



KOMENTARZ DO WYNIKÓW ATAL – 4Q'19



BM

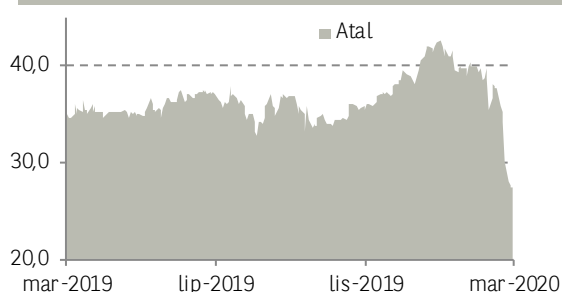
2020-03-20 15:03

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	26,50
Kapitalizacja (mln zł)	1 025,9
Free float	16,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	--
P/E	9,1
EV/EBITDA	12,34

Notowania spółki



WYNIKI 4Q19

mln PLN	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	r/r	q/q	Kons.	różnica
Przychody	176,5	234,5	116,2	68,1	301,4	70,8%	342,7%	225,5	33,7%
Liczba przekazai	373	607	313	174	675	81,0%	287,9%		
Zysk brutto ze sprzedaży	45,1	66,1	25,5	22,8	56,3	24,9%	146,9%		
marża	25,6%	28,2%	21,9%	33,5%	18,7%				
EBIT	42,0	59,4	17,0	14,7	54,8	30,6%	-16,0%	54,4	0,8%
marża	23,8%	25,3%	14,6%	21,6%	18,2%				
Zysk netto J. d.	34,0	45,3	12,6	10,6	45,1	32,8%	326,9%	42,8	5,4%
marża	19,3%	19,3%	10,8%	15,5%	15,0%				
CFO	- 68,7	- 38,4	- 103,0	- 90,8	87,9				
DN/KW	0,4	0,5	0,8	1,2	1,0				

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Rezultaty Atal za 4Q19 oceniamy neutralnie. Z jednej strony negatywnym zaskoczeniem okazała się niższa rentowność, a z drugiej strony masa zysku operacyjnego była zgodna z oczekiwaniami dzięki wyższym od prognoz cen sprzedawanych lokali (wzrost cen, mix projektów). Co istotne, liczba przekazanych lokali okazała się duża niższa niż wskazywał sam Zarząd, co może świadczyć o przesunięciu przekazai na 1Q20. W całym 2019 zakup gruntów za blisko 90 mln PLN, przy czym wg Zarządu obecny portfel nie wymusza większych nakładów – obecnie w ofercie pozostaje blisko 4 500 lokali, a bank ziemi zabezpiecza sprzedaż na kolejne 3-4 lata. Wg harmonogramów w 2020 rok Atal kończy budowę projektów obejmujących 3800 lokali vs 1800 przekazai w 2019 roku.

Wyniki 4Q'19 zgodne z konsensem, mimo niższej rentowności

Przy okazji publikacji wyników rocznych, Zarząd zdecydował o rekomendowaniu przeznaczenia zysków za 2019 rok na kapitał zapasowy w związku z niepewnością odnośnie epidemii COVID-19. Decyzja odebrana została przez rynek jednoznacznie negatywnie, jednakże biorąc pod uwagę obecną sytuację wydaje się zrozumiała - chociaż Zarząd mógł wstrzymać się z decyzją i poczekać na rozwój sytuacji.

Brak dywidendy z zysku za 2019 rok

W krótkim terminie notowaniom może ciążyć niepewność w związku z epidemią COVID-19 (niższa sprzedaż, potencjalne opóźnienia budów, ryzyko spadku cen nieruchomości), jednak w średnim i długim terminie koniunktura na rynku mieszkaniowym powinna się utrzymać a obecna wycena

Pozytywnie oceniamy perspektywę spółki w długim terminie



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Adam Anioł, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



pozostaje atrakcyjna (PE'20/21=5-6x), pomimo braku dywidendy z zysku za 2019 rok (zakładamy że jest to zdarzenie jednorazowe).

W 4Q19 roku Atal przekazał 675 lokali co przelożyło się na przychody na poziomie 301,4 mln PLN. Blisko dwukrotny wzrost liczby sprzedanych notarialnie mieszkań (675 vs 373 w 4Q18) przelożyło się na blisko 71% wzrost przychodów. Zwracamy przy tym uwagę, że średnia cena przekazanego lokalu wzrosła do 447 tys. PLN ze średnio 405 tys. PLN w 2018 roku oraz 383 tys. PLN w 1-3Q19, co miało związek z zakończeniem projektów w Gdańsku, Wrocławiu oraz Krakowie. Co więcej, zrealizowana sprzedaż okazała się o ponad 30% wyższa od konsensusu rynkowego. W całym roku spółka przekazała łącznie 1769 mieszkań vs 2678 przed rokiem.

Negatywnym zaskoczeniem wyników jest zrealizowana marża, która wyniosła 18,7% i okazała się o 6,9 pkt. proc. niższa r/r oraz dużo niższa od średniej rentowności z ostatnich trzech lat (27,7%), co jest wynikiem mixu oddawanych projektów. Z drugiej strony pozytywnie zaskoczyły koszty SG&A, które r/r wzrosły zaledwie o 5,2% przy rosnącej organizacji oraz wysokiej, blisko rekordowej sprzedaży mieszkań (891 vs 616 w 4Q18). Wsparciem dla zysku operacyjnego było również dodatnie saldo z pozostałej działalności operacyjnej (7,1 vs 5,0 mln PLN w 4Q18), w którym ponad 6,0 mln PLN pochodziło ze „sprzedaży infrastruktury”.

W rezultacie zysk EBIT wyniósł 54,8 mln PLN (+30,6% r/r) i był bliski oczekiwaniom rynkowym. Wartym odnotowania jest relatywnie wysokie (-0,1 mln PLN vs 0,1 mln PLN w 4Q18) saldo z działalności finansowej mimo istotnego wzrostu zadłużenia r/r. Ostatecznie przy efektywnej stopie podatkowej na poziomie 17,4%, zysk netto dla jednostki dominującej wyniósł 45,1 mln PLN co oznacza wzrost o blisko 33% r/r i implikuje 15% marżę netto vs 19,3% przed rokiem..

Względem 4Q18 istotnie wzrosło zadłużenie netto Grupy, które wyniosło ponad 800 mln PLN i w relacji do kapitałów własnych kształtowało się na poziomie blisko 1,1x (vs 1,2 po 3Q19). Pozytywnym aspektem wyników są również przepływy operacyjne będące wynikiem dużej liczny przekazanych mieszkań oraz braku zakupu funtów w ostatnim kwartale roku. W całym 2019 roku Spółka zakupiła grunty o wartości 90 mln PLN, co pozwoli na budowę ok. 3000 lokali – jednocześnie średni koszt zakupu 1 m² PUM wyniósł zaledwie 544 PLN.



KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	maciej.sokolowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Michał Osiecki	22 566 97 34	michal.osiecki@bnpparibas.pl
Damian Sienko	691 333 562	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	722 375 391	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.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 księgową) - 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

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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłączeni na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 (0%; + 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 odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf