

poniedziałek, 10 kwietnia 2017 | raport analityczny

## Atal: kupuj (nowa)

1AT PW; 1AT.WA | Deweloperzy, Polska

### Wzór efektywności

W marcu Atal zaskoczył inwestorów jednoczesną zmianą polityki dywidendowej (wzrost wskaźnika wypłaty z 50% do 70-100%) oraz propozycją emisji nie więcej niż 3,7 mln akcji (9,56% kapitalizacji, ok. 120 mln PLN) w ramach kapitału docelowego. Uważamy, że łącznym efektem obu propozycji jest wzrost atrakcyjności Spółki z perspektywy inwestorów, którzy będą mogli zainwestować w podmiot o (1) znacznie większej płynności obrotu, (2) najwyższym DYield w sektorze oraz (3) potencjale do wzrostu zysków w przyszłości. Pod względem wolumenów sprzedaży Atal był w 2016 r. jedną z najszybciej rosnących spółek w sektorze (+44%), czego efektem będzie silny wzrost wyników finansowych w latach 2017-2018 (P/E~7,5x lub 8,1x po rozwodnieniu). Uważamy, że umiarkowane zadłużenie pozwala na wypłatę dywidendy z górnych widełek przedziału wynikającego z polityki dywidendowej (DYield'18-19 równy 8,5-12,3% po rozwodnieniu). Jednocześnie, obecny bank ziemi w 100% zabezpiecza nasze prognozy wyników w okresie najbliższych 4 lat. Tym samym, wszelkie akwizycje gruntów dałyby podstawę do podniesienia naszych prognoz zysku po 2018 r. Rekomendujemy kupno akcji Atal wyznaczając cenę docelową na poziomie 44,1 PLN.

### Prognozy Zarządu

Na początku kwietnia Atal opublikował prognozę na 2017 r.: sprzedaż 2700-2900 szt., przekazania 2500-2700 szt., ZN'17 175-190 mln PLN. Nasze szacunki mieszczą się w dolnym przedziale widełek prognozowanych przez Zarząd, co wynika z konserwatywnego podejścia do prognoz.

### Mocny rynek w 1Q

Początek roku dla deweloperów był bardzo udany. W 1Q'17 spółki giełdowe zwiększyły roczną dynamikę sprzedaży o 27%, co jest najlepszym wynikiem od 5 kwartałów. Sprzedaż Atalu w 1Q wzrosła o 34% r/r do 676 szt.

### Przewagi kosztowe

Efektywność kosztowa w Atalu przekładała się w latach 2011-2016 na marżę EBIT wyższą o około 8-9 p.p. niż w grupie porównawczej (DOM, ROB, LCC, BDx). Uważamy, że ponadprzeciętna rentowność utrzyma się w kolejnych latach. Szacowana przez nas marża EBIT'17-18 w Atalu wynosi 25-26% i jest wyższa o około 8,5 p.p. od marży w spółkach porównywanych.

### Bank ziemi

Na koniec 2016 r. w ofercie Atalu znajdowało się 2,4 tys. lokali, a potencjał banku ziemi wyniósł kolejne 7,8 tys. lokali. Łącznie stanowi to odpowiednik 4,2-letniej sprzedaży (vs. 3,2x w Domu i LC Corp, oraz 5,9x w Robygu). W latach 2015-2016 Atal zakupił grunty na 6500 mieszkań, wydając około 250 mln PLN (690 PLN/PUM). Uważamy, że atrakcyjna cena zakupu gruntów pozwoli na delikatny wzrost marży deweloperskiej w latach 2017-2019.

### Długoterminowy potencjał

Udział Atalu na 5 największych rynkach mieszkaniowych w Polsce wyniósł w 2016 r. 3,2%. Spółka dopiero rozpoczyna działalność w Gdańsku i Poznaniu. Udana ekspansja na te rynki byłaby podstawą do podniesienia prognoz.

(mln PLN)	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody	226,8	506,8	913,3	918,2	955,9
Zysk brutto na sprzed.	62,8	136,9	257,5	263,1	284,4
marża	27,7%	27,0%	28,2%	28,6%	29,7%
EBIT	40,8	114,8	229,9	234,2	254,1
Zysk netto	47,3	89,4	180,1	182,8	198,9
DPS	0,00	0,61	1,68	3,77	3,82
P/E	28,6	15,1	7,5	7,4	6,8
P/BV	2,17	1,96	1,68	1,61	1,52
EV/EBITDA	36,9	14,3	6,8	6,7	6,1
DYield	0,0%	1,8%	4,8%	10,8%	11,0%

Cena bieżąca	34,89 PLN
Cena docelowa	44,10 PLN
Kapitalizacja	1 249 mln PLN
Free float	139 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	0,83 mln PLN

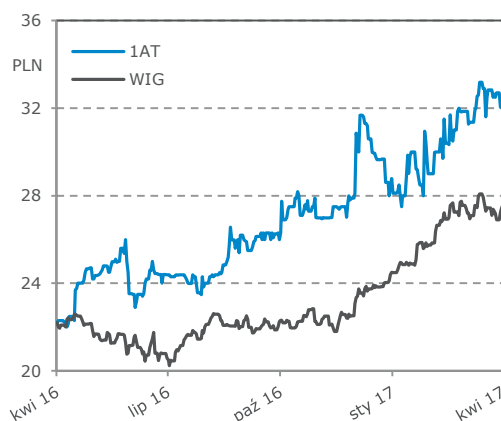
### Struktura akcjonariatu

Juroszek Investments	83,84%
Altus TFI	5,01%
Pozostali akcjonariusze	11,15%

### Profil spółki

Atal jest deweloperem mieszkaniowym, działającym na siedmiu największych rynkach w Polsce. Spółka zadebiutowała na GPW w czerwcu 2015 r. W 2016 r. Atal osiągnął trzeci wolumen sprzedaży spośród giełdowych deweloperów (2,4 tys. lokali). Spółka jest liderem rynku w Krakowie z udziałem ok. 7%, jednym z liderów we Wrocławiu (5% rynku) oraz posiada coraz mocniejszą pozycję w Warszawie (2% rynku). W 2016 r. Atal rozpoczął pierwsze inwestycje w Poznaniu i Trójmieście i planuje dalszą ekspansję na powyższych rynkach. Uzupełnieniem oferty są projekty w Łodzi i Katowicach.

### Kurs akcji Atal S.A. na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Atal	44,10	-	kupuj	„przeważaj”

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Atal	34,89	44,10	+26,3%

Zmiana prognoz	2016	2017P	2018P
Przychody	+0,9%	+7,4%	-6,9%
EBIT	+1,8%	+10,1%	-0,8%
Zysk netto	-1,0%	+8,2%	-2,6%

### Analitik:

Piotr Zybała  
+48 22 438 24 04  
[piotr.zybaala@mbank.pl](mailto:piotr.zybaala@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego obsługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta.  
mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku.

Sporządzenie rekomendacji zakończyło się 10 kwietnia 2017 o godzinie 08:30.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 10 kwietnia 2017 o godzinie 08:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki Atal wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	przeważają
data wydania	2016-10-28
kurs z dnia rekomendacji	27,77
WIG w dniu rekomendacji	48 651,28

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszc**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metals

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)