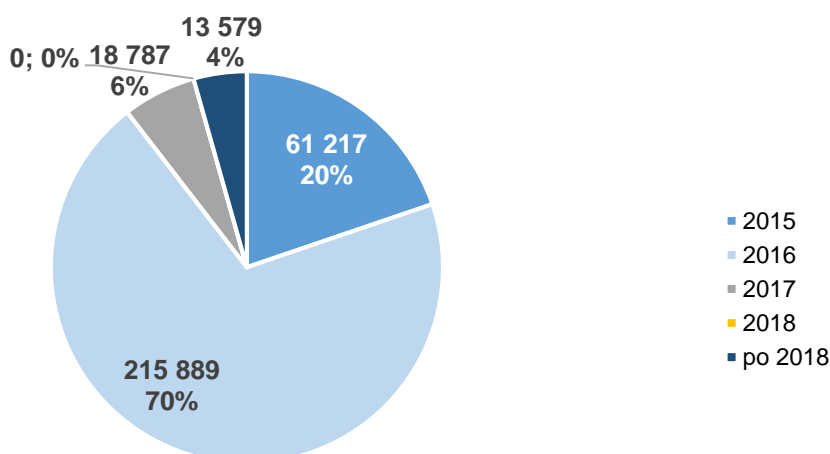
Podsumowanie struktury zobowiązań finansowych na dzień 31.03.2015 r. przedstawia poniższy wykres. Ponad 40% stanowią kredyty budowlane udzielone na finansowanie konkretnych projektów, które w naturalny sposób powinny zostać spłacone po zakończeniu budowy i osiągnięciu odpowiedniego poziomu sprzedaży. Termin spłaty 70% zadłużenia finansowego przypada na 2016 r., przy czym 40% tej części stanowią kredyty budowlane, a pozostała część rozkłada się po ok. 20% na obligacje, pożyczki od akcjonariusza i kredyt obrotowe. Kumulacja spłaty większości zadłużenia w 2016 r. (łącznie ok. 216 mln zł) wydaje się znaczna, należy jednak wziąć pod uwagę fakt, iż w okresie 2Q 2015 do końca 2016 r. ATAL planuje zakończenie budowy ok. 2200 lokali o przybliżonej wartości ok. 700 mln zł. Przy tempie sprzedaży obserwowanym w 2015 r. można założyć, że zdecydowana większość z nich zostanie w tym okresie zakontraktowana.

Wykres: Podział zadłużenia finansowego ze względu na charakter zobowiązania (dane na dzień 31.03.2015, w tys. zł)



Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

Wykres: Podział zadłużenia finansowego ze względu na termin zapadalności (dane na dzień 31.03.2015, w tys. zł)



Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki

Strukturę zobowiązań finansowych Grupy ATAL należy uznać za bezpieczną oraz dopasowaną do charakteru prowadzonych projektów. Niska w relacji do skali działalności jest wartość zadłużenia nieprojektowego (obligacje + kredyty obrotowe zabezpieczone na gruncie + pożyczki od właściciela). Biorąc pod uwagę powyższe dane oraz wielkość przepływów operacyjnych z projektów będących w sprzedaży, zadłużenie z tytułu emisji obligacji należy uznać za niskie. Spółka nie powinna mieć problemów z terminowym wykupem obligacji w przyszłym roku, a jednocześnie ma realną możliwość obsługi dodatkowego zadłużenia z tytułu nowych emisji obligacji.

## Omówienie głównych składników aktywów

W poniższej tabeli zaprezentowano główne składniki aktywów Grupy ATAL wraz z ich historycznymi oraz najbardziej aktualnymi wartościami (dane w tys. zł). Wartości te poddano weryfikacji w celu uzyskania realnej wysokości kapitałów własnych oraz relacji długu netto do kapitałów własnych po korekcie.

	Wartości skorygowane 30.06.2015	30.06.2015	31.12.2014	31.12.2013
<b>Aktywa trwale</b>	<b>80 851</b>	<b>156 721</b>	<b>155 249</b>	<b>155 214</b>
Nieruchomości inwestycyjne	74 300	85 175	85 175	85 690
Wartości niematerialne, w tym:	6 551	63 094	63 104	63 141
- Patenty, znaki firmowe	6 551	6 551	6 551	6 551
- Wartość firmy	0	56 508	56 508	56 508
<b>Aktywa obrotowe, w tym:</b>	<b>857 476</b>	<b>857 476</b>	<b>631 619</b>	<b>605 802</b>
Zapasy	688 195	688 195	540 503	517 792
- Produkty w toku	566 985	566 985	425 815	385 568
- Wyroby gotowe	114 987	114 987	113 145	122 781
- Towary	5 350	5 350	1 223	9 045
Środki pieniężne	154 613	154 613	73 864	76 794
<b>Aktywa łącznie</b>	<b>938 327</b>	<b>1 014 197</b>	<b>786 868</b>	<b>761 016</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>517 526</b>	<b>593 396</b>	<b>436 402</b>	<b>299 890</b>
<b>Dług netto</b>	<b>113 631</b>	<b>113 631</b>	<b>168 160</b>	<b>155 113</b>
<b>Dług netto/kapitał własny</b>	<b>0,22</b>	<b>0,19</b>	<b>0,39</b>	<b>0,52</b>

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki, Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK ATAL za 6M 2015 r.

Na dzień 30.06.2015 r. 85% wartość aktywów stanowiły aktywa obrotowe, głównie zapasy wyceniane wg ceny nabycia oraz wartości poniesionych nakładów. Ceny nabycia gruntów oraz ogólnie wycena banku ziemi Grupy zostały omówione w poprzedniej części opracowania. Naszym zdaniem, biorąc pod uwagę potencjał zabudowy oraz stawki płacone przez konkurentów w zbliżonych lokalizacjach, grunty nabywane były po rozsądnych cenach i nie ma konieczności korygowania ich wartości ujętej w bilansie. Również korygowanie wartości nakładów budowlanych nie jest w przypadku Spółki zasadne.

Wśród aktywów trwałych należy wyróżnić:

- nieruchomości inwestycyjne,
- wartości niematerialne, głównie wartość firmy.

Do nieruchomości inwestycyjnych Grupy należą budynki z powierzchnią magazynowo - biurową z przeznaczeniem na wynajem. Komerccjalizacja na dzień 31.03.2015 r. wyniosła powyżej 85%. Spółka nie planuje zwiększania zakresu działalności w zakresie wynajmu lokali.

	Wartość w bilansie (w tys. zł)	Powierzchnia najmu (m <sup>2</sup> )	Przychody (1H 2015)	Dochód operacyjny	Implikowana stopa kapitalizacji
Wrocław, Armii Krajowej 61	48 898	13 578	5 086	3 157	7,41%
Wrocław, Krakowska 37/45	21 557	12 678			
Katowice, Porcelanowa 8	8 297	3 027			
Cieszyn, Stawowa 27	6 424	2 539			
<b>Razem</b>	<b>85 175</b>	<b>31 822</b>			

Źródło: Prospekt Emisyjny Spółki, Śródroczne Skrócone Skonsolidowane Sprawozdanie Finansowe GK ATAL za 6M 2015 r.

Dochód operacyjny wypracowany z wynajmu powierzchni komercyjnych wyniósł w pierwszej połowie 2015 r. 3 157 zł. Przy wycenie nieruchomości na 85,2 mln zł, implikowana stopa kapitalizacji w ujęciu rocznym wynosi 7,41%. Biorąc pod uwagę lokalizację opisanych nieruchomości (rynk regionalne, Cieszyn) oraz fakt, że większą część stanowią powierzchnie magazynowe, proponujemy przyjąć stopę kapitalizacji 8,5% na potrzeby wyceny ich rynkowej wartości. **W rezultacie przyjmujemy wartość nieruchomości inwestycyjnych posiadanych przez Grupę na poziomie 74,3 mln zł.**

Wartość firmy powstała w 2006 r. w wyniku wniesienia aportu na pokrycie kapitałów Spółki w momencie przekształcenia Przedsiębiorstwa ATAL w spółkę akcyjną i została oszacowana na podstawie wyceny niezależnych rzeczoznawców majątkowych. **W niniejszym opracowaniu, na potrzeby oszacowania realnej wartości kapitałów własnych Spółki, wartości firmy korygujemy do 0 zł.**

W wyniku pomniejszenia kapitału własnego o sumę korekt wartości aktywów, czyli o ok. 76 mln zł, skorygowany wskaźnik zadłużenia (dług netto/kapitał własny) wzrósł z 0,19 do 0,22, ale w dalszym ciągu pozostaje na bezpiecznym poziomie.

## Podstawowe wskaźniki na tle podmiotów konkurencyjnych

### Sprzedaż oraz rentowność sprzedaży

W poniższej tabeli przedstawiona została wielkość przychodów ze sprzedaży oraz jej rentowność dla największych publicznych deweloperów mieszkaniowych.

Udział w przychodach (zysku brutto na sprzedaży oraz kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży) został zagregowany dla całego okresu od 2013 r. do 30.06.2015 r.

	Przychody ze sprzedaży			Marża brutto na sprzedaży				Koszty ogólnego zarządu i sprzedaży			
	1H2015	2014	2013	1H2015	2014	2013	Udział	1H2015	2014	2013	Udział
ATAL	108 415	576 756	234 300	31 302	186 199	52 594	29,4%	9 338	18 365	14 204	4,6%
ROBYG*	140 588	409 325	488 083	26 310	72 990	91 330	18,4%	20 031	39 144	32 118	8,8%
DOM	230 295	784 264	676 377	71 356	152 049	157 061	18,7%	47 159	87 167	82 512	12,8%
Polnord	96 674	183 188	241 776	23 581	39 755	33 085	18,5%	13 047	26 939	34 705	14,3%
Ronson	94 214	153 155	207 025	16 861	11 930	42 565	15,7%	12 473	25 101	22 726	13,3%
JWC	127 516	211 884	327 533	29 273	38 249	69 010	20,5%	17 172	32 286	40 838	13,5%
Inpro	79 897	147 732	178 348	20 730	34 241	39 558	22,2%	11 093	21 135	20 269	12,9%

\*wysokość marży brutto na sprzedaży została oszacowana z pominięciem zysku z projektów JV, oszacowanie na podstawie sprawozdań finansowych Grupy ROBYG

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania spółek, obliczenia DM Michael/Ström

W zestawieniu nie uwzględniono takich podmiotów jak LC Corp (ze względu na duży udział przychodów z wynajmu nieruchomości komercyjnych) oraz Marvipol (ze względu na duży udział przychodów z segmentu motoryzacyjnego).

Z powyższych danych wynika, że ATAL jest zdecydowanym liderem zarówno pod względem uzyskiwanej rentowności sprzedaży, jak i rentowności operacyjnej. Zagregowane dane z okresu od początku 2013r. do 30.06.2015 r. wskazują na marżę brutto na sprzedaży na poziomie prawie 30% (przy marży brutto konkurentów oscylującej wokół 20%) oraz na wielkość kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży stanowiącą poniżej 5% uzyskanych przychodów (przy kilkunastu % udziału tych kosztów w pozostałych Spółkach, poza Grupą ROBYG).

Istotne jest, że ATAL wypracowuje ponadprzeciętną marżę głównie dzięki mocnej dyscyplinie kosztowej (działalność spółki ATAL Wykonawstwo), a nie dzięki oferowaniu mieszkań po cenach wyższych niż w podmioty bezpośrednio konkurujące (co widać na przykładzie warszawskiego Wilanowa, gdzie ATAL konkuruje bezpośrednio np. z Grupą ROBYG).

#### Poziom zadłużenia

Dane na 30.06.2015	Kapitał własny <sup>1</sup>	Dług netto	Sprzedaż <sup>2</sup>	Dług netto/KW	Dług netto /sprzedaż
ATAL	593 396	113 631	1 515	0,19	75 003
ROBYG	466 698	216 905	2 318	0,47	93 574
DOM	807 687	94 149	2 236	0,12	42 106
Polnord	1 070 205	421 494	1 516	0,39	278 030
Ronson	453 622	192 932	804	0,43	239 965
JWC	631 623	395 485	1 481	0,63	267 039
Inpro	210 440	44 593	503	0,21	88 654

<sup>1</sup> przypadający na akcjonariuszy jednostki dominującej

<sup>2</sup> liczba sprzedanych mieszkań w ciągu ostatnich 4 kwartałów (4Q 2014 – 3Q 2015)

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania spółek, obliczenia Michael/Ström

Na tle porównywalnych podmiotów, pod względem dwóch zaproponowanych wskaźników, jedynie Dom Development posiada na dzień 30.06.2015 r. niższe zadłużenie niż Grupa ATAL. Nawet po opisanej wcześniej korekcie wartości aktywów, relacja długu netto do kapitału własnego jest w przypadku Grupy ATAL jedną z najniższych w badanej grupie. Dług wydaje się bardzo niski również w odniesieniu do liczby mieszkań sprzedanych w ciągu ostatnich 4 kwartałów (ok. 75 tys. zł na jedną podpisaną umowę deweloperską). Również niskim zadłużeniem w odniesieniu do poziomu kontraktacji charakteryzuje się Grupa ROBYG, ale w jej przypadku należy pamiętać, że około połowy lokali jest sprzedawanych w ramach wspólnych przedsięwzięć w spółkach celowych, w których ROBYG ma 50% lub 51% udziałów.

### Ostatnie prywatne emisje niezabezpieczonych obligacji deweloperów mieszkaniowych:

Spółka	Kwota emisji	Dzień wykupu	Tenor	Marża
DOM	100 000 000	2020-06-12	5 lat	1,9%
LC Corp	65 000 000	2020-03-20	5 lat	3,2%
ROBYG (seria L)	60 000 000	2018-10-29	4 lata	3,0%
ROBYG (seria M)	20 000 000	2019-02-06	4 lata	2,8%
Ronson (seria I)	10 000 000	2019-01-25	4 lata	4,0%
Ronson (serie J i K)	20 000 000	2019-04-19	4 lata	3,6%

Źródło: GPW Catalyst

oraz ostatnie dwie emisje Spółki:

Spółka	Kwota emisji	Dzień wykupu	Tenor	Marża
ATAL (seria B)	17 600 000	2016-10-07	3 lata	5,0%
ATAL (seria E)	30 000 000	2016-06-18	2 lata	3,3%

Źródło: GPW Catalyst

Wśród emisji obligacji podmiotów porównywalnych ze spółką ATAL nie występują okresy zapadalności krótsze niż 4 lata, podczas gdy ostatnia emisja Spółki charakteryzowała się 2-letnim tenorem. Utrzymanie 2- lub 3-letniego okresu zapadalności przy obniżeniu marży do poziomu 2,5% - 3,0% przy kolejnych emisjach Spółki powoduje naszym zdaniem, że obligacje spółki ATAL będą atrakcyjnym pomysłem inwestycyjnym na tle emisji pozostałych deweloperów notowanych na rynku. Warto w tym miejscu podkreślić, że okres 2- lub 3-letni jest dobrze dopasowany do działalności prowadzonej przed spółką z tej branży i pokrywa się z cyklem budowlanym na poszczególnych projektach (zakup gruntu ze środków z emisji - uzyskanie odpowiednich pozwoleń - budowa - zakończenie budowy - uwolnienie nadwyżki wolnych środków).