

**Deweloperzy**

Polska

Cena bieżąca	3,7 PLN
Cena docelowa	4,7 PLN
Kapitalizacja	1,45 mld PLN
Free float	0,50 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,67 mln PLN

Struktura akcjonariatu

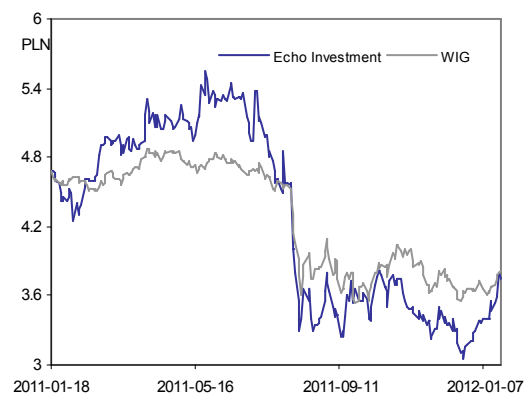
Michał Sołowow	40,95%
ING OFE	10,47%
AVIVA OFE BZ WBK	8,73%
OFE PZU „Złota Jesień”	5,10%
Free float	34,75%

Strategia dotycząca sektora

Polska jest jednym z najbardziej perspektywicznych rynków nieruchomości komercyjnych w Europie. Mimo spowolnienia gospodarczego popyt na nową powierzchnię wciąż przewyższa podaż. Sytuacja wygląda gorzej w krajach SEE, gdzie spadająca konsumpcja oraz ograniczone zaangażowanie zagranicznych inwestorów negatywnie wpływa na wyceny obiektów handlowych i biurowych.

Profil spółki

Echo Investment działa na rynku nieruchomości komercyjnych i mieszkaniowych od 1996 r. Spółka jest obecna we wszystkich kluczowych aglomeracjach w Polsce. W przyszłości planuje rozszerzenie działalności na Węgry, Rumunię i Ukrainę.

Kurs akcji Echo Investment na tle WIG**Piotr Zybala**

(48 22) 697 47 01

piotr.zybala@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Echo Investment Kupuj

ECH PW; EPRS.WA

(Podtrzymana)

Zdrowy bilans z tanimi nieruchomościami

Szacowana przez nas średnia stopa kapitalizacji portfela nieruchomości Echo Investment wynosi 8,3%. Zważywszy, że ukończone nieruchomości Spółki są wynajęte w prawie 100%, a aktywa, które stanowią około 85% wartości można zaliczyć do segmentu „prime”, yield równy 8,3% wydaje się bardzo konserwatywny. Park Postępu został sprzedany przy yieldzie zbliżonym do 6,5% za kwotę 21% wyższą niż wyniosła jego wartość księgową na koniec Q2 (dzięki umocnieniu Euro zysk na sprzedaży wyniósł 33% wartości nieruchomości). Wiele wskazuje więc na to, że wycena bilansowa portfela gotowych nieruchomości, stanowiących 55% wartości aktywów Spółki, jest zaniżona. 26% aktywów stanowią grunty i projekty w budowie, na których spodziewamy się atrakcyjnych marż. Średnią marżę na inwestycjach zrealizowanych do końca 2013 r. szacujemy na 23% w segmencie komercyjnym i 24% w segmencie mieszkaniowym. Tak wysoka marża jest prawdopodobna nawet w obliczu spowolnienia gospodarczego, gdyż: (1) grunty kupione drogo stanowią zdecydowaną mniejszość, (2) kontraktowane ostatnio koszty budowy są wyraźnie poniżej wcześniejszych szacunków, (3) wszystkie projekty zlokalizowane są na atrakcyjnym polskim rynku. Wartość 1 akcji Echo Investment wyceniamy na 4,7 PLN, co stanowi 25% potencjał wzrostu kursu.

Finansowanie nie stanowi problemu

Obecnie powierzchnia gotowych nieruchomości komercyjnych Spółki wynosi 305 tys. m² i powinna wzrosnąć o ok. 39% w ciągu najbliższych dwóch lat. Mimo tak dynamicznego wzrostu, finansowanie planu inwestycyjnego nie powinno stanowić problemu. LTV w przypadku gotowych projektów wynosi 58%, co jest bezpiecznym poziomem. Echo posiada 479 mln PLN wolnych limitów kredytowych. Działalność operacyjna generuje stabilne przepływy operacyjne. Ponadto Spółka posiada kilka obiektów, w przypadku których znalezienie nabywcy nie powinno stanowić problemu, ani dziś, ani w przyszłości.

Lata 2011-2013 to dopiero początek

Silną stroną Echo są przygotowywane inwestycje na lata 2014+. Spółka dysponuje jednym z większych banków ziemi pod projekty biurowe w Warszawie (143 tys. m²) oraz m. in. projektami dużych galerii handlowych w Budapeszcie, Katowicach, Lublinie i Poznaniu. Łącznie ok. 770 tys. m² powierzchni komercyjnej, w większości zlokalizowanej w Polsce.

Wycena rynkowa jest atrakcyjna nawet przy spadku koniunktury

Nasze szacunki zakładają średnią stopę kapitalizacji portfela ukończonych nieruchomości komercyjnych w 2013 r. równą 8,4%. Nawet przy założeniu wzrostu stóp kapitalizacji o 1p.p. nasza cena docelowa akcji Echo byłaby o 8% wyższa od wyceny rynkowej Spółki.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	431,4	426,4	405,1	563,2	595,7
EBIT bez rewaluacji	219,0	260,8	343,2	254,7	257,5
marża EBIT	50,8%	61,2%	84,7%	45,2%	43,2%
Wycena nieruchomości	-22,9	-92,1	241,0	141,6	-100,9
EBIT z rewaluacją	196,1	168,7	584,2	396,3	156,6
Zysk netto	103,7	147,7	196,2	263,7	146,0
P/BV	0,91	0,84	0,75	0,67	0,63
P/E	15,2	10,7	8,0	6,0	10,8
P/CE	14,6	10,4	7,8	5,7	10,0
EV/EBITDA	12,2	14,1	4,1	6,0	14,5
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wycena aktywów i prognozy wyników finansowych

Portfel ukończonych aktywów komercyjnych

Sprzedaż Parku Postępu i CH Pabianice potwierdzeniem konserwatywnego bilansu Echo

W Q3 portfel nieruchomości Echo Investment pomniejszył się o Park Postępu, który został sprzedany za 101,9 mln EUR. Wartość nieruchomości w bilansie Spółki wynosiła 336,7 mln PLN (84,5 mln EUR przeliczając po kursie z 30.06.2011). Oznacza to, że Echo sprzedało kompleks biurowy po cenie 21% wyższej niż wyceniło go w bilansie. Umocnienie EUR o około 40 gr. od końca Q2 2011 sprawiło, że zysk brutto na tej transakcji wyniósł aż 110,7 mln PLN. Stanowi to 7,7% kapitalizacji Spółki. Dzięki stosowanej przez Echo Investment strukturze organizacyjnej, opartej na funduszach inwestycyjnych zamkniętych oraz spółkach komandytowo-akcyjnych, podatek od zysku ze sprzedaży był zdecydowanie niższy niż 19%, stąd zysk po opodatkowaniu nie był istotnie niższy od wspomnianych 110,7 mln PLN.

Sprzedaż CH w Pabianicach za kwotę 23,8 mln EUR (104,6 mln PLN) przyniosła Spółce 24,5 mln PLN zysku (1,7% kapitalizacji). Nieruchomość została sprzedana po cenie 31% wyższej niż jej wartość księgową wyrażoną w PLN. Szacujemy, że gdyby nie umocnienie EUR do PLN, które miało miejsce w ostatnim kwartale, zysk ze sprzedaży wyniósłby około 15,0 mln PLN (19% wartości księgowej nieruchomości).

Sprzedaż Parku Postępu i CH Pabianice to nie jedyne transakcje, na której Spółka osiąga wysoki zysk. W grudniu 2010 sprzedaż biurowca Avatar wygenerowała 11 mln PLN skonsolidowanego zysku (około 10% wartości bilansowej nieruchomości). We wrześniu tego samego roku Spółka sprzedała w Warszawie kompleks biurowy podobnej wielkości, który przyniósł jeszcze wyższy zysk.

Podsumowując, Echo Investment ma bardzo dobry track record jeśli chodzi o sprzedaż swoich nieruchomości. W 2010 r. zysk w ten sposób osiągnięty wyniósł 53,3 mln PLN, natomiast w 2011 r. spodziewamy się kolejnych 149,3 mln PLN zysku. Jest to pierwszy argument przemawiający za tym, że nieruchomości Spółki są wycenione w bilansie bardzo ostrożnie. Drugim argumentem są wyniki finansowe Spółki w ostatnich kilku latach. Nawet w kryzysowym 2009 r. zysk netto Echo Investment wyniósł ponad 100 mln PLN. Dzięki konserwatywnej polityce wycen, Spółka nie była zmuszona do istotnych odpisów wartości nieruchomości, jak chociażby GTC.

Szacunkowa stopa kapitalizacji portfela nieruchomości

Wartość bilansowa ukończonych nieruchomości inwestycyjnych Echo Investment na koniec Q3 2011 wyniosła 661 mln PLN. Stopa kapitalizacji, którą Echo Investment podało w raporcie za H1 2011, zawierała się w przedziale 7,15%-9,75%. W sprawozdaniu za Q3 2011 nie został podany nowy przedział wykorzystanych przez spółkę stóp kapitalizacji, jednak wszystko wskazuje na istotny wzrost yieldów w Q3. Rewaluacja nieruchomości w Q3 wyniosła 163,7 mln PLN, przy czym efekt umocnienia EUR do PLN szacujemy na ponad 200 mln PLN. W Q3 Spółka wykazała ponadto wysoką dodatnią rewaluację w związku z oddaniem do użytkowania rozbudowanego CH w Kielcach, którą szacujemy na ok. 50 mln PLN. Oznacza to, że odpis wartości nieruchomości w bilansie z tytułu podniesienia yieldów mógł wynieść w Q3 ok. 90 mln PLN, co można porównać do **wzrostu yieldów o 0,3 p.p.** Uważamy, że podniesienie yieldów w Q3 jest nie tyle odzwierciedleniem spadku bieżącej wartości nieruchomości w portfelu Echo, lecz wynikiem obaw o kondycję polskiej gospodarki w bieżącym roku. Takie dyskontowanie najbliższej przyszłości można w przypadku Echo Investment uzasadniać tym, że Spółka aktualizuje stopy kapitalizacji tylko raz w roku, właśnie w Q3.

Echo nie podaje średniego yieldu portfela ukończonych nieruchomości. Podany przedział stóp kapitalizacji, który Spółka wykorzystwała do wyceny na koniec H1 2011 jest według nas konserwatywny (7,15%-9,75%). Ponadto, jak wspomnieliśmy w poprzednim akapicie, yieldy w Q3 zostały podniesione. Szacowany przez nas implikowany yield na portfelu ukończonych nieruchomości inwestycyjnych (bieżące NOI przy pełnym wynajmie/bieżące BV) wynosi obecnie w Echo 9,2%. Jest to bardzo wysoki yield, biorąc pod uwagę, że ok. 70% wartości ukończonych nieruchomości inwestycyjnych w Echo stanowią trzy pierwszorzędne centra handlowe (w Kielcach, Szczecinie i Wrocławiu).

Co w takim razie jest przyczyną tak wysokiego implikowanego yieldu w Echo? Po pierwsze, część gotowych nieruchomości Echo investment to starego typu centra handlowe, które Spółka oddawała do użytku ponad 10 lat temu. Niektóre z nich wymagają renowacji, stąd ich wycena bilansowa jest pomniejszana o **rezerwy na koszty remontów**. W przypadku

nowszych nieruchomości Spółka również zakłada rezerwy na prace wymagające większych nakładów kapitałowych. Po drugie, **wakaty** w ukończonych nieruchomościach są wycenione po zerowej wartości. Gdyby założyć, że rezerwy remontowe w starych centrach handlowych wynoszą ok. 25% wartości nieruchomości oraz 5% wartości w przypadku wszystkich pozostałych obiektów, wycena rezerw remontowych wyniosłaby prawie **60 mln EUR**. Obecnie nieznaczne wakaty na ukończonych nieruchomościach występują w biurach w Poznaniu i Szczecinie oraz w CH w Kielcach. Szacujemy, że ich uwzględnienie w wycenie podniosłoby wycenę nieruchomości Echo o około **15 mln EUR**. Po podniesieniu obecnej wyceny bilansowej nieruchomości inwestycyjnych (660,8 mln EUR) o powyższe korekty, wartość portfela nieruchomości inwestycyjnych w Echo wyniosłaby 736 mln EUR. Aktywa wchodzące w skład tego portfela przedstawia tabela poniżej. Zaprezentowane wyceny są naszymi szacunkami wartości nieruchomości, przed uwzględnieniem korekt z tytułu rezerw remontowych i wakatów.

Ukończone nieruchomości

Nieruchomość	Miasto	GLA (m2)	Czynsz (EUR/m2)			Yield			Wycena (mln EUR)		
			Q3 11P	12P	13P	Q3 11P	12P	13P	Q3 11P	12P	13P
Centra handlowe											
Galeria Echo	Pabianice	13 500	11,5	-	-	11,0%	-	-	16,9	-	-
Galeria Echo	J. Góra	19 000	10,0	10,2	10,4	11,0%	11,0%	11,0%	20,7	21,1	21,6
Galeria Echo	Piotrków	17 400	10,0	10,2	10,4	11,0%	11,0%	11,0%	19,0	19,4	19,7
Galeria Echo	Przemysł	4 900	8,5	8,7	8,8	11,0%	11,0%	11,0%	4,5	4,6	4,7
Galeria Echo	Radom	19 500	10,0	10,2	10,4	11,0%	11,0%	11,0%	21,3	21,7	22,1
Galeria Echo	Tarnów	20 200	10,0	10,2	10,4	11,0%	11,0%	11,0%	22,0	22,5	22,9
Galeria Echo	Kielce	70 500	17,5	17,9	18,2	7,8%	7,8%	7,8%	188,9	193,6	197,5
Galaxy	Szczecin	41 700	23,0	23,5	23,9	7,8%	7,8%	7,8%	147,6	150,5	153,5
Pasaż Grunw.	Wrocław	48 700	22,5	23,0	23,4	7,5%	7,5%	7,5%	176,5	180,0	183,6
Biura											
Babka Tower	Warszawa	6 200	13,0	13,3	13,5	8,0%	8,0%	8,0%	12,1	12,3	12,6
Postępu 3	Warszawa	10 200	13,0	13,3	13,5	8,0%	8,0%	8,0%	19,9	20,3	20,7
Malta I	Poznań	6 700	13,5	13,8	14,0	8,5%	8,5%	8,5%	12,8	13,0	13,3
Malta II	Poznań	15 190	14,0	14,3	14,6	8,5%	8,5%	8,5%	29,7	30,5	31,2
Oxygen	Szczecin	14 100	14,0	14,3	14,6	9,0%	9,0%	9,0%	25,8	26,7	27,4
Astra Park*	Kielce	10 921	12,0	12,2	12,5	9,0%	9,0%	9,0%	17,5	17,8	18,2
Suma		318 711							735,1	734,1	749,1

Źródło: DI BRE Banku S.A., *tylko część wynajmowana zewnętrznym najemcom

Analizując powyższą tabelę, zwracamy uwagę na kilka istotnych kwestii:

- Szacowane przez nas stopy kapitalizacji zawierają się w przedziale 7,45%-11,0%, a średni **yield portfela** wynosi **8,3%**. Dzisiejsze rynkowe stopy kapitalizacji są wyraźnie poniżej powyższych szacunków. Ostatnie transakcje na polskim rynku nieruchomości komercyjnych pokazały, że w przypadku centrów handlowych z segmentu *prime* można spodziewać się stopy kapitalizacji poniżej 6,5% (Magnolia, Galeria Mokotów). Biura na Mokotowie można dziś sprzedać przy yieldzie ok. 6,5-6,75% (Park Postępu, Platinum Business Park), natomiast yieldy na niewielkich centrach handlowych w miastach średniej wielkości szacujemy na 8-8,5% (Galeria Echo Pabianice, parki handlowe sprzedane w 2011 przez Rank Progress).

W tabeli poniżej zaprezentowaliśmy różnicę między naszymi szacunkami stóp kapitalizacji a obecnymi rynkowymi stopami kapitalizacji. Różnica jest wyraźna. Szacujemy, że gdyby w wycenie nieruchomości Echo zastosować występujące dziś na rynku stopy kapitalizacji, średni yield portfela nieruchomości spadłby z 8,3% do 7,2%, a wycenę nieruchomości należałoby skorygować w górę o **113 mln EUR** (ok. 35% kapitalizacji Spółki). Inaczej mówiąc, zgodnie z naszymi szacunkami, ukończone nieruchomości Echo Investment są dziś warte ok. **17%** więcej niż ich wycena bilansowa. Przypominamy, że w 2011 r. Park Postępu oraz CH Pabianice zostały sprzedane po wartości odpowiednio 20,6% oraz 18,5% wyższej niż ich wartości bilansowe. Pokazuje to, że nawet w momencie istotnego pogorszenia koniunktury na rynku nieruchomości inwestycyjnych, podstawy do istotnego obniżenia wartości aktywów Spółki są ograniczone.

Szacunki bilansowej i rynkowej wyceny nieruchomości Echo Investment (mln EUR)

Nieruchomość	Miasto	Szacunkowe yieldy w bilansie	Szacunkowa wycena w bilansie	Yieldy rynkowe	Wycena rynkowa	Różnica w Yieldach	Różnica w wycenie
Galeria Echo	Pabianice	11,0%	16,9	8,5%	21,9	2,5%	5,0
Galeria Echo	J. Góra	11,0%	20,7	8,5%	26,8	2,5%	6,1
Galeria Echo	Piotrków	11,0%	19,0	8,5%	24,6	2,5%	5,6
Galeria Echo	Przemysł	11,0%	4,5	8,5%	5,9	2,5%	1,3
Galeria Echo	Radom	11,0%	21,3	8,5%	27,5	2,5%	6,3
Galeria Echo	Tarnów	11,0%	22,0	8,5%	28,5	2,5%	6,5
Galeria Echo	Kielce	7,8%	188,9	6,8%	216,6	1,0%	27,8
Galaxy	Szczecin	7,8%	147,6	6,8%	169,3	1,0%	21,7
Pasaż Grunw.	Wrocław	7,5%	176,5	6,8%	193,4	0,6%	16,9
Babka Tower	Warszawa	8,0%	12,1	7,0%	13,8	1,0%	1,7
Postępu 3	Warszawa	8,0%	19,9	7,0%	22,7	1,0%	2,8
Malta I	Poznań	8,5%	12,8	7,5%	14,5	1,0%	1,7
Malta II	Poznań	8,5%	29,7	7,5%	33,7	1,0%	4,0
Oxygen	Szczecin	9,0%	25,8	8,0%	29,0	1,0%	3,2
Astra Park	Kielce	9,0%	17,5	8,0%	19,7	1,0%	2,2
Suma			735,1		847,9		112,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.

- Nasze szacunki rezerw na koszty renowacji nieruchomości mogą się różnić od rzeczywistych. Uważamy, że założone przez nas 60 mln EUR (ok. 260 mln PLN) jest wysoką kwotą. Faktyczna kwota może być niższa.
- Polityka, którą stosuje Echo investment polegająca na wycenie wakatów po zerowej wartości jest bardzo konserwatywna. Rozwiązanie bliższe rynkowej rzeczywistości polegałoby na wycenie niewynajętej powierzchni zakładając minimalne czynsze możliwe do osiągnięcia w danej lokalizacji. Przy takim podejściu, dyskonto z tytułu wakatów nie wyniosłoby, jak szacujemy, 15 mln EUR, lecz ok. 2,5-4 mln EUR.
- Dotychczas nie poruszyliśmy kwestii czynszów, w wycenianych nieruchomościach. W stosunku do ostatniego raportu zostały one skorygowane w dół w przypadku niektórych nieruchomości. Sądymy, że w przyszłości możliwe jest utrzymanie obecnych stawek, niemniej istnieje ryzyko, że w wybranych obiektach negocjacje przyniosą obniżenie średniego czynszu (szczególnie w mniejszych obiektach handlowych). W kolejnych latach wzrost czynszów będzie wynikać z indeksacji czynszów o 2% rocznie.

Nowe założenia do wyceny portfela nieruchomości

Podobnie jak uczyniliśmy to w GTC, weryfikujemy nasze oczekiwania co do poziomu stóp kapitalizacji w kolejnych latach. Spowolnienie gospodarcze sprawia, że oczekiwany przez nas w kwietniu spadek stóp kapitalizacji może nie nastąpić w najbliższych kwartałach. Mimo że przy dalszym pogorszeniu się sytuacji gospodarczej, istnieje ryzyko wzrostu yieldów, ryzyko istotnej utraty wartości portfela nieruchomości Spółki jest według nas umiarkowane. Po pierwsze, Spółka nie dokonała w 2010 roku istotnych rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych (zmiany wyceny nieruchomości wynikały głównie z kształtowania się kursu EUR). W Q3 2011 stopy kapitalizacji zostały natomiast podniesione, co według nas dyskontuje już spowolnienie w branży. Po drugie, obecne stopy kapitalizacji nieruchomości Spółki są wyraźnie wyższe od stóp kapitalizacji występujących w transakcjach rynkowych. Po trzecie, Popyt na nieruchomości inwestycyjne w Polsce jest wciąż duży. Nawet przy spowolnieniu gospodarczym Polska pozostaje jednym z najbardziej atrakcyjnych rynków w Europie z punktu widzenia inwestycji w nieruchomości. Po czwarte, większość nieruchomości inwestycyjnych Echo Investment jest wynajęta w 100%. Kilkuprocentowe pustostany występują w nieruchomościach niedawno oddanych do użytku. Nasze prognozy zakładają, że stopy kapitalizacji w latach 2012-2013 nie ulegną zmianie.

Planowane nieruchomości komercyjne**Część projektów będzie opóźniona – Spółka koryguje plan inwestycyjny**

Projekty, których ukończenie było zaplanowane na 2011 r. zostały ukończone w założonych terminach. Mocno ograniczony został natomiast pipeline 2012 i 2013 r. (redukcja planów o odpowiednio 50% oraz 45% powierzchni najmu). Oczekiwania odnośnie 2014 r. nie uległy od marca istotnym zmianom (ok. 300 000 m² GLA).

Plan inwestycyjny - prognozy zarządu (m² PUM lub GLA)

Segmenty	do 2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2011-2016
Mieszkania*	195 100	13 700	28 700	26 800	45 900	36 700	32 300	184 100
Biura	191 700	6 500	15 700	18 400	103 900	75 000	101 500	321 000
Hotele	81 300			7 300				7 300
Centra handlowe	295 600	45 000	51 800	64 100	160 300	165 100		486 300
Suma **	763 700	65 200	96 200	116 600	310 100	276 800	133 800	998 700

Źródło: Echo Investment S.A.; * dane nie uwzględniają działek na sprzedaż; ** po uwzględnieniu projektów: kolejnych etapów Poznań Naramowice, Kijów Dehtiarivska, rozbudów CH powierzchnia łączna wynosi 1,2 mln mkw.

Przyczyną tak znacznego ograniczenia planowanych inwestycji są głównie opóźnienia w uzyskiwaniu pozwoleń administracyjnych, choć w niektórych przypadkach decyzje były zapewne podyktowane sytuacją rynkową. Poniższa tabela przedstawia, których projektów dotyczą opóźnienia, biorąc pod uwagę prognozy zarządu z marca i grudnia 2011 r. Największe problemy z uzyskiwaniem decyzji organów administracji dotyczą projektów mieszkaniowych, których znaczenie w portfelu nieruchomości Echo Investment jest najmniejsze (po 9M 2011 segment mieszkaniowy odpowiadał za 3% zysku brutto ze sprzedaży, lecz w kolejnych latach powinien wzrosnąć do kilkunastu %). Opóźnienia w segmencie komercyjnym występują w większości projektów inwestycyjnych. Potwierdzają się więc nasze obawy, że kwestie administracyjne będą jednymi z najistotniejszych zagrożeń dla realizacji naszych prognoz wyników finansowych Spółki.

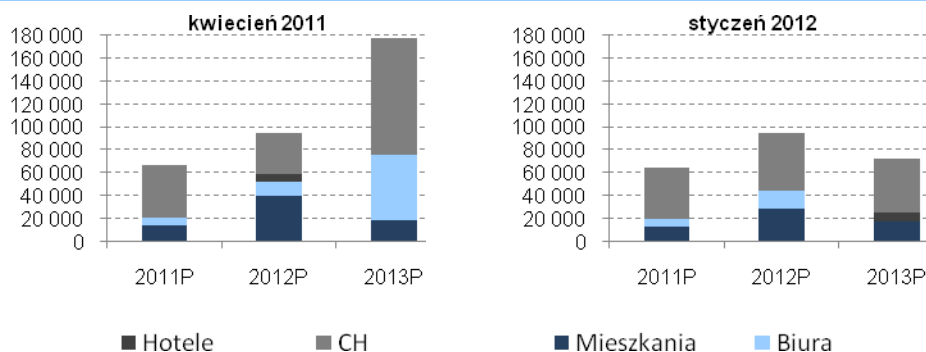
Opóźnienia w uzyskiwaniu decyzji administracyjnych

Projekt	Decyzja	2011 marzec	2011 wrzesień	Opóźnienie
Centra handlowe				
Galeria Olimpia	PnB	Q1 2011	03.2011	-
Outlet Park I	PnB	Q2 2011	05.2011	-
CHR Veneda	PnB	Q1 2011	07.2011	+2Q
Pasaż Grunwaldzki	PnB	Q2 2011	09.2011	+1Q
Galeria Amber	PnB	Q3 2011	06.2011	-1Q
Mundo I	PnB	Q4 2011	Q3 2012	+3Q
CH – Kościuszki	MPZP	Q1 2012	Q3 2012	+2Q
CHR Metropolis	MPZP	Q1 2011	Q1 2011	-
Biura				
Aquarius I	PnB	Q1 2011	05.2011	+1Q
Opolska I	PnB	Q2 2011	Q1 2012	+3Q
Konstruktorska I	WZ	Q4 2011	Q4 2011	-
Beethovena I	MPZP	Q3 2011	Q1 2012	+2Q
Tryton	MPZP	Q1 2011	Q4 2011	+3Q
Mieszkania				
Okopowa I	PnB	Q1 2011	Q2 2011	+1Q
Pod Klonami II	PnB	Q2 2011	Q4 2011	+2Q
Grota Roweckiego I	PnB	Q3 2011	Q2 2012	+3Q
Korzeniowskiego	WZ	Q1 2011	Q1 2012	+4Q
Bronowicka	PnB	Q3 2011	Q4 2011	+1Q
Wodna I	PnB	Q2 2011	Q4 2011	+2Q
Tyniecka/Czarodziejska	WZ	Q1 2011	Q1 2012	+4Q
Princess	PnB	Q3 2011	Q2 2012	+3Q
Konstruktorska I	MPZP	Q2 2011	Q4 2011	+2Q

Źródło: DI BRE Banku S.A., Echo Investment

W kwietniowym raporcie nie uwzględniliśmy wszystkich zaplanowanych przez Spółkę inwestycji, niemniej w obliczu opóźnień korygujemy nasze prognozy przekazanej powierzchni o 59% w 2013 r. Najistotniejsze zmiany z punktu widzenia wyceny Echo Investment to przesunięcie ukończenia projektów Mundo w Budapeszcie, Tryton w Gdańsku, Opolska I w Krakowie oraz Konstruktorska I w Warszawie na kolejne lata.

Skala inwestycji w 2012 r. nie uległa zmianie, gdyż na miejsce opóźnionego projektu mieszkaniowego weszło centrum handlowe w Łomży, którego realizację zakładaliśmy na 2013 r. Obecnie nasze założenia dotyczące planu inwestycyjnego Echo w 2012 r. nie różnią się od planów zarządu. We wszystkich inwestycjach zaplanowanych w tym okresie trwają już prace budowlane, stąd ryzyko opóźnień nie jest wielkie.

Plan inwestycyjny uwzględniony w raporcie z kwietnia i obecnie (m² GLA)

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Pomimo rewizji naszych założeń odnośnie planu inwestycyjnego Spółki, szanse na jego zrealizowanie w założonej przez nas formie oceniamy wysoko. Zwracamy uwagę na to, że:

- Nasze założenia dotyczące oddanej powierzchni w 2013 r. są niższe o 38% od prognoz zarządu,
- Spółka posiada pozwolenia na budowę wszystkich obiektów komercyjnych uwzględnionych w prognozach (w przypadku Bełchatowa, Szczecina, Łomży i Wrocławia (Aquarius) rozpoczęta została budowa, w Kaliszu wybrany został generalny wykonawca;
- W wynikach 2013 r. nie uwzględniamy marży deweloperskiej na obiektach, których spodziewane zakończenie to 2014 r. (CAPEX na powyższe nieruchomości jest uwzględniony w prognozach).

Wysokie marże powinny być utrzymane

W raporcie z kwietnia marże szacowane przez nas na projektach komercyjnych wyniosły 27%. Ze względu na konserwatywną politykę wycen stosowaną przez Echo Investment, w naszych zaktualizowanych prognozach postanowiliśmy przyjąć wyższe stopy kapitalizacji, odbiegające od dzisiejszych stawek rynkowych. Szacowane czynsze zostały nieco skorygowane w dół. Weryfikacja budżetów części inwestycji, sprawia że **średnia marża** wynosi **23%**, czyli jest niższa od szacowanej w kwietniowym raporcie.

Obiekty komercyjne do realizacji w latach 2012-2013 (mln PLN), cz. I

Nieruchomość	Miasto	GLA (m ²)	Czynsz (EUR/m ²)			Yield			Wycena (mln EUR)		
			11P	12P	13P	11P	12P	13P	11P	12P	13P
Centra handlowe											
Galeria Olimpia	Bełchatów	20 700	-	13,6	13,8	-	9,5%	9,5%	-	35,3	36,1
Outlet Park I	Szczecin	14 300	-	14,8	15,1	-	10,0%	10,0%	-	25,3	25,9
CHR Veneda	Łomża	15 200	-	15,3	15,6	-	9,5%	9,5%	-	29,2	30,0
Pasaż Grunw. II	Wrocław	12 900	-	-	18,8	-	-	7,5%	-	-	39,1
Galeria Amber	Kalisz	34 100	-	-	16,1	-	-	9,5%	-	-	68,8
Biura											
Malta III	Poznań	6 530	13,5	13,8	14,0	8,5%	8,5%	8,5%	11,8	12,4	12,8
Aquarius I	Wrocław	15 700	-	14,3	14,6	-	8,5%	8,5%	-	31,0	32,0
Suma		119 430							11,8	133,2	244,6

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Echo wybrało generalnych wykonawców obiektów handlowych w Bełchatowie, Szczecinie, Łomży i Kaliszu. We wszystkich przypadkach zakontraktowane koszty były o 10-27% niższe od naszych założeń z kwietniowego raportu. W przypadku obiektów biurowych, wybrany został generalny wykonawca stanu surowego pierwszego etapu biurowca Aquarius we Wrocławiu. Wartość kontraktu we Wrocławiu to 1200 PLN/m² GLA, podczas gdy budowa stanu surowego w inwestycjach Park Postępu, Malta II i Oxygen kosztowała 1600-1900 PLN/m² GLA. To pokazuje, jak duża jest różnica w kosztach budowy dziś oraz 3 lata temu.

Obiekty komercyjne do realizacji w latach 2012-2013 (mln PLN*), cz. II

Projekt	Miasto	Start	Koniec	GLA (m2)	CAPEX	Wartość	Zysk	Marża
Centra handlowe								
Galeria Olimpia	Bełchatów	04.2011	08.2012	20 700	101,3	141,0	39,7	28%
Outlet Park I	Szczecin	Q3 2011	Q4 2012	14 300	70,0	101,0	31,0	31%
CHR Veneda	Łomża	Q3 2011	11.2012	15 200	93,4	116,9	23,5	20%
Pasaż Grunw. II	Wrocław	Q3 2012	Q4 2013	12 900	119,1	156,4	37,3	24%
Galeria Amber	Kalisz	Q2 2012	Q4 2013	34 100	227,3	275,1	47,8	17%
Biura								
Malta III	Poznań	10.2010	12.2011	6 530	37,8	47,3	9,5	20%
Aquarius I	Wrocław	05.2011	10.2012	15 700	94,5	124,1	29,6	24%
Suma				119 430	743,3	961,8	218,5	23%

Źródło: DI BRE Banku S.A., * EUR/PLN=4,0

W segmencie mieszkaniowym ryzyko wyniku finansowego jest związane ze wspomnianymi opóźnieniami w uzyskiwaniu pozwoleń administracyjnych, stąd przesuwamy na 2014 r. ukończenie dwóch krakowskich projektów: Tyniecka i Czarodziejska. Poziom możliwych do osiągnięcia marż jest o tyle trudny do oszacowania, że brak jest wśród inwestycji Echo projektów wieloetapowych, na podstawie których można by oszacować historyczne koszty budowy i ceny sprzedawanych mieszkań. Poszczególne inwestycje znacznie różnią się również pod względem standardu. Dobrym przykładem są wyniki ostatnich kwartałów. W Q2 marża segmentu mieszkaniowego wyniosła 53% (oczekiwaliśmy 27% marży). W Q3 spadła ona nieoczekiwanie do 1,7%. Nie widzimy w projektach mieszkaniowych Echo inwestycji, która usprawiedliwiłaby tak niską marżę w Q3. Sądymy, że było to zdarzenie jednorazowe. Obecnie istnieje ryzyko spadku tempa sprzedaży mieszkań w 2012 r. oraz jednoczesnego spadku poziomu marż. Zakładamy to w prognozach rentowności i zysku w latach 2011-2013.

Projekty mieszkaniowe do zrealizowania w latach 2011-2013

Projekt	Miasto	Start	Koniec	PUM/ pow.	Lokale/ działki	CAPEX (PLN/m ²)	Wartość (PLN/m ²)	Zysk (mln PLN)	Marża (%)
Klimt House	Warszawa	H1 2008	Q2 2011	5 100	61	8 655	11 000	12,0	21%
Kasztanowa Aleja I	Poznań	03.2010	11.2011	8 600	141	5 116	6 700	13,6	24%
Dom Pod Słowikiem	Kraków	09.2010	Q2 2012	5 200	85	4 804	7 200	12,5	33%
Przy Słowiańskim Wzgórzu	Wrocław	H1 2010	04.2012	14 200	208	4 661	6 700	28,9	30%
Pod Klonami I	Poznań	05.2010	Q3 2012	9 300	145	4 153	5 200	9,7	20%
Okopowa I	Łódź	Q4 2011	04.2013	7 400	120	4 085	4 800	5,3	15%
Pod Klonami II	Poznań	Q2 2012	Q4 2013	4 500	35	3 551	4 500	4,3	21%
Grota Roweckiego I	Wrocław	Q2 2012	Q4 2013	6 267	99	5 086	6 000	5,7	15%
Suma				60 567	894			92,0	
Rezydencje Leśne	Warszawa	Q4 2010	Q2 2012	52 900	32	608	849	12,7	28%
Osiedle Południowe I	Dyminy	Q4 2010	Q4 2011	60 700	69	126	159	2,0	21%
Osiedle Południowe II	Dyminy	Q2 2012	Q2 2013	49 700	56	129	159	1,5	19%
Osiedle Południowe III	Dyminy	Q3 2013	Q3 2014	49 700	57	131	159	1,4	17%
Suma				213 000	214			17,5	

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Możliwości finansowania projektów inwestycyjnych

Ryzyko finansowania założonych przez nas planów inwestycyjnych w Echo Investment jest naszym zdaniem niskie. Na koniec Q3 2011 LTV liczone jako wartość kredytów celowych w EUR refinansujących ukończone nieruchomości inwestycyjne Spółki do wartości bilansowej gotowych nieruchomości, wyniosło 58%. Dzięki niewykorzystanym limitom kredytowym Echo jest w stanie łatwo pozyskać gotówkę refinansując obecne nieruchomości. We wrześniu Spółka pozyskała finansowanie na budowę Outlet Parku w Szczecinie na 75% LTV. Kredyty udzielone Spółce w grudniu 2011 na finansowania Galerii Olimpia oraz CHR Veneda zostały już zawarte przy założeniu niższego LTV (wg naszych szacunków ok. 50%). Tak więc, gdyby nie wolne limity kredytowe, możliwość podniesienia LTV na istniejących obiektach byłaby niewielka.

Wolne limity kredytowe, o których była mowa powyżej, to na koniec Q3 2011 **479 mln PLN**. Zakładamy, że do końca 2013 r. około **400 mln PLN** będzie możliwe do uzyskania z kredytów finansujących program inwestycyjny (LTV=40%). 400 mln PLN to kwota przy założeniu, że

lewarujemy wyłącznie nieruchomości, które na koniec 2013 r. mają być ukończone. W przypadku nieruchomości zakończonych po 2013 r. zakładamy LTV=0%. Sprzedaż Galerii Echo w Pabianicach przyniosła około **100 mln PLN** gotówki w Q4 2011. Gotówkę z działalności operacyjnej po uwzględnieniu kosztów finansowych szacujemy na **220 mln PLN** do końca 2013 r. Ostatnim elementem finansującym plan inwestycyjny Echo Investment jest gotówka w kasie Spółki. Na koniec Q3 2011 jej stan wyniósł **661 mln PLN**.

Powyższe źródła gotówki sumują się do 1860 mln PLN i o około 150 mln PLN przewyższają szacowane przez nas nakłady inwestycyjne oraz zakupy gruntów do końca 2013 r. Podsumowując, zdolność finansowania założonego przez nas planu inwestycyjnego nie stanowi według nas istotnego problemu. Nasze założenia co do źródeł finansowania są przy tym ostrożne, a szacunki dotyczące nakładów na inwestycje po okresie prognozy stosunkowo agresywne:

- Założone przez nas LTV planu inwestycyjnego to 40% → dziś banki udzielają finansowania na 50-70%,
- LTV gotowych nieruchomości zwiększamy tylko o wysokość posiadanych przez Spółkę wolnych limitów kredytowych,
- Nie zakładamy żadnej sprzedaży nieruchomości, a możliwości w tym zakresie istnieją, co pokazały ostatnie transakcje Spółki; potencjalnymi kandydatami do sprzedaży są Malta Office Park oraz Oxygen,
- Szacujemy agresywny wzrost spółki po 2013 r. → ponad 80% szacowanych przez nas nakładów inwestycyjnych w 2013 r. dotyczy projektów kończonych w kolejnych latach (335 tys. m² w latach 2014-2015); bardzo możliwe, że faktyczny CAPEX w 2013 r. będzie niższy niż 860 mln PLN, co oznaczałoby mniejsze potrzeby finansowe.
- Zakładamy, że Spółka wyda 150 mln PLN na grunty w latach 2012-2013, chociaż obecny bank ziemi pozwala na dynamiczny rozwój bez nabywania działek,
- Program Emisji Obligacji zakłada, że Spółka może wyemitować papiery wartościowe do kwoty 1 mld EUR, przy czym na koniec Q3 2011 Echo wykorzystało ten limit do 810 mln PLN.

Wycena nieruchomości inwestycyjnych

(mln PLN)	Q4 2011P	2012P	2013P
Nieruchomości inwestycyjne (początek okresu)	3 807,9	3 939,2	4 609,4
CAPEX (projektowanie i budowa)	78,6	478,6	858,9
CAPEX (grunty)	141,7	50,0	100,0
Sprzedaż/kupno nieruchomości	-104,6	0,0	0,0
Aktualizacja wartości inwestycji	15,7	141,6	-100,9
Nieruchomości inwestycyjne (koniec okresu)	3 939,2	4 609,4	5 467,5

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Echo Investment

Akcje Echo Investment wyceniliśmy dwoma metodami – metodą wartości aktywów netto oraz metodą porównawczą. Metodzie NAV przypisaliśmy wagę 70%. Wyznaczona przez nas cena docelowa wynosi 4,7 PLN. Oznacza to 25% potencjał wzrostu kursu, w związku z czym rekomendujemy kupno walorów dewelopera.

Wycena akcji Echo Investment (PLN)

	Wycena
Metoda wartości aktywów	4,9
Metoda porównawcza	3,2
Wycena 1 akcji Echo Investment	4,3
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,1%
Cena docelowa 1 akcji	4,7

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą NAV

Nasza wycena akcji Echo Investment metodą NAV jest oparta na zdyskontowanym NAV13P i wynosi 4,9 PLN na akcję (9-miesięczna cena docelowa równa 5,2 PLN). Obecnie Spółka jest handlowana z 25% dyskontem do NAV11P. Powyższe dyskonto nie odzwierciedla według nas faktycznej wartości ukończonych nieruchomości oraz potencjału, istniejącego w programie inwestycyjnym Spółki.

Założenia istotne dla oszacowania NAV

- Realizacja zakładanego przez Spółkę planu inwestycyjnego na lata 2011-2013 z wyłączeniem inwestycji w Słupsku (Galeria Arena), Wrocławiu (Aquarius II), Kielcach (Solidarności), Krakowie (Korzeniowskiego, Bronowicka), Warszawie (Szajnochy),
- Średnia marża na realizacji obiektów komercyjnych równa 23% oraz 24% na realizacji mieszkań,
- Inflacyjny wzrost stawek czynszów w latach 2012-2013,
- Stabilizacja stóp kapitalizacji na obecnym poziomie w latach 2012-2013.
- Kurs EUR/PLN na koniec okresu: 2012 – 4,30, 2013 – 4,00.

Wycena metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P
Nieruchomości inwestycyjne	3 939	4 609	5 467
Inwestycje finansowe	104	104	0
Zapasy	474	401	445
Gotówka	486	300	99
Pozostałe aktywa	233	234	234
Suma aktywów	5 237	5 648	6 246
Zobowiązania	3 146	3 293	3 745
NAV	2 091	2 355	2 501
Stopa dyskontowa	10,8%	10,8%	10,8%
Współczynnik dyskonta	100,0%	90,3%	81,5%
Zdyskontowany NAV	2 091	2 125	2 037
Liczba akcji (mln)	420,0	420,0	420,0
Zdyskontowany NAV na akcję (PLN)	5,0	5,1	4,9
Koszt kapitału własnego	10,8%	10,8%	10,8%
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Nasze szacunki zakładają średnią stopę kapitalizacji portfela ukończonych nieruchomości komercyjnych w 2013 r. równą 8,4%. Jest to stopa kapitalizacji uwzględniająca ostrożną politykę wycen, stosowaną przez Spółkę. Przy założeniu stopy kapitalizacji równej 7,4%, co jest bliższe dzisiejszym realiom rynkowym, zdyskontowany NAV13P wyniósłby 5,9 PLN na akcję. Nawet przy założeniu negatywnego scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej i wzrostu stóp kapitalizacji o 1 p.p. do 9,4% wycena akcji za pomocą NAV13P wyniosłaby 4,0 PLN (9-miesięczna cena docelowa równa 4,3 PLN).

Analiza wrażliwości wyceny na zmianę stóp kapitalizacji

Stopa kapitalizacji portfela	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
NAV13P (mln PLN)	3 035	2 751	2 501	2 279	2 080
Zdyskontowany NAVPS (PLN)	5,9	5,3	4,9	4,4	4,0
Zmiana %	21%	10%	0%	-9%	-17%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą porównawczą

Echo Investment jest wyceniane z 15-21% premią do spółek porównywanych, która jest według nas w pełni uzasadniona. Nasza cena docelowa akcji Echo implikuje P/BV11P równe 0,94, podczas gdy rekomendowana cena akcji GTC implikuje mnożnik **0,56**. Powody, dla których tak dobrze postrzegamy Echo Investment to:

- Bardziej dochodowy niż w GTC plan inwestycyjny,
- Bardziej konserwatywna wycena nieruchomości inwestycyjnych w bilansie,
- Niższe LTV oraz większa zdolność do finansowania projektów inwestycyjnych,
- Koncentracja działalności na atrakcyjnym polskim rynku.

Z porównywanych spółek P/BV11P powyżej 0,94 występuje jedynie w Deutsche Euroshop, Unibail Rodamco i Klepierre. Większość aktywów w tych spółkach stanowią centra handlowe z segmentu *prime*. W Deutsche Euroshop i Unibail Rodamco poziom pustostanów nie przekracza 2%. Niskie jest również LTV portfela nieruchomości (38% - Unibail Rodamco, 47% - Deutsche Euroshop). Stabilne dochody, niskie koszty ogólne i koszty długu oraz duże bezpieczeństwo finansowe są przyczyną istotnej premii w stosunku do innych spółek w branży. Zauważmy, że sytuacja Echo Investment nie różni się tak znacznie od tego, co obserwujemy we wspomnianych spółkach (LTV 54%, vacancy w ukończonych nieruchomościach ok. 2%).

Z uwagi na skalę działalności Echo nie jest w stanie konkurować z największymi spółkami pod względem efektywności na poziomie kosztów ogólnych. Wskaźnik SG&A/przychody w Unibail Rodamco wyniósł w H1 2011 5,5%, natomiast w Deutsche Euroshop, nie realizującym obecnie własnych projektów deweloperskich, jedynie 3%. Wskaźnik SG&A/przychody w Echo Investment to około 17%, lecz będzie spadać w przyszłości dzięki realizacji nowych projektów deweloperskich.

Podsumowując, jakość portfela nieruchomości inwestycyjnych Echo Investment wygląda dobrze na tle najdroższych spółek w branży. Wyższe koszty ogólne ponoszone przez Spółkę będą rekompensowane przez dynamiczny plan inwestycyjny. Przewagą Echo w stosunku do spółek porównywanych jest możliwość wzrostu wartości portfela istniejących inwestycji. Wyższe LTV w Echo oceniamy jako szansę, gdyż przy LTV = 54% Echo wciąż zachowuje bezpieczeństwo finansowe, a z uwagi na niedowartościowanie nieruchomości w bilansie, dźwignia finansowa powinna mieć korzystny efekt na wycenę spółki.

Średnie yieldy portfeli obiektów handlowych w Unibail-Rodamco oraz Deutsche Euroshop są równe 5,5% oraz 5,8%, co oznacza, że wzrost wartości tych portfeli poprzez kompresję stóp kapitalizacji może być niemożliwy. Szacowana przez nas średnia stopa kapitalizacji portfela nieruchomości w Echo Investment to 8,3%. Ze względu na trudną do przewidzenia sytuację gospodarczą zakładamy, że w 2012 i 2013 r. spadek yieldów nie nastąpi, jednak dzięki ostrożnej wycenie nieruchomości w bilansie to właśnie Echo będzie jednym z głównych beneficjentów w momencie poprawy koniunktury.

Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/BV 2013P
GTC	0,51	0,50	0,47
BBI Development	0,67	0,67	0,66
P.A. Nova*	0,73	0,63	0,54
Mediana	0,67	0,63	0,54
Waga	50%	50%	50%
Atrium European Real Estate	0,56	0,54	0,52
CA Immobilien Anlagen	0,38	0,38	0,38
Conwert Immobilien Invest SE	0,54	0,50	0,48
Deutsche Euroshop AG	1,05	1,02	1,01
Immofinanz AG	0,41	0,43	0,42
IVG Immobilien AG	0,28	0,30	0,30
Klepierre	1,04	1,05	1,01
Segro	0,62	0,66	0,63
Unibail Rodamco SE	1,14	1,07	0,99
Sparkassen Immobilien AG	0,58	0,53	0,51
Mediana	0,57	0,54	0,52
Waga	50%	50%	50%
Mediana	0,62	0,58	0,53
Echo Investment	0,75	0,67	0,63
Premia	21,3%	15,0%	19,9%
Implikowana wycena			
Mediana	0,62	0,58	0,53
Waga roku	33%	33%	33%
BVPS	5,0	5,6	6,0
Wartość firmy na akcję (PLN)	3,2		

Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg, *P/BV korygowane

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	373,7	438,2	431,4	426,4	405,1	563,2	595,7
<i>zmiana %</i>	12,1%	17,2%	-1,5%	-1,2%	-5,0%	39,0%	5,8%
w tym: wynajem powierzchni	333,8	249,1	306,5	319,5	355,2	366,5	394,2
w tym: sprzedaż mieszkań	32,0	174,7	113,4	82,9	40,8	196,7	156,2
w tym: budowa hoteli i inne	7,9	14,4	11,5	24,0	0,0	0,0	0,0
Koszt własny sprzedaży	-185,9	-177,8	-167,7	-167,9	-151,7	-242,9	-264,7
Zysk brutto na sprzedaży	187,8	260,4	263,7	258,5	253,4	320,3	331,0
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	50,3%	59,4%	61,1%	60,6%	62,5%	56,9%	55,6%
Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni	171,3	170,1	225,5	228,8	239,4	268,6	288,2
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	51,3%	68,3%	73,6%	71,6%	67,4%	73,3%	73,1%
Zysk brutto na sprzedaży: sprzedaż mieszkań	12,4	86,1	34,6	18,9	10,5	51,7	35,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	38,8%	49,3%	30,5%	22,8%	25,7%	26,3%	22,7%
Koszty sprzedaży	-21,5	-21,3	-18,0	-22,1	-23,5	-27,0	-31,1
Koszty ogólnego zarządu	-49,0	-48,3	-37,2	-40,3	-45,0	-48,6	-52,4
Pozostała działalność operacyjna netto	14,8	22,8	10,6	11,5	9,0	10,0	10,0
Zysk ze sprzedaży nieruchomości	29,6	-0,1	0,0	53,3	149,3	0,0	0,0
EBIT bez rewaluacji	161,8	213,5	219,0	260,8	343,2	254,7	257,5
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	250,3	458,1	-22,9	-92,1	241,0	141,6	-100,9
EBIT	412,1	671,7	196,1	168,7	584,2	396,3	156,6
<i>zmiana %</i>	8,2%	63,0%	-70,8%	-14,0%	246,3%	-32,2%	-60,5%
<i>marża EBIT</i>	110,3%	153,3%	45,5%	39,6%	144,2%	70,4%	26,3%
Wynik na działalności finansowej	-12,2	-526,3	-66,5	-31,5	-353,7	-70,7	23,6
Aktualizacja wartości jedn. podporządkowanych	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,7	0,0	0,0
Zysk brutto	399,8	145,4	129,6	137,3	229,9	325,6	180,2
Podatek dochodowy	-75,4	-41,2	-25,9	10,3	-33,7	-61,9	-34,2
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	324,4	104,2	103,7	147,7	196,2	263,7	146,0
<i>zmiana %</i>	16,2%	-67,9%	-0,5%	42,5%	32,8%	34,4%	-44,7%
<i>marża %</i>	86,8%	23,8%	24,0%	34,6%	48,4%	46,8%	24,5%
Amortyzacja	5,7	4,8	4,4	4,0	5,1	11,4	11,5
EBITDA	417,8	676,5	200,5	172,7	589,3	407,7	168,1
<i>zmiana %</i>	8,2%	61,9%	-70,4%	-13,9%	241,2%	-30,8%	-58,8%
<i>marża EBITDA</i>	111,8%	154,4%	46,5%	40,5%	145,5%	72,4%	28,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
EPS	0,77	0,25	0,25	0,35	0,47	0,63	0,35
CEPS	0,79	0,26	0,26	0,36	0,48	0,66	0,37
ROAE	23,9%	6,6%	6,1%	8,2%	9,9%	11,9%	6,0%
ROAA	10,5%	2,7%	2,4%	3,4%	4,0%	4,8%	2,5%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	3 442,8	4 198,0	4 270,9	4 491,0	5 236,9	5 647,9	6 245,6
Majątek trwały	2 460,6	3 281,4	3 548,3	3 538,8	4 146,1	4 816,6	5 570,7
Rzeczowe aktywa trwałe	20,0	19,9	18,6	25,0	56,7	57,0	57,4
Nieruchomości inwestycyjne	2404,4	3192,6	3485,7	3497,1	3939,2	4609,4	5467,5
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	11,0	24,1	0,3	0,0	104,3	104,3	0,0
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	24,7	42,5	42,5	15,4	44,2	44,2	44,2
Inne	0,6	2,4	1,1	1,3	1,7	1,7	1,7
Majątek obrotowy	982,2	916,5	722,7	952,2	1 090,8	831,3	674,9
Zapasy	492,1	486,7	420,5	474,6	474,1	400,9	444,7
Należności handlowe i pozostałe	16,4	56,7	96,4	52,5	88,7	88,7	88,7
Udzielone pożyczki	26,8	0,6	0,1	1,0	0,4	0,4	0,4
Pochodne instrumenty finansowe	6,7	0,4	1,6	0,8	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	394,0	321,8	169,1	379,3	486,0	299,7	99,5
Inne	46,2	50,4	35,0	43,9	41,6	41,6	41,6
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	3 442,8	4 198,0	4 270,9	4 491,0	5 236,9	5 647,9	6 245,6
Kapitał własny	1 519,1	1 640,6	1 733,7	1 875,6	2 091,2	2 354,9	2 500,9
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	1 545,7	2 129,2	2 049,7	2 105,1	2 632,3	2 779,5	3 231,3
Kredyty i pożyczki	1 230,6	1 589,2	1 664,1	1 746,2	2 226,3	2 346,6	2 817,5
Pochodne instrumenty finansowe	0,0	174,1	2,7	10,3	11,9	11,9	11,9
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	232,8	275,5	287,8	239,9	286,1	313,0	293,8
Inne	82,3	90,4	95,1	108,8	108,0	108,0	108,0
Zobowiązania krótkoterminowe	378,0	428,2	487,5	510,3	513,4	513,4	513,4
Kredyty i pożyczki	30,3	125,0	176,8	325,2	303,3	303,3	303,3
Pochodne instrumenty finansowe	0,0	65,8	164,0	8,6	34,2	34,2	34,2
Zobowiązania handlowe	116,1	98,9	65,9	102,6	82,1	82,1	82,1
Otrzymane zaliczki	192,1	111,4	54,6	21,3	58,6	58,6	58,6
Inne	39,5	27,0	26,3	52,7	35,2	35,2	35,2
Dług	1 260,9	1 714,2	1 840,9	2 071,4	2 529,6	2 650,0	3 120,8
Dług netto	866,8	1 392,4	1 671,8	1 692,1	2 043,6	2 350,3	3 021,3
(Dług netto / Kapitał własny)	57,1%	84,9%	96,4%	90,2%	97,7%	99,8%	120,8%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,1	8,3	9,8	3,5	5,8	18,0
BVPS	3,6	3,9	4,1	4,5	5,0	5,6	6,0

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	49,5	33,7	185,0	99,9	190,8	314,6	177,1
Zysk netto	324,4	104,2	103,7	147,6	196,2	263,7	146,0
Amortyzacja	5,7	4,8	4,4	4,0	5,1	11,4	11,5
Kapitał obrotowy	-53,1	-75,6	-9,5	-29,9	-1,3	73,2	-43,8
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-271,6	-225,1	6,2	-67,2	-333,6	-141,6	100,9
Inne	44,2	225,3	80,3	45,3	324,5	107,9	-37,4
Przepływy inwestycyjne	-172,3	-320,9	-393,4	-42,4	-242,0	-540,3	-866,4
Zbycie (nabycie) rzeczowych aktywów trwałych	-80,4	-272,9	-3,4	-10,5	-36,9	-11,7	-11,8
Zbycie inwestycji w nieruchomości	45,6	0,0	0,0	248,4	613,8	0,0	0,0
Inwestycje w nieruchomości	-128,9	-53,4	-358,4	-184,0	-717,9	-528,6	-958,9
Inne	-8,6	5,4	-31,6	-96,2	-101,0	0,0	104,3
Przepływy finansowe	225,9	191,6	63,3	158,5	138,5	39,4	489,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	297,9	280,7	148,7	269,3	271,2	166,0	601,3
Dywidendy wypłacone	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-71,5	-89,7	-91,1	-110,5	-130,2	-126,6	-112,1
Pozostałe	-0,5	0,6	5,7	-0,2	-2,5	0,0	0,0
Różnice kursowe	-6,1	23,3	-7,6	-5,8	19,4	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	97,0	-72,3	-152,7	210,2	106,7	-186,3	-200,2
Środki pieniężne na koniec okresu	394,0	321,8	169,1	379,3	486,0	299,7	99,5
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-76,3	44,8	-169,0	125,4	108,3	-212,5	-757,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	56,0%	74,5%	83,9%	45,6%	186,3%	95,9%	163,0%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	4,9	15,1	15,2	10,7	8,0	6,0	10,8
P/CE	4,8	14,4	14,6	10,4	7,8	5,7	10,0
P/BV	1,04	0,96	0,91	0,84	0,75	0,67	0,63
P/S	4,2	3,6	3,7	3,7	3,9	2,8	2,6
FCF/EV	-3,1%	1,8%	-6,9%	5,1%	4,4%	-8,7%	-31,0%
EV/EBITDA	5,8	3,6	12,2	14,1	4,1	6,0	14,5
EV/EBIT	5,9	3,6	12,4	14,5	4,2	6,2	15,6
EV/S	6,5	5,6	5,7	5,7	6,0	4,3	4,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	3,75						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
MC (mln PLN)	1575,0	1575,0	1575,0	1575,0	1575,0	1575,0	1575,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
EV (mln PLN)	2 441,9	2 967,4	3 246,7	3 267,0	3 618,5	3 925,2	4 596,3



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wylimitowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Echo Investment

Rekomendacja	Kupuj
data wydania	2012-01-23
kurs z dnia rekomendacji	3,75
WIG w dniu rekomendacji	39518,87