

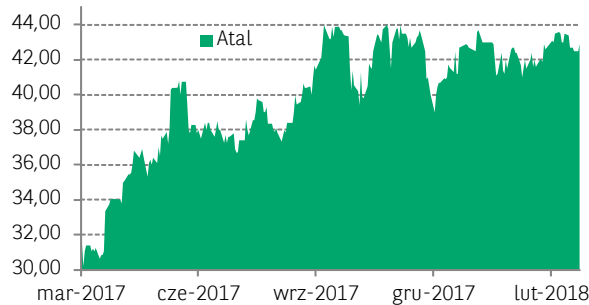


Atal - komentarz do wyników za 4Q17

Adam Anioł, Analityk, +48 22 507 52 93, adam.aniol@bgzbnpparibas.pl

Podstawowe dane o spółce

Cena	42,90
Kapitalizacja (mln zł)	1 660,9
Free float	17,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	0,1
P/E	9,7
P/BV	2,20



Wyniki 4Q17 vs konsensus

mIn PLN	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	56,4	198,8	220,7	227,7	218,7	288,1%	-3,9%	243,9	-10,3%
Zysk brutto ze sprzedaży	12,9	57,0	71,7	59,6	59,3	359,7%	-0,4%		
marża	22,9%	28,7%	32,5%	26,2%	27,1%				
EBIT	8,1	50,9	65,5	54,8	50,8	529,1%	-7,4%	60,5	-16,1%
marża	14,3%	25,6%	29,7%	24,1%	23,2%				
Zysk netto j. d.	3,0	39,7	50,7	42,2	38,5	1191,8%	-8,8%	46,1	-16,4%
marża	5,3%	20,0%	23,0%	18,6%	17,6%				

Komentarz do wyników

Zgodnie z komunikatem bieżącym z lutego, Atal przekazał w 4Q17 617 lokali (+328,5% r/r) co przełożyło się na mocny wzrost r/r wyników. **Przychody ze sprzedaży wyniosły 218,7 mln PLN (+288,1% r/r), co implikuje średnią cenę jednostkową mieszkania na poziomie 354 tys. PLN (-9,4% r/r).** Spadek r/r wynika przede wszystkim z układu geograficznego projektów, gdyż w 4Q17 nie zakończył się żaden projekt w Warszawie, gdzie średnia cena m2 jest najwyższa. **Wśród przekazywanych mieszkań dominowały projekty krakowskie:** Bajeczna Apartamenty I (186 lokali), Wielicka Garden I (116) i Bagry Park IV (89).

Zysk brutto ze sprzedaży wzrósł r/r o 359,7% i wyniósł 59,4 mln PLN. Poza wzrostem liczby przekazanych lokali, do wzrostu pozytywnie kontrybuowała również poprawa marży z 22,9% do 27,0%. Względem ubiegłego roku wyraźnie wzrosły koszty SG&A, które wyniosły łącznie 7,6 mln PLN (+16,4% r/r). Wzrosły zarówno koszty sprzedaży i marketingu (3,8 mln PLN; +24,9% r/r) na co wpływ ma nadal wysoka sprzedaż lokali (w 4Q17 rekordowe 775 mieszkań; +11,9% r/r), jak i koszty ogólnego zarządu (3,7 mln PLN; +8,8% r/r). Należy przy tym podkreślić, że mimo wzrostu skali organizacji na przestrzeni roku, koszty SG&A za cały 2017 rok stanowią zaledwie 3,3% przychodów vs 4,8% rok wcześniej.

Saldo z pozostałej działalności operacyjnej okazało się negatywne (-0,9 mln PLN vs +1,7 mln PLN w 4Q17), a ostateczny wynik EBIT wyniósł 50,8 mln PLN (+529,1% r/r) przy marży operacyjnej na poziomie 23,2% (+8,9 pkt. proc. r/r). Działalność finansowa (-1,2 mln PLN vs -4,6 mln PLN w 4Q16) obniżyła nieco wynik, dla którego wsparciem była z kolei efektywna stawka podatkowa (16,0%). W rezultacie zysk netto dla akcjonariuszy dominujących wyniósł 38,5 mln PLN i był ponad jedenastokrotnie wyższy r/r. **Marża netto wyniosła 17,6% (+12,3 pkt. proc. r/r) co wpisywało się w średnią z ostatnich dwóch lat.**

Na koniec 2017 roku Atal zaraportował dług netto na poziomie 214,1 mln PLN vs 323,6 mln PLN rok wcześniej. Tym samym **wsk. zadłużenie netto do kapitałów własnych obniżył się z 0,45 do 0,26.** Powyższe odnotowano, mimo rekordowych nakładów na nowe grunty (232 mln PLN).

Wysoki wzrost przychodów z uwagi na niską bazę roku ubiegłego

Zadowolająca marża brutto ze sprzedaży.

Koszty SG&A utrzymane w ryzach mimo wzrostu skali organizacji.

Brak zdarzeń jednorazowych w pozostałej oraz finansowej działalności.

Bezpieczna sytuacja bilansowa.



Podsumowanie wyników oraz konferencji wynikowej

Atal opublikował w lutym dane odnośnie sprzedaży notarialnej, z których wynikało, że rezultaty 4Q17 będą bardzo dobre r/r oraz porównywalne względem trzech poprzednich kwartałów. Choć powyższe stało się faktem, niemniej mimo rekordowej liczby przekazania, wyniki ostatniego kwartału okazały się nieco poniżej oczekiwań rynkowych, co wynikało przede wszystkim z nieco wyższej oczekiwanej marży deweloperskiej.

Wyniki oceniamy neutralnie.

Nie została zrealizowana natomiast prognoza Zarządu zakładająca zysk netto w przedziale 175-190 mln PLN. Powyższe wynikało jednak ze znacznej kumulacji przekazania w 4Q17, tym samym część lokali zostanie rozpoznana w 1Q18. **W 1Q18 zakończono dodatkowo 4 projekty z potencjałem przekazania na poziomie 800 lokali, tym samym obecny kwartał może okazać się rekordowy pod tym względem.** W całym 2018 roku potencjał przekazania wynosi ponad 2 700 lokali (vs 2 308 w 2017 roku), z czego na 86% Spółka posiada już umowy przedwstępne.

Potencjał przekazania w 2018 roku wynosi ok. 2700 lokali

Zarząd Spółki rekomenduje przeznaczanie 80% zysku netto na poczet dywidendy, co implikuje 3,53 PLN na akcję oraz relatywnie wysoki poziom DY (8,2%).

Wysoki poziom DY=8,7%.

Bank ziemi:

- **obecny bank ziemi zabezpiecza sprzedaż na 2-3 lata** – obecnie posiadany PUM pozwala na budowę ponad 8 300 lokali;
- średnia cena jednostkowa PUM dla gruntów zakupionych w 2017 roku wyniosła 727 PLN (transakcje przygotowane w dużej mierze w 2016 roku);
- w 4Q17 brak zakupów; zauważalny mocny wzrost cen działek; najtrudniej o atrakcyjny teren w Warszawie oraz Krakowie;
- w 2018 roku wydatki na grunty również mogą przekroczyć 200 mln PLN, przy czym Atal pochodzi do zakupów bez presji; Spółka finalizuje obecnie transakcję o wartości 100 mln PLN;

Perspektywy sprzedażowe:

- Spółka zamierza „ustabilizować” działalność, poprzez skupienie się na rentowności, a nie rekordach sprzedaży lokali;
- nadal utrzymuje się mocny popyt – sprzedaż w okresie styczeń-luty wyniosła 427 lokali (+4,7% r/r);
- **cel sprzedażowy na 2018 roku to 2 700 – 3 000 lokali;**
- dalsza dywersyfikacja geograficzna, spółka dostrzega mocne perspektywy w Katowicach, największe ryzyka widzi dla rynku warszawskiego;

Rozwój i akwizycje:

- Spółka nadal planuje rozwijać się organicznie; nie wyklucza jednak akwizycji mniejszych podmiotów w trudnej sytuacji finansowej oraz z atrakcyjnym bankiem ziemi;

Otoczenie regulacyjne:

- wprowadzenie zamkniętego rachunku powierniczego zaszkodzi mniejszym podmiotom;
- w procesowaniu decyzji administracyjnych widać zbliżające się wybory samorządowe, co powoduje wydłużenie procedowania;
- **specustawa mieszkaniowa związana z projektem Mieszkanie+ powinna usprawnić proces inwestycyjny również dla deweloperów prywatnych;**

Otoczenie rynkowe:

- koszty budowy projektów realizowanych przez Atal wzrosły w 2017 roku ok. 5-10%; o tyle samo mniej więcej wzrosły ceny oferowanych mieszkań;



Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Adam Maćkowiak	22 507 52 94	adam.mackowiak@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)

P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgowa) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

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

Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Nota prawna

Biuro Maklerskie Banku BGZ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGZ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGZ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGZ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGZ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGZ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGZ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGZ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Autorzy: **Adam Aniot**

nr ewidencyjny: **KW/2018/03/07/DOM/01**

Data sporządzenia: **2018-03-07**