

Echo Investment

Neutralnie

sektor / branża: Deweloperzy

Ticker: ECH

ISIN: PLECHPS00019

3,45 zł

Profil spółki

Grupa Echo koncentruje swoją działalność na wynajmie komercyjnej powierzchni biurowej oraz handlowej we własnych obiektach. Ofertę dewelopera uzupełnia sprzedaż inwestycji z segmentu mieszkaniowego.

Dane podstawowe

Kurs (10/04/09)	3,13
Wycena DCF (zł)	3,45
Wycena porównawcza (zł)	-
Cena docelowa (zł)	3,45
Liczba akcji (tys.)	420 000
Kapitalizacja (mln zł)	1 314,6
EV (mln zł)	2 678,6

Notowania

ECH

max cena 52 tygodnie (zł)	7,24
min cena 52 tygodnie (zł)	1,70
Mediana obrotów (3m-ce/tys. zł)	764,7

Struktura akcjonariatu

	% akcji	% głosów
Michał Sołowow	40,5%	40,5%
ING OFE	10,5%	10,5%
PZU OFE	9,8%	9,8%
CU OFE	9,0%	9,0%
Pionier Pekao IM	5,0%	5,0%
Pozostali akcjonariusze	25,3%	25,3%

Zmiana otoczenia rynkowego

Zawirowania na rynkach finansowych, globalne delewarowanie, pogarszające się odczyty indyktorów makro, w tym dotyczących spożycia, spowodowały wzrost premii za ryzyko obserwowane w obecnych poziomach stóp kapitalizacji. Zjawisko to dotyczy szczególnie segmentu powierzchni handlowej. W Polsce w 2009 r. prognozowany jest wzrost yieldów o 2 p.p. w stosunku do wartości notowanych w 2007 r. do poziomu 7% dla najlepszych lokalizacji oraz stabilny ich poziom w segmencie biurowym (wciąż niska saturacja potrzeb rynku).

Rewizja planów inwestycyjnych

Prognozy rynkowe, na bazie których począwszy od 2007 r. inicjowano budowę nowych obiektów handlowych oraz wciąż powiększono rezerwę gruntową, dawno się zdezaktualizowały. W konsekwencji, przy założeniu stabilnego poziomu dochodu rozporządzalnego, w największych aglomeracjach możemy doświadczyć spadku sprzedaży z metra powierzchni i presję najemców na obniżanie czynszów (nawet pomimo długoterminowego charakteru umów). W związku z powyższym, zdecydowaliśmy się zrewidować założenia Zarządu Echa dotyczące harmonogramu realizacji nowych projektów, pomimo pozytywnie ocenianej przez nas ich dywersyfikacji geograficznej.

Aktualizacja wartości nieruchomości

Według naszych prognoz przeszacowanie wartości portfela obiektów Echa wyniesie w tym roku 200 mln zł i będzie wynikiem wzrostu wartości czynszów (średnioroczny kurs przyjęliśmy na poziomie 4,45 EUR/PLN). Natomiast wzrost stóp kapitalizacji został już uwzględniony podczas ostatniej waluacji nieruchomości inwestycyjnych (średnioważony yield dla projektów Echa wynosi 8%). Część tej kwoty ok. 38 mln zł dotyczyć będzie ujęcia w wartości godziwej II etapu Malta Office Park – jedynej, naszym zdaniem, oddanej inwestycji Spółki w 2009 r.

Znaczące zadłużenie / wycena zabezpieczeń

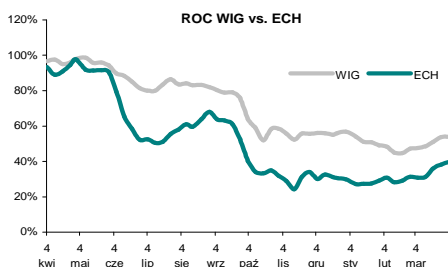
Obecny poziom długu Spółki wynoszący 1,7 mld zł (40% sumy bilansowej) niemal w połowie denominowanego w euro, powoduje znaczącą erozję zysków. Pozytywnie przedstawia się natomiast struktura czasowa jego zapadalności (90% zobowiązań długoterminowych), co ułatwia rolowanie. Ograniczone plany inwestycyjne znacząco zmniejszą zapotrzebowanie na kapitał, w rezultacie czego, w tym roku spodziewamy się niewielkiego wzrostu zadłużenia. Natomiast, jeśli kurs euro utrzyma się na założonym przez nas poziomie, Echo zanotuje straty z tytułu różnic kursowych (- 50 mln zł) i wyceny instrumentów zabezpieczających (- 80 mln zł).

Prognoza wyników na 2009 r.

W bieżącym roku zakładamy, że przychody dewelopera, ze względu na niższą w porównaniu z 2008 r. kontrybucję segmentu mieszkaniowego, spadną o 13 % do ok. 380 mln zł, a wynik netto uwzględniający wpływ powyżej opisanych zdarzeń osiągnie wartość ok. 90 mln zł.

Wycena

W celu oszacowania wartości Spółki, w portfelu obejmującym wszystkie nieruchomości dewelopera, wyodrębniliśmy trzy kategorie projektów, do których alokowane zostały nieruchomości według kryterium oceny terminu ich realizacji. Na tej podstawie wartość istniejących obiektów Echa szacujemy na 2,5 mld zł, czyli 5,84 zł na jedną akcję, wartość projektów w zaawansowanej fazie realizacji na 0,5 mld zł, czyli 1,11 zł na jedną akcję, a rezerwę gruntową (wycenioną według wartości bilansowej) na 0,6 mld zł, czyli 1,39 zł na jedną akcję. Uwzględniając dług netto Echa, wycenę pochodnych instrumentów finansowych oraz podatek odroczonego, wartość aktywów netto Spółki ustalamy na 1,5 mld zł, co implikuje wycenę 1 akcji dewelopera na poziomie 3,45 zł.



Analitik:

Grzegorz Kujawski tel. (0-22) 329 43 46

e-mail: grzegorz.kujawski@bgz.pl

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	382,4	433,4	377,4	439,1	448,8	515,8
zmiana r/r (%)	-	13,3%	-12,9%	16,4%	2,2%	14,9%
EBITDA	404,4	653,2	332,6	305,4	275,7	210,5
EBIT	399,4	646,9	327,6	299,5	269,7	203,6
marża EBIT (%)	104,4%	149,3%	86,8%	68,2%	60,1%	39,5%
Zysk netto	319,5	108,8	88,4	196,2	179,3	131,4
marża netto (%)	83,5%	25,1%	23,4%	44,7%	39,9%	25,5%
EPS (zł)	0,8	0,3	0,2	0,5	0,4	0,3
DPS (zł)	-	-	-	-	-	-
P / E	4,1	12,1	14,9	6,7	7,3	10,0
EV / EBITDA	6,6	4,1	8,1	8,8	9,7	12,7

P - prognozy BM BGZ

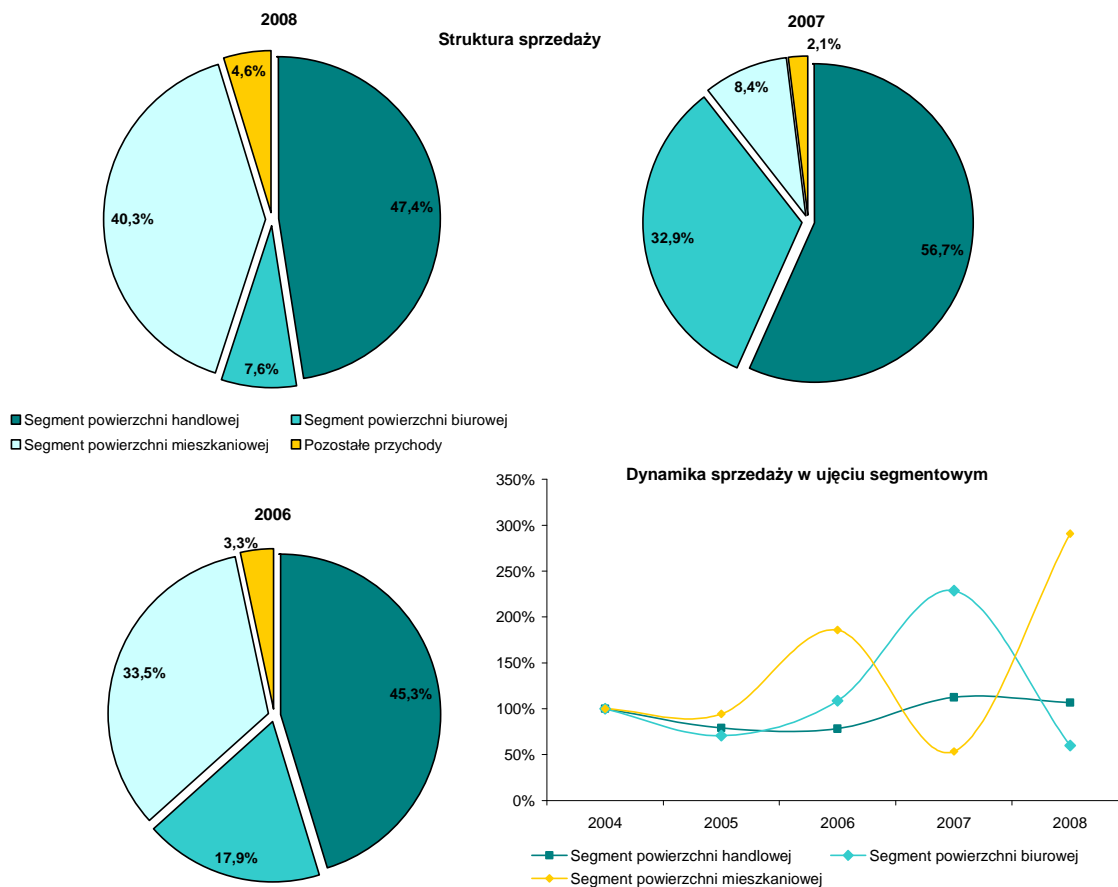
Działalność operacyjna i inwestycyjna

Działalność Grupy Kapitałowej skupia się w obrębie trzech głównych obszarów rynku usług deweloperskich:

- Wynajem powierzchni w centrach handlowych i handlowo-rozrywkowych;
- Realizacja i wynajem powierzchni w obiektach biurowych i hotelowych;
- Sprzedaż powierzchni mieszkaniowej.

Udział poszczególnych segmentów w strukturze przychodów Echa na przestrzeni ostatnich lat charakteryzował się pewnymi tendencjami. Głównym źródłem generowanej sprzedaży, cechującym się najmniejszą zmiennością i sezonowością (średnio ok. 50% rocznej sprzedaży), są obroty z wynajmu powierzchni handlowej. Pozostałe dwa segmenty wykazują pewną zmienność związaną z cyklem inwestycyjnym realizowanych obiektów – pomiędzy 6 - 8 kwartałów dla projektów mieszkaniowych i 6 - 10 kwartałów dla projektów biurowych realizowanych dla inwestora w systemie „pod klucz”.

Rysunek 1. Struktura przychodów / dynamika w ujęciu segmentowym

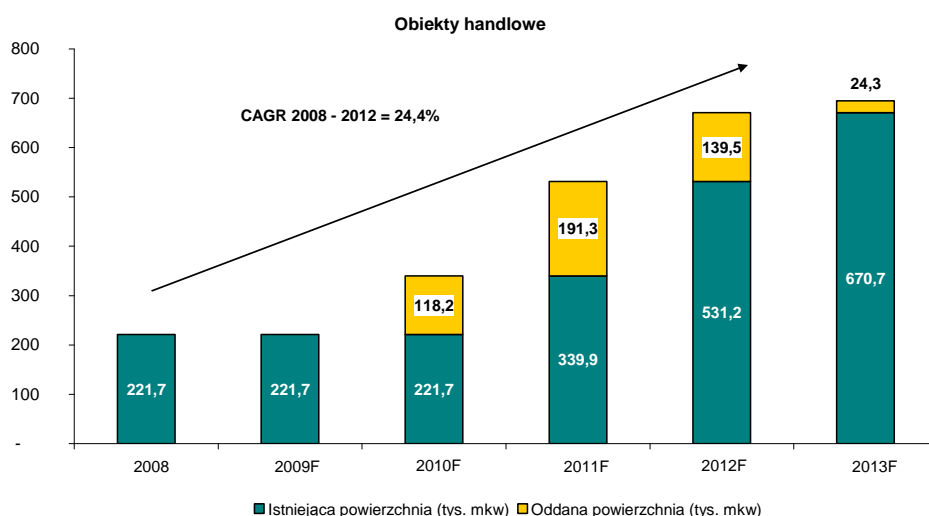
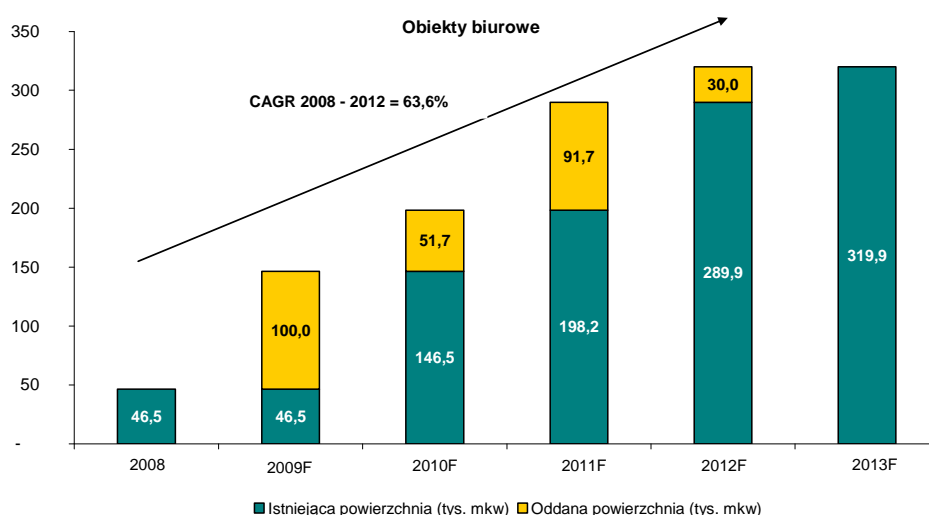


Źródło: Echo Investment, BM BGŻ S.A.

Segment powierzchni biurowej

Portfel obiektów biurowych dewelopera obejmuje 3 centra biurowe zlokalizowane w Warszawie oraz 1 w Poznaniu (I etap Malta Office Park) o łącznej powierzchni przeznaczonej do wynajęcia wynoszącej ok. 46,5 tys. mkw. Powierzchnia w tych obiektach jest w całości wynajęta, za wyjątkiem inwestycji Babka Tower, gdzie wakaty stanowią ok. 3% powierzchni wynajmowanej. Charakter podpisywanych umów z najemcami, których średni czas trwania wynosi 8 lat, ogranicza rotacje najemców i jest komfortowy dla Echa. Czynsze ustalane są w euro i podlegają rocznej indeksacji o stopę inflacji. Zrewidowane plany inwestycyjne Spółki zakładają w bieżącym roku zakończenie realizacji trzech projektów biurowych (II etap Malta Office Park, Postępu 21 oraz Lea) o łącznej powierzchni 53 tys. mkw. Naszym zdaniem oddanie dwóch ostatnich projektów ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego i zmniejszenie liczby potencjalnych najemców, przesunie się na 2010 r. Tym samym prognozujemy, że w tym roku podaż powierzchni Echa w tym segmencie wzrośnie o 15,5 tys. mkw. w ramach projektu Malta Office Park, który w chwili obecnej jest już w 100% wynajęty. Obecna rezerwa inwestycyjna Echa w obszarze powierzchni biurowej obejmuje 6 projektów o łącznej powierzchni ok. 220 tys. mkw. Harmonogram realizacji tych inwestycji zakłada średnioroczny przyrost powierzchni pomiędzy 2008 – 2012 w wysokości 63,6%.

Rysunek 2. Planowane przez Zarząd terminy realizacji inwestycji w segmencie biurowym i handlowym



Źródło: Echo Investment, BM BGŻ S.A.

W naszych szacunkach jesteśmy dużo bardziej ostrożni w prognozowaniu terminu realizacji poszczególnych projektów. Zakładamy, że do 2011 w Echo zrealizuje łącznie oprócz ww. wspomnianych projektów 3 inne (III etap Malta Office Park, oraz obiekty zlokalizowane przy ul. Malczewskiego w Szczecinie i przy ul. Piłsudskiego w Łodzi), w rezultacie czego powierzchnia zwiększy się o 100 tys. mkw. i wyniesie 140 tys. mkw.

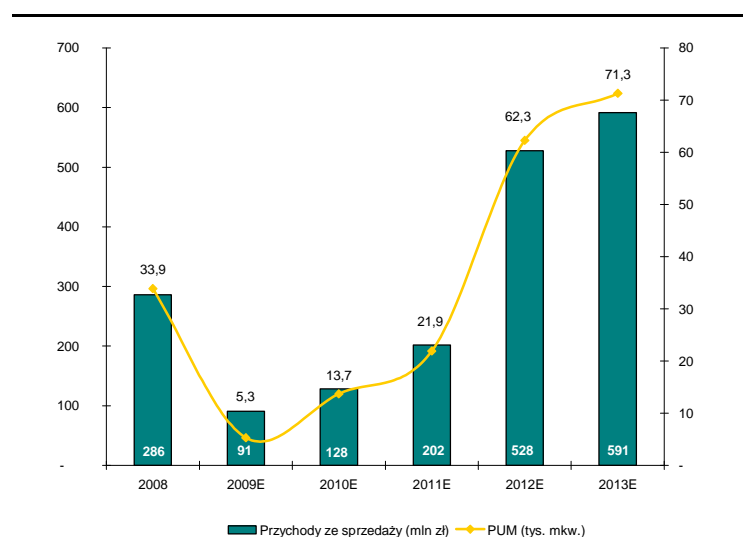
Segment powierzchni handlowej

Portfel obiektów handlowych obejmuje 10 inwestycji zlokalizowanych w różnych częściach Polski, w miastach dużych i średniej wielkości, o łącznej powierzchni 220 tys. mkw. Obecnie trwa rozbudowa Galerii Echo (Kielce), a wkrótce ma rozpocząć się również rozbudowa centrum handlowego w Pabianicach. Realizacja tych dwóch projektów zwiększy zasób Echa o ok. 41 tys. mkw. powierzchni handlowej i pochłonie ok. 260 mln zł. Przychody z najmu pierwszego projektu powinny zostać generowane począwszy od 2012, natomiast drugiego o rok wcześniej. W portfelu planowanych inwestycji dewelopera (rezerwa inwestycyjna) znajduje się obecnie również 9 lokalizacji, z których 2 leżą poza Polską, tj. w Budapeszcie na Węgrzech (76,2 tys. mkw. gruntu.) oraz w Brasov w Rumunii (51 tys. mkw. gruntu). Łączna planowana powierzchnia wynajmowana tych 9 projektów ma wynosić ok. 440 tys. mkw., czyli 2-krotnie więcej od stanu obecnego. Harmonogram realizacji tych inwestycji zakłada średnioroczny przyrost powierzchni pomiędzy 2008 – 2012 w wysokości 24,4%. Biorąc pod uwagę dynamiczny wzrost inwestycji w tym segmencie rynku deweloperskiego w ostatnich pięciu latach i obserwowaną już saturację największych metropolii powierzchnią handlową, przedstawiony przez Spółkę harmonogram realizacji projektów może ulec zmianie. Na uwagę zasługuje jednak fakt, iż rezerwę inwestycyjną w dużej mierze stanowią lokalizacje w miastach o ok. 100 tys. mieszkańców, gdzie podaż wielkopowierzchniowych sklepów jest wciąż niska.

Segment powierzchni mieszkaniowej

W ofercie Echa jest obecnie 140 mieszkań zlokalizowanych w trzech ukończonych projektach, tj. Inflancka i Zwycięzców w Warszawie oraz Naramowice w Poznaniu. Wszystkie nakłady na realizację tych inwestycji zostały już poniesione, a łączne planowane przychody ze sprzedaży tych lokali wynoszą 180 mln zł. Echo posiada również rezerwę w postaci ok. 420 tys. mkw. gruntów m.in. w Warszawie, Krakowie, Wrocławiu i Poznaniu, na których do końca 2013 r. ma powstać 370 tys. mkw. PUM, ze sprzedaży której deweloper planuje uzyskać 1,5 mld zł.

Rysunek 3. Planowane przychody ze sprzedaży w segmencie mieszkaniowym w latach 2009 – 2013



Źródło: BM BGZ S.A.

Charakterystyka rynku

Segment powierzchni handlowej

Podaż powierzchni

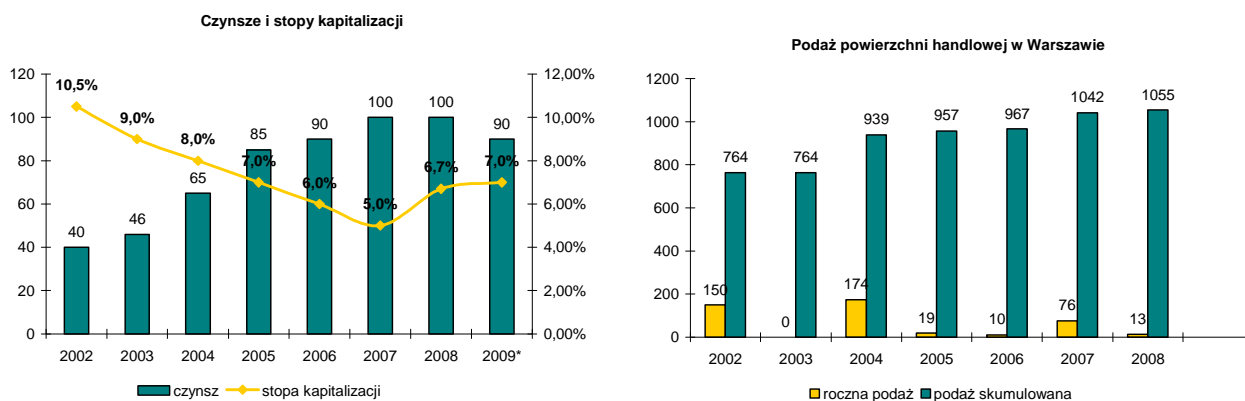
Łączna podaż nowoczesnej powierzchni handlowej w Polsce na koniec 2008 roku wyniosła 8,4 miliona mkw., z czego 3/4 całkowitej podaży stanowiły centra handlowe (obecnie jest ich ok. 250) o łącznej powierzchni równej 6,2 miliona mkw., 18% magazyny handlowe, 7% parki handlowe oraz 1% centra wyprzedażowe. Nieco ponad 60% powierzchni zlokalizowanej jest w miastach powyżej 250 tys. mieszkańców. Stopień nasycenia powierzchnią handlową wynosi w Polsce 210 mkw./1000 mieszk. i zbliżony jest do średniej wartości tego wskaźnika w UE (220 mkw./1000 mieszk.). Najwyższy poziom nasycenia powierzchnią handlową posiada Poznań (730 mkw.), Warszawa (615 mkw.) i Wrocław (590 mkw.) oraz Kraków (ok. 430 m²).

Analizując strukturę geograficzną lokalizacji centrów handlowych, największy zasób powierzchni handlowej zlokalizowany jest w Warszawie (ok. 1 mln mkw.) oraz na Górnym Śląsku (ok. 0,7 mln mkw.), natomiast najmniejszy w miastach województwa warmińsko-mazurskiego, podkarpackiego i zachodniopomorskiego, gdzie większość ludności skupia się w miastach liczących 25 – 100 tys. mieszkańców. W najbliższych latach obszary te powinny być atrakcyjne do plasowania nowych projektów handlowych, ze względu na niską konkurencyjność dotychczasowych powierzchni oraz niższe niż w innych częściach Polski ceny atrakcyjnych lokalizacji.

Stawki czynszów i stopy kapitalizacji

W latach 2002 - 2007 wraz z poprawą sytuacji gospodarczej, wzrostem dochodu rozporządzalnego, który przełożył się na większe spożycie, stawki czynszów stopniowo rosły. Dynamika ich wzrostu przyspieszyła po akcesji Polski do UE w 2004 r. i w szczycie w 2008 r. w Warszawie osiągnęły wartość 100 euro/mkw./mies. w najlepszych centrach handlowych. Wraz ze wzrostem stawek obserwowano spadek stóp kapitalizacji, których najniższy poziom przypadł na 2007 r., kiedy to w Warszawie oscylowały wokół 5%. Od tego momentu nastąpił stopniowy wzrost wymaganej stopy zwrotu z inwestycji w projekty komercyjne. W bieżącym roku analitycy firmy doradczej CB Richard Ellis prognozują spadek stawek czynszów o 10 – 15% i zarazem wzrost stóp kapitalizacji do poziomu 7 – 7,5%.

Rysunek 4. Tendencje podażowe, czynsze i stopy kapitalizacji cechujące segment powierzchni handlowej w Warszawie

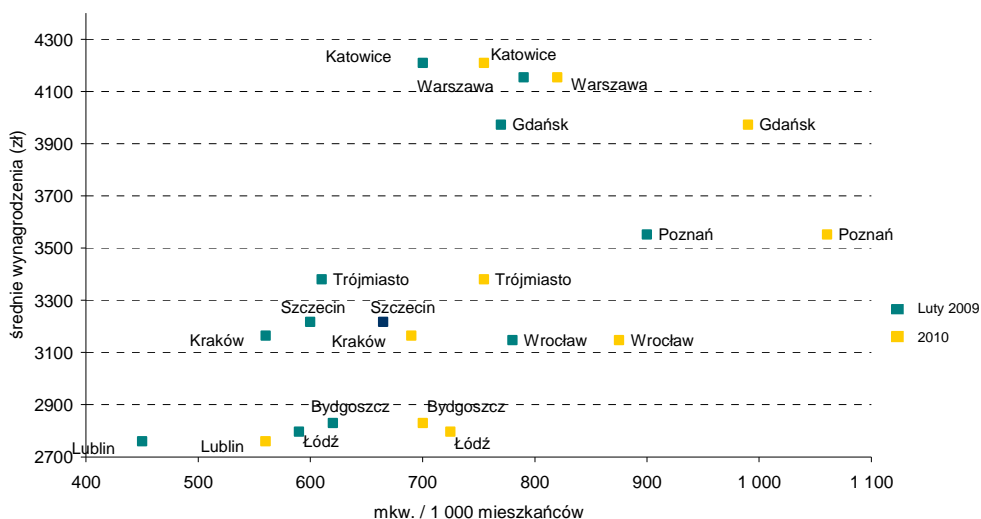


Źródło: CB Richard Ellis Polska

Popyt

W ostatnich latach obserwowano stały wzrost zainteresowania wynajmem powierzchni handlowych. Sytuacja ta może się jednak zmienić wraz z ukończeniem budowy projektów inicjowanych jeszcze w czasie hossy na rynku deweloperskim. Powodem tego może być fakt, iż obiekty te są efektem przeprowadzonych analiz opłacalności w okresie lepszego niż obecnie stanu koniunktury gospodarczej, popartych odczytami doskonałych poziomów wskaźników wzrostu PKB, sprzedaży detalicznej i innych indykatorów makroekonomicznych. W rezultacie w momencie oddania tych projektów, który szacowany jest na 2010 r., realia gospodarcze mogą okazać się mniej przychylne dla branży, powodując spadek dochodu rozporządzalnego na 1 mkw. powierzchni handlowej, co przełoży się na dalszy spadek czynszów oraz wzrost powierzchni niewynajętej. Według analizy firmy badawczej King Sturge, największy wzrost powierzchni w przeliczeniu na liczbę mieszkańców i zarazem utrudnione środowisko działania dla deweloperów w 2010 roku wystąpi w Poznaniu, Gdańsku, Wrocławiu i w Warszawie.

Rysunek 5. Prognoza wzrostu powierzchni handlowej do 2010 r. w wybranych miastach



Źródło: King Sturge

Segment powierzchni biurowej

Podaż powierzchni

Łączna podaż nowoczesnej powierzchni biurowej w Polsce wynosi ponad 4,2 mln mkw., z czego ponad 2/3 powierzchni zlokalizowanej jest w Warszawie. Obiekty biurowe o wysokim standardzie przeznaczone na wynajem występują przede wszystkim w największych miastach Polski (Warszawa, Poznań, Kraków, Katowice, Łódź, Wrocław, Lublin, Gdańsk i Gdynia). Pomimo faktu, iż najbardziej dojrzałym rynkiem powierzchni biurowych w Polsce jest Warszawa, w porównaniu do innych zagranicznych metropolii wciąż jej zasoby są skromne i stanowią o wczesnej fazie rozwoju tego rynku w Polsce. Dla porównania w Londynie i jego okolicach jest obecnie 28,5 mln mkw. powierzchni biurowej, a podobnymi zasobami mogą pochwalić się Paryż (27,2 mln mkw.) czy Frankfurt (11,9 mln mkw.). Wskaźnik nasycenia powierzchnią biurową w Warszawie wynosi ok. 160 mkw. na 1000 mieszkańców, podczas gdy średnia dla miast Europejskich to 380 mkw.

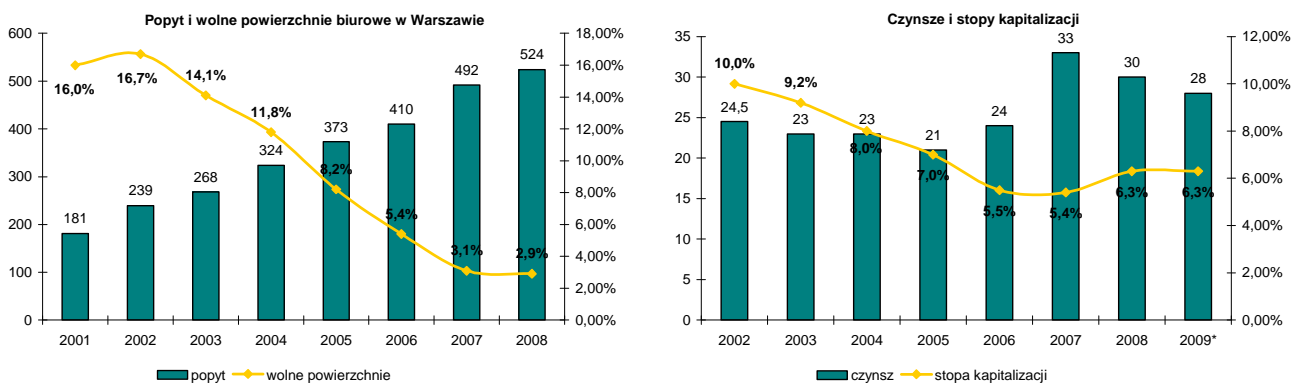
W innych częściach Polski istnieją obiekty o łącznym zasobie powierzchni biurowej w wysokości 1,3 mln mkw., której dynamiczny wzrost rozpoczął się od 2000 r. Szacuje się, że do końca 2010 r., całkowita podaż nowoczesnej powierzchni biurowej, łącznie z Warszawą, osiągnie poziom ok. 6,6 mln mkw., co oznaczać będzie ok. 50% przyrost w stosunku do obecnego poziomu. Czynnikiem, który istotnie wpłynął na zapotrzebowanie na powierzchnie biurowe w ostatnich latach, jest m.in. duże zainteresowanie lokowaniem w Polsce centrów outsourcingowych oraz przenoszeniem do Polski działów back – office firm z Europy Zachodniej, z związku z dużą podażą wykwalifikowanych pracowników w naszym kraju.

Stawki czynszów i stopy kapitalizacji

Spadający od 2002 r. wskaźnik powierzchni niewynajętej, który w Warszawie w 2008 r. wyniósł ok. 3% dostępnych w tym regionie zasobów oraz wciąż ograniczona podaż nowych obiektów, przełożyły się na wzrost czynszów obserwowany w latach 2005 - 2007. Towarzyszył temu spadek stóp kapitalizacji, z poziomu 10% w 2002 r. do ok. 5,5% w 2007 r. W 2008 r. czynsze wywoławcze za najlepszej jakości powierzchnię biurową wahały się od 30–35 euro/mkw./mies. w Warszawie, 18–20 euro/mkw./mies. w Krakowie, do 15–18 euro/mkw./mies. w pozostałych miastach. W bieżącym roku rynek spodziewa się kontynuacji niewielkich spadków stawek, a firma doradcza Richard Ellis zakłada ich średni poziom w Warszawie w segmencie prime na poziomie 28 euro/mkw./mies.

Według badań firmy Ernst &Young, do końca 3 kw. 2008 r. odnotowano 24 transakcje obiektami biurowymi w Polsce, przy czym zaobserwowano wzrost stóp kapitalizacji o ok. 0,5 p.p. i szacuje się, iż obecnie kształtują się one na poziomie 6,5 -7,0% za najlepsze obiekty.

Rysunek 6. Tendencje popytowe, czynsze i stopy kapitalizacji cechujące segment powierzchni biurowej w Warszawie



Źródło: CB Richard Ellis Polska

Dane finansowe

Wyniki za 4 kw. 2008 r.

Wyniki Echa za 4 kw. poprzedniego roku, odzwierciedlają silny trend aprecjacyjny euro do złotego, w konsekwencji czego, Spółka wykazała ok. 240 mln zł straty z tytułu ujemnej wyceny instrumentów zabezpieczających oraz kolejne 170 mln zł z tytułu ujemnych różnic kursowych w związku z kredytami denominowanymi w euro, co pociągnęło za sobą również wzrost kosztów obsługi dużej części 1,7 mld zł długu (ok. 45% długu zaciągnięto w walutach obcych). Tak negatywny obraz rachunku wyników Spółki, zneutralizowała prawie pół miliardowa aktualizacja wyceny portfela obiektów dewelopera, która była wynikiem uaktualnienia stawek czynszów wyrażonych w euro do aktualnego poziomu kursu.

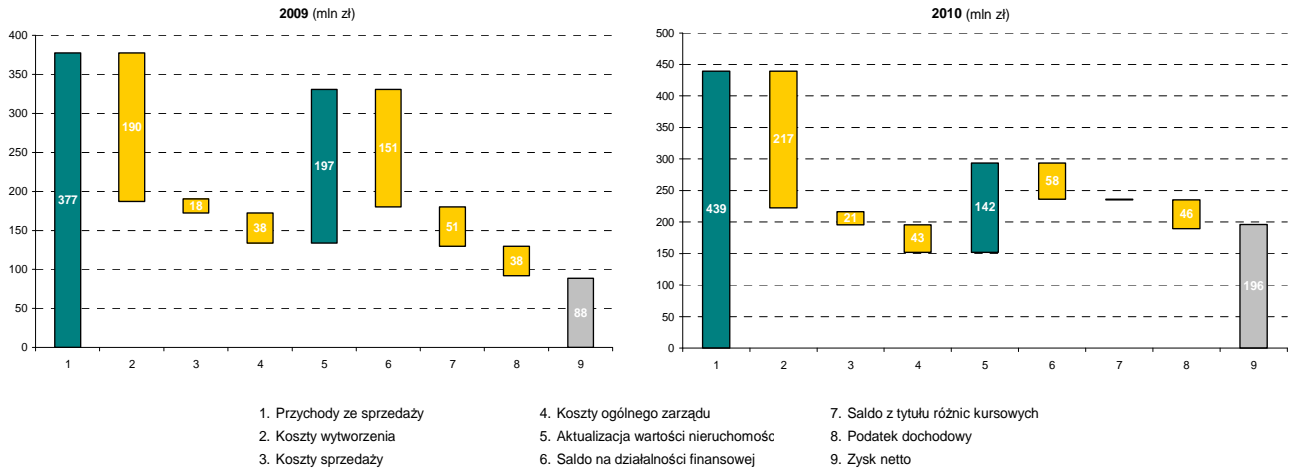
Duża dynamika sprzedaży (wzrost o ok. 70% r/r), była efektem rozliczenia sprzedaży lokali w trzech warszawskich i jednym poznańskim projekcie mieszkaniowym oraz rozpoznania przychodów z nowego obiektu biurowego w ramach Malta Office Park. W wyniku zmiany struktury sprzedaży na korzyść wysoko marżowej sprzedaży mieszkań, wzrósł poziom marży brutto ze sprzedaży, jak również poprawiła się rentowność bez uwzględnienia przeszacowań na poziomie EBIT w wyniku spadku zarówno kosztów sprzedaży i zarządu odpowiednio o 8,5% i 44,7% r/r. Łączny zarobek netto w tym okresie wyniósł 34,5 mln zł i był niższy o 30% r/r. W całym roku Spółka zrealizowała ok. 110 mln zł zysku przy rentowności 21,5%, co implikuje wskaźnik P/E na poziomie 10,5.

Tabela 1. Wyniki finansowe za 4 kw. 2008 r.

mln zł	4 kw. 2008	4 kw. 2007	zmiana (%) r/r	1-4 kw. 2008	1-4 kw. 2007	zmiana (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	160,3	95,0	68,7%	433,4	382,4	13,3%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	68,1	38,7	76,0%	183,8	189,9	-3,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	92,2	56,3	63,7%	249,5	192,6	29,6%
marża brutto ze sprzedaży (%)	57,5%	59,3%	-	57,6%	50,4%	-
Koszty sprzedaży	5,3	5,8	-8,5%	21,2	21,5	-1,1%
Koszty ogólnego zarządu	12,1	21,8	-44,7%	48,2	49,0	-1,6%
Aktualizacja wartości nieruchomości	455,8	28,7	1490,3%	458,1	250,3	83,0%
EBITDA	525,3	53,0	890,4%	653,2	404,4	61,5%
marża EBITDA (%)	327,7%	55,8%	-	150,7%	105,8%	-
EBIT	524,1	51,3	920,9%	646,9	399,4	61,9%
marża EBIT (%)	326,9%	54,0%	-	149,3%	104,4%	-
Przychody finansowe	7,3	19,5	-62,6%	41,1	38,5	6,8%
Koszty finansowe	-287,7	-32,1	795,4%	-370,1	-84,9	335,9%
Wynik z tytułu różnic kursowych	-188,5	26,7	-	-167,0	45,5	-
Zysk brutto	55,3	65,5	-15,5%	150,9	399,7	-62,2%
marża brutto (%)	34,5%	68,9%	-	34,8%	104,5%	-
Zysk netto	34,5	50,8	-32,1%	108,8	319,5	-65,9%
marża netto (%)	21,5%	53,5%	-	25,1%	83,5%	-
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej						
EPS (zł)	0,08	0,12		0,26	0,76	
CEPS (zł)	0,09	0,13		0,27	0,77	
P/E (x)	-	-		10,42	3,55	

Źródło: Echo Investment S.A.

Rysunek 7. Dekompozycja prognozy zysku netto w latach 2009 - 2010



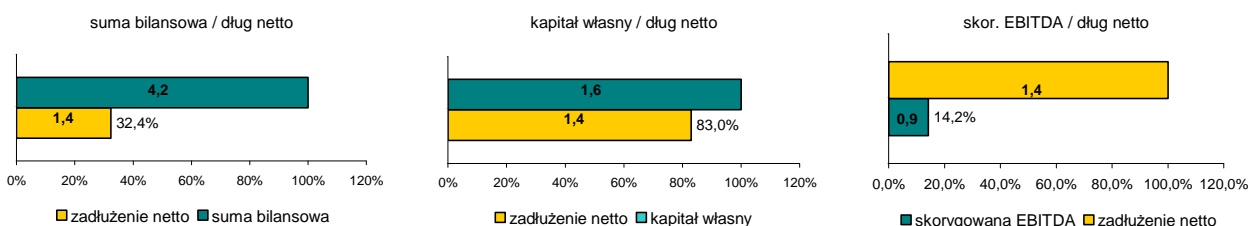
Źródło: BM BGZ S.A.

Zadłużenie

Łączna wartość zadłużenia oprocentowanego na koniec 4 kw. 2008 r. wyniosła 1,68 mld zł (wzrost o 0,42 mld zł r/r, ok. 10% o zapadalności do 12m-cy), co stanowi 40% sumy bilansowej oraz 103% wartości kapitału własnego. Natomiast uwzględniając gotówkę dług netto wynosi 1,36 mld zł (wzrost o 0,49 mld zł r/r), co stanowi 32% sumy bilansowej oraz 82,4% wartości kapitału własnego. Pokrycie zadłużenia netto skorygowaną wartością EBITDA wynosi 7 i oznacza niewielki spadek w stosunku do 2007 r. (wtedy wyniósł 7,2), co ma swoje odzwierciedlenie w obsłudze zadłużenia, które bez uwzględnienia przychodów finansowych konsumuje połowę generowanego zysku EBITDA. Ze względu na posiadaną gotówkę częściowo wysokie koszty finansowe niwelowane są przez odsetki od lokat posiadanych środków. Wpływ na tak dynamiczny wzrost zadłużenia netto (58% r/r) w 2/3 można wyjaśnić wzrostem zapotrzebowania na finansowanie działalności deweloperskiej w obszarze inwestycji dot. powierzchni komercyjnych (wzrost aktywów trwałych po uwzględnieniu odpisów aktualizujących wyniósł 330 mln r/r) oraz w 1/3 aktualizacją zadłużenia denominowanego w euro w związku z silną aprecjacją w stosunku do złotego obserwowaną począwszy od 3 kw. 2008 r.

W ramach pozyskiwania finansowania zewnętrznego Spółka oprócz kredytów korzysta również z emisji obligacji. Na chwilę obecną w ramach programu emisji długu zaciągnięto zobowiązania w wysokości 550 mln zł o terminach zapadalności w latach 2011 - 2014. Łączny limit wynikający z umów z BRE Bankiem oraz PEKAO wynosi 850 mln zł.

Tabela 2. Wskaźniki zadłużenia



Źródło: Echo Investment, BM BGZ S.A.

Prognoza na lata 2009-2010

W bieżącym roku istotnie zmieni się struktura sprzedaży Echa. Zmniejszy się udział przychodów z segmentu mieszkaniowego, który w ubiegłym roku stanowił ok. 40 % łącznej sprzedaży dewelopera, na korzyść przychodów z wynajmu powierzchni handlowej (szacowany wzrost 38,5% r/r) oraz powierzchni biurowej (szacowany wzrost 55,4% r/r).

Sprzedaż w segmencie mieszkaniowym będzie głównie efektem upłynnienia pozostałych lokali z trzech inwestycji oddanych w 2008 roku. Ponadto nie spodziewamy się realizacji w tym roku innych projektów w tym segmencie, czego potwierdzeniem może być decyzja Zarządu o wstrzymaniu realizacji projektu przy ul. Kazimierzowskiej w Warszawie. Również zważywszy na obowiązujące przepisy rachunkowe w zakresie ujmowania w rachunku wyników sprzedaży mieszkań oraz awersję kupujących do inwestycji będących we wczesnej fazie zaawansowania budowy, scenariusz niskich przychodów z tej działalności jest najbardziej prawdopodobny.

Segment powierzchni handlowej, mimo zakładanego przez nas braku przyrostu powierzchni wynajmowanej w bieżącym roku, powinien zwiększyć obroty, głównie ze względu na aprecjację euro względem złotówki oraz w mniejszym stopniu w wyniku indeksacji stawek. W bieżącym roku spodziewamy się również presji najemców na renegotjację stawek czynszów, skala tego zjawiska uzależniona jednak będzie od kształtowania się obrotów w ich sklepach. Biorąc pod uwagę znaczące pogorszenie się nastroju konsumentów oraz prognozowane dane dotyczące spadku dynamiki sprzedaży detalicznej, scenariusz gorszych obrotów jest dość prawdopodobny. Spółka zaznacza, że umowy z najemcami mają charakter długoterminowy (8 – 10 lat), natomiast naszym zdaniem obniżenie czynszu będzie lepszym rozwiązaniem niż wypowiedzenie umowy, gdyż to wpływa na zwiększenie rotacji najemców i powstanie wakatów. Te mogą rosnąć, gdyż z roku na rok zwiększa się podaż powierzchni handlowej w Polsce, a w największych miastach w przeliczeniu na 1000 mieszkańców, dobijamy do średniej EU. W rezultacie w kolejnym roku, zakładamy niewielki nominalny wzrost przychodów z tego źródła, który wykaże większą dynamikę dopiero w 2011 - 2012 r. wraz z oddaniem nowej powierzchni handlowej.

Segment powierzchni biurowej, wydaje się naszym zdaniem mniej wrażliwy na wahania koniunktury, gdyż najemcami są głównie firmy, które lokują w centrach biurowych swoje działy back-office, niezbędne do funkcjonowania działalności przedsiębiorstwa, których ewentualny proces restrukturyzacji dotyka w mniejszym stopniu niż inne działy firmy. W najbliższych dwóch latach zakładamy wysoką dynamikę przychodów z tego źródła, spowodowaną efektem kursowym (czynsze ustalone są w euro) oraz wzrostem podaży powierzchni wynajmowanej (realizacja II etapu inwestycji Malta Office Park w Poznaniu – 2009 r., projektu przy ul. Postępu 21 w Warszawie oraz ul. Lea w Krakowie – 2010 r.).

Tabela 3. Prognozowana struktura sprzedaży w latach 2008 – 2010

	2008	2009	zmiana (%) r/r	2010	zmiana (%) r/r
Przychody ogółem	433,4	377,4	-12,9%	439,1	16,4%
Wynajem powierzchni CH	205,6	284,8	38,5%	286,1	0,4%
% przychodów ogółem	47,4%	75,5%	-	65,1%	-
Sprzedaż powierzchni mieszkalnej	174,7	25,0	-85,7%	45,0	80,0%
% przychodów ogółem	40,3%	6,6%	-	10,2%	-
Realizacja i wynajem pow. biurowej i hotelowej	33,0	51,3	55,4%	91,7	78,8%
% przychodów ogółem	7,6%	13,6%	-	20,9%	-
Pozostałe przychody	20,1	15,0	-25,4%	15,0	0,0%
% przychodów ogółem	4,6%	4,0%	-	3,4%	-

Źródło: BM BGZ S.A.

Ze względu na planowane oddanie inwestycji w Poznaniu w 4 kw. bieżącego roku jego kontrybucja w wynikach Echa w bieżącym roku będzie niewielka. Natomiast w 2010 roku spodziewamy się wzrostu sprzedaży do ok. 90 mln zł, co implikuje wzrost na poziomie 80% r/r. Analizując poszczególne źródła przychodów Echa, w bieżącym roku spodziewamy się spadku łącznej sprzedaży do ok. 380 mln zł, tj. o 12,9% r/r. Obniżeniu ulegnie również marża brutto ze sprzedaży, ze względu na niewielką sprzedaż w mieszkań, która pozytywnie wpłynęła na zeszłoroczny poziom tej marży.

Aktualizacja wartości nieruchomości

Istotną pozycją wpływającą na wyniki na niższym poziomie będzie aktualizacja wartości nieruchomości. Dotychczas pierwszego przeszacowania wartości projektu Spółka dokonywała w momencie zakończenia jego realizacji. Jednakże z początkiem bieżącego roku zgodnie z aktualizacją MSR 40, przeszacowanie może dotyczyć również projektów w trakcie budowy oraz banku ziemi, co z kolei może istotnie zwiększyć tą pozycję w momencie podjęcia decyzji Zarządu o zastosowaniu takiej praktyki. Kolejne przeszacowanie odbywa się corocznie w 3 kw. roku, kiedy analizowany jest rynkowy poziom stóp kapitalizacji dla poszczególnych projektów. Ponadto, co najmniej raz na kwartał Zarząd analizuje poziom możliwego do zrealizowania dochodu operacyjnego netto z poszczególnych obiektów i w przypadku odchylenia od poprzednich założeń może również dokonać aktualizacji wartości nieruchomości. W 2009r. łączny odpis aktualizujący nieruchomości szacujemy na ok. 200 mln zł. Przeszacowanie istniejącego portfela obiektów będzie spowodowane jedynie wzrostem kursu euro, którego średnioroczny poziom szacujemy na 4,45 zł, w stosunku do jego poziomu z ostatniej wyceny projektów (4,17 zł). Wzrost rynkowych stóp kapitalizacji, których wartość dla obiektów biurowych i handlowych Echa przyjęliśmy na średnim poziomie odpowiednio w wysokości 7 % - 7,8%, nie wpłynie na obniżenie wartości projektów, gdyż średni poziom tego parametru w ostatnio sporządzanej wycenie obiektów Echa wyniósł 8,0%. Część ww. kwoty będzie również stanowić przeszacowanie do wartości godziwej zakończonej według harmonogramu w 4 kw. br. budowy II etapu inwestycji biurowej w Poznaniu, którego wartość szacujemy na ok. 38 mln zł.

Tabela 4. Prognoza wyników na lata 2009 - 2010

mln zł	2007	2008	zmiana (%) r/r	2009	zmiana (%) r/r	2010	zmiana (%) r/r
Przychody netto ze sprzedaży	382,4	433,4	13,3%	377,4	-12,9%	439,1	16,4%
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	189,9	183,8	-3,2%	190,4	3,6%	216,6	13,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	192,6	249,5	29,6%	187,0	-25,1%	222,5	19,0%
marża brutto ze sprzedaży (%)	50,4%	57,6%	-	49,6%	-	50,7%	-
Koszty sprzedaży	21,5	21,2	-1,1%	18,1	-14,7%	21,1	16,4%
Koszty ogólnego zarządu	49,0	48,2	-1,6%	38,5	-20,1%	43,5	12,9%
Aktualizacja wartości nieruchomości	250,3	458,1	83,0%	197,2	-57,0%	141,6	-28,2%
EBITDA	404,4	653,2	61,5%	332,6	-49,1%	305,4	-8,2%
marża EBITDA (%)	105,8%	150,7%	-	88,1%	-	69,6%	-
EBIT	399,4	646,9	61,9%	327,6	-49,4%	299,5	-8,6%
marża EBIT (%)	104,4%	149,3%	-	86,8%	-	68,2%	-
Saldo na działalności finansowej	-46,9	-328,9	-	-151,0	-	-57,6	-
Saldo z tytułu różnic kursowych	45,5	-167,0	-	-50,6	-	0,0	-
Zysk brutto	399,7	150,9	-62,2%	126,0	-16,5%	242,0	92,0%
marża brutto (%)	104,5%	34,8%	-	33,4%	-	55,1%	-
Zysk netto	319,5	108,8	-65,9%	88,4	-18,7%	196,2	121,9%
marża netto (%)	83,5%	25,1%	-	23,4%	-	44,7%	-
* przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej							
EPS (zł)	0,76	0,26		0,21		0,47	
CEPS (zł)	0,76	0,26		0,22		0,48	
P/E (x)	3,60	10,58		13,02		5,87	

Źródło: BM BGZ S.A.

Saldo działalności finansowej

Podobnie jak w 4 kw. 2008 r. wynik istotnie obniży saldo działalności finansowej, które szacujemy na ok. - 150 mln zł. W ok. 60% będzie to wynikiem wyceny instrumentów zabezpieczających (łącznie wartość zabezpieczonych po średnim kursie 3,50 EUR/PLN przepływów w latach 2009 -2010 wynosi ok. 327 mln euro). Ujemna wycena w 4 kw. 2008 r. przy kursie 4,17 EUR/PLN wyniosła ok. - 240 mln zł. Zakładając średni poziom kursu w bieżącym roku na poziomie 4,45 EUR/PLN, ujemna wycena tych instrumentów wzrośnie o kolejne ok. 80 mln zł. Nieco niższą wartość (ok. 79 mln zł) będzie stanowił koszt obsługi zadłużenia, zakładamy przy tym niewielki wzrost zadłużenia (o 50 mln zł) w stosunku do poziomu z 2008 r. oraz spadek stóp referencyjnych dla kredytów (stawki LIBOR EUR oraz WIBOR). Niewielką poduszką dla tak wysokich zobowiązań finansowych, będą przychody z lokat gotówki (ok. 14 mln zł w 2009 r.), której na koniec 4 kw. 2008 r. Spółka posiadała 320 mln zł. Przyjęty przez nas do wyceny kurs 4,45 EUR/PLN wpłynie również na wykazanie kolejnych ujemnych różnic kursowych z tytułu zaciągniętych przez Echo kredytów denominowanych w euro, których wartość szacujemy na ok. 50 mln zł.

W rezultacie, w bieżącym roku łączny zysk netto może wynieść ok. 90 mln zł, co implikuje rentowność netto na poziomie 23% i prognozowany wskaźnik P/E wysokości 13. Zakładając na 2010 r. scenariusz ustabilizowania się kursu euro oraz stóp kapitalizacji, zrealizowanie się założonego przez nas harmonogramu realizacji projektów (aktualizacja wartości nowo zrealizowanych projektów), oraz częściową redukcję zadłużenia, wyniki dewelopera powinny ulec zdecydowanej poprawie. Spodziewamy się, że zysk netto może osiągnąć poziom ok. 200 mln zł, a marża netto oraz prognozowany wskaźnik P/E wyniosą odpowiednio 43,7% oraz 6,0.

Wycena

Podsumowanie wyceny

Portfel posiadanych przez Echo Investment istniejących nieruchomości inwestycyjnych jak również projektów w różnej fazie zaawansowania, podzielił na dwa segmenty (komercyjny oraz mieszkaniowy), z których wyodrębnił trzy kategorie:

- Istniejące obiekty – do tej kategorii klasyfikowane są projekty, które obecnie generują przepływy pieniężne;
- Obiekty w zaawansowanej fazie realizacji – do tej kategorii klasyfikowane są obiekty, które pozyskały finansowanie, ich realizacja jest na zaawansowanym poziomie, a część powierzchni jest już wynajęta;
- Rezerwa gruntowa – do tej kategorii zaklasyfikowano projekty, które stanowią rezerwę inwestycyjną Spółki, brak jest jednak możliwości określenia z dużym prawdopodobieństwem terminu rozpoczęcia projektu bądź jego ostatecznej koncepcji.

Tabela 5. Podsumowanie wyceny SOTP

	mln zł	zł
Portfel nieruchomości inwestycyjnych	2 923,8	6,96
Segment komercyjny - istniejące obiekty	2 454,2	5,84
Segment komercyjny - realizowane obiekty (NPV)	337,6	0,80
Segment mieszkaniowy - realizowane i zakończone projekty (NPV)	132,0	0,31
Rezerwa gruntowa	582,1	1,39
Segment komercyjny - wartość bilansowa	383,6	0,91
Segment mieszkaniowy - wartość bilansowa	198,5	0,47
Zadłużenie netto, w tym m.in.:	2 057,4	4,90
Zobowiązania oprocentowane	1 711,5	4,07
Otrzymane zaliczki	110,4	0,26
Podatek odroczone	232,6	0,55
Pochodne instrumenty finansowe	325,3	0,77
Gotówka i ekwiwalenty	322,4	0,77
Wycena Spółki	1 448,5	3,45

Źródło: BM BGZ S.A.

Wycena wartości godziwej istniejących obiektów została sporządzona metodą inwestycyjną, stosując technikę kapitalizacji prostej, jako iloraz dochodu operacyjnego netto projektu (NOI) oraz stopy kapitalizacji (tzw. yield). Wartość tych nieruchomości szacujemy na 2,5 mld zł, co implikuje wycenę na poziomie 5,84 zł na jedną akcję. W celu określenia wartości godziwej realizowanych obiektów z obu segmentów, uwzględniona została również bieżąca wartość pozostałych do poniesienia nakładów inwestycyjnych. Wartość tych projektów szacujemy na 469,8 mln zł, co implikuje wycenę 1,11 zł na jedną akcję. Pozostałe projekty, zaklasyfikowane do kategorii rezerwa gruntowa, zostały ujęte w wycenie w wartości bilansowej, która wynosi 582,1 mln zł, czyli 1,39 zł na jedną akcję. Wycenione w ten sposób aktywa skorygowano o zadłużenie, którego łączna wartość wynosi 1,7 mld zł, czyli 4,07 zł na akcję, otrzymane zaliczki (pomniejszą one przyszłe przepływy z tyt. sprzedaży mieszkań) w wysokości 110,4 mln zł, podatek odroczone (powstały w następstwie rewaluacji nieruchomości inwestycyjnych, której wynik mający charakter bezgotówkowy, odnoszony był na rachunek zysków i strat) w

wysokości 232,6 mln zł, ujemną wycenę instrumentów pochodnych zabezpieczających przeszłe przepływy operacyjne w wysokości 322,4 mln zł oraz środki pieniężne Spółki. W rezultacie wartość aktywów netto Spółki szacujemy na **1,5 mld zł**, co implikuje wycenę jednej akcji na poziomie **3,45 zł**.

Wycena SOTP

Segment komercyjny – istniejące obiekty

W celu oszacowania wartości portfela istniejących nieruchomości inwestycyjnych przyjęliśmy następujące założenia:

- Roczny dochód operacyjny netto nie będzie indeksowany w czasie;
- Średnioroczny kurs EUR/PLN, na podstawie którego oszacowano NOI dla poszczególnych projektów wyniesie 4,45 zł;
- Średni ważony poziom stopy kapitalizacji dla posiadanych przez Spółkę obiektów biurowych i handlowych wyniesie odpowiednio 7,0% i 7,8%;
- Procentowy udział powierzchni niewynajętej pozostanie na dotychczasowym poziomie (oprócz obiektu Babka Tower powierzchnie w będą w 100% wynajęte).

Tabela 6. Segment komercyjny – istniejące obiekty

Nazwa obiektu	Lokalizacja	Powierzchnia wynajmowana (mkw.)	Wakaty	NOI (mln EUR)**	Stopa kapitalizacji	Wartość (mln zł)***
A Powierzchnie biurowe						
Athina Park	Warszawa	12 800	0%	2,1	7,0%	126,8
Babka Tower	Warszawa	6 300	3%	1,6	7,0%	97,1
Postępu 3****	Warszawa	20 400	0%	3,1	7,0%	93,6
Malta Office Park	Poznań	7 000	0%	0,9	7,0%	55,4
Razem (mln zł)***		46 500		32,7		372,9
B Centra handlowe						
Galaxy	Szczecin	41 700	0%	10,5	7,8%	569,09
Galeria Echo	Kielce	26 000	0%	3,8	7,8%	205,96
Pasaż Grunwaldzki	Wrocław	48 700	0%	12,1	7,8%	655,80
CH	Bełchatów	9 300	0%	1,0	7,8%	54,20
CH	Jelenia Góra	19 000	0%	2,2	7,8%	119,24
CH	Pabianice	15 000	0%	1,7	7,8%	92,14
CH	Piotrków Tryb.	17 400	0%	2,0	7,8%	108,40
CH	Przemysław	4 900	0%	0,5	7,8%	27,10
CH	Radom	19 500	0%	2,3	7,8%	124,66
CH	Tarnów	20 200	0%	2,3	7,8%	124,66
Razem (mln zł)***		221 700		162,3		2 081,2
A+B Razem (mln zł)***, w tym:		268 200		195,0		2 454,2
na jedną akcję (zł)		n/d		2,0		5,8

* EUR/mkw./mies.

** Roczny dochód netto

*** dla kursu EUR/PLN w wysokości = 4,45

**** Echo Investment poprzez kontrolowaną w 100% spółkę WAN11, posiada 50% udziałów w projekcie

Źródło: Echo Investment S.A., BM BGZ S.A.

Segment komercyjny - obiekty w zaawansowanej fazie realizacji

W celu oszacowania wartości portfela nieruchomości inwestycyjnych będących w zaawansowanej fazie realizacji dodatkowo przyjęliśmy następujące założenia:

- Harmonogram realizacji poszczególnych inwestycji ulegnie wydłużeniu, w rezultacie czego, w bieżący roku zostanie zrealizowany jedynie II etap Malta Office Park, natomiast realizacja pozostałych 3 projektów wydłuży się o co najmniej 2 kwartały;
- Średni koszt wytworzenia 1 mkw. powierzchni wynajmowanej wynosi 1,5 tys. euro
- Pozostałe do poniesienia nakłady na realizację poszczególnych projektów ukształtują się na poziomie przedstawionym w tab. 10

Tabela 7. Segment komercyjny - obiekty w zaawansowanej fazie realizacji

	Nazwa obiektu	Lokalizacja	Powierzchnia wynajmowana (mkw.)*	Wakaty	NOI (mln EUR)	Stopa kapitalizacji	Termin realizacji	Wartość (mln zł)***	Capex (mln zł)	Wartość bieżąca (mln zł)	
Powierzchnie biurowe											
	(etap II)	Malta Office Park	Poznań	15 500	0%	2,0	7,0%	2009	122,7	56,0	66,7
	(etap III)	Malta Office Park	Poznań	6 500	100%	0,9	7,0%	2011	51,4	40,0	11,4
		Postępu 21	Warszawa	33 500	60%	5,4	7,0%	2010	326,1	106,0	220,1
		Lea	Kraków	3 800	0%	0,2	7,0%	2010	12,7	10,0	2,7
Razem (mln zł)***				59 300		8,5			512,9	212,0	300,9
Centra handlowe											
	(rozbudowa)	Galeria Echo	Kielce	38 000	65%	5,1	7,8%	2011	277,2	250,0	27,2
	(rozbudowa)	CH	Pabianice	3 000	100%	0,3	7,8%	2010	18,4	9,0	9,4
Razem (mln zł)***				41 000		5,5			295,7	259,0	36,7
A+B Razem (mln zł)***, w tym:				100 300		13,6			808,6	471,0	337,6
na jedną akcję (zł)											0,80

* uwzględniona dodatkowa powierzchnia netto

** EUR/mkw./mies.

*** dla kursu EUR/PLN w wysokości = 4,45

Źródło: Echo Investment S.A., BM BGŻ S.A.

Segment komercyjny - rezerwa gruntowa

W ramach tej kategorii wyodrębniliśmy nieruchomości gruntowe o powierzchni 97,3 tys. mkw. i wycenie bilansowej ok. 70 mln zł, przeznaczone pod inwestycje biurowe oraz 490,5 tys. mkw. ujęte w księgach w wartości ok. 315 mln zł, przeznaczone pod budowę powierzchni handlowej. W rezultacie średni koszt nabycia jednego mkw. powierzchni gruntowej przeznaczonej pod inwestycje w tych kategoriach projektów wyniósł odpowiednio 710 zł/mkw. oraz 640 zł/mkw. Biorąc pod uwagę lokalizacje tych nieruchomości oraz obecną podaż powierzchni komercyjnych na tych obszarach, ceny te wydaje się być niewygurowane. Całkowitą rezerwę gruntową, na bazie której Spółka planuje dalsze powiększanie portfela obiektów stanowi ok. 60 ha o łącznej wycenie bilansowej ok. 380 mln zł.

Tabela 8. Segment komercyjny - rezerwa gruntowa

	Nazwa obiektu	Lokalizacja	Powierzchnia wynajmowana (mkw.)	NOI (mln EUR)	Stopa kapitalizacji	Termin realizacji	Wartość (mln zł)**	Powierzchnia gruntu (tys. mkw.)	Wartość bilansowa (mln zł)
A Powierzchnie biurowe									
	Jana z Kolna	Gdańsk	23 700	4,3	7,0%	2011	259,7	8,0	2
	Malczewskiego	Szczecin	14 200	2,7	7,0%	2009	163,1	5,3	4
	Piłsudskiego	Łódź	26 500	1,9	7,0%	2009	114,7	9,5	4,6
	Opolska	Kraków	68 000	8,1	7,0%	2011	489,2	35,5	42
	Mundo	Budapeszt	30 000	5,2	7,0%	2012	314,0	14,0	12
	Francuska	Katowice	51 700	7,2	7,0%	2010	434,8	25,0	4,5
	Razem (mln zł)**		214 100	29,4			1775,6	97,3	69,1
B Centra handlowe									
(rozbudowa)	Galaxy	Szczecin	24 300	7,2	7,8%	2013	390,2	16,5	
(rozbudowa)	Pasaż Grunwaldzki	Wrocław	11 300	3,7	7,8%	2011	200,5	10,0	10,0
	Metropolis	Poznań	80 000	20,2	7,8%	2011	1094,8	105,0	80,5
	Arena	Słupsk	38 000	6,6	7,8%	2010	357,7	65,0	26,0
	CH	Kalisz	35 000	8,3	7,8%	2012	449,8	38,0	19,0
	Mundo	Budapeszt	76 200	20,8	7,8%	2010	1127,3	54,0	48,0
	CH	Brasov	51 000	14,0	7,8%	2011	758,8	40,0	95,0
	CH	Koszalin	29 500	7,1	7,8%	2012	384,8	35,0	29,0
	Veneda	Łomża	14 000	3,5	7,8%	2011	189,7	32,0	6,0
	CH	Lublin	75 000	17,8	7,8%	2012	964,7	95,0	1,0
	Pasaż Świątkrzyski	Kielce	4 000	0,4	7,8%	2010	21,7		
	Razem (mln zł)**		438 300	109,6			5940,2	490,5	314,5
	A+B Razem (mln zł)***, w tym:		652 400	139,0			7715,7	587,8	383,6
	na jedną akcję (zł)								0,91

* EUR/mkw./mies.

** dla kursu EUR/PLN w wysokości = 4,45

Źródło: Echo Investment S.A., BM BGŻ S.A.

Segment mieszkaniowy - projekty zakończone bądź w zaawansowanej fazie realizacji

Obecnie w ofercie sprzedaży Echa są mieszkania w trzech projektach deweloperskich, z których dwa zlokalizowane są w Warszawie (Inflancka, Zwycięzców) oraz jeden w Poznaniu (Naramowice). Spółka poniosła już wszystkie nakłady związane z realizacją tych inwestycji, a łączne przychody ze sprzedaży pozostałych 141 mieszkań szacowane są na 73 mln zł. Do niedawna w portfelu był również projekt zlokalizowany w Warszawie przy ul. Kazimierzowskiej, natomiast ze względu na znaczący spadek popytu i stosunkowo dużą podaż lokali na rynku pierwotnych w stolicy, wstrzymano realizację tego projektu. W bieżącej ofercie są natomiast jeszcze działki sprzedawane wraz z gotowym projektem domu jednorodzinnego, z których Spółka uwzględniając pewne nakłady zamierza pozyskać 13 mln zł. Łączne przepływy netto z tych pięciu projektów, szacujemy na ok. 130 mln zł, z czego połowa tej kwoty (dotycząca gotowych projektów), powinna zasilić Spółkę w tym roku.

Tabela 9. Segment mieszkaniowy - projekty zakończone bądź w zaawansowanej fazie realizacji

	Nazwa obiektu	Lokalizacja	PUM (mkw.)	Liczba mieszkań (do sprzedaży)	Termin realizacji	Planowane przychody (mln zł)	Capex (mln zł)	Przepływy netto (mln zł)
(III etap)	Inflancka	Warszawa	7 100	130 (48)	3 kw. 2008	30	0	30
(II etap)	Zwycięzców	Warszawa	15 100	239 (22)	4 kw. 2008	10	0	10
	Kazimierzowska	Warszawa	5 300	60 (60)		91	45	46
(III etap)	Naramowice	Poznań	11 700	155 (71)	4 kw. 2008	33	0	33
(II etap)	Bilcza*	Kielce	125 000	121 (88)**		16	3	13
Razem, w tym:			164 200			180	48	132
na jedną akcję (zł)						0,43		0,31

* sprzedaż nieruchomości gruntowej z projektem domu

** liczba domów

*** wolne przepływy pieniężne

Źródło: Echo Investment S.A., BM BGŻ S.A.

Segment mieszkaniowy - rezerwa gruntowa

Echo posiada również, wyłączając projekt Dyminy, gdzie planowana sprzedaż działek wraz z gotowymi projektami domów jednorodzinnych, ok. 220 tys. mkw. powierzchni gruntowej przeznaczonej pod kolejne projekty mieszkaniowe o szacowanej przez Spółkę PUM na 170 tys. mkw. i łącznych przychodach 1,45 mld zł (3,9 tys. zł/mkw. PUM). Łączna wartość bilansowa tych nieruchomości wynosi 200 mln zł, tj. 0,47 zł na jedną akcję. Biorąc pod uwagę obecną sytuację na rynku mieszkaniowym, podane poniżej terminy realizacji poszczególnych projektów deweloperskich ulegną raczej przesunięciu. Choć ze względu na proces inwestycyjny trwający 6-8 kwartałów i spodziewane ożywienie na rynku w latach 2011 -2012, część inwestycji powinna zostać rozpoczęta z początkiem następnego roku.

Tabela 10. Segment mieszkaniowy - rezerwa gruntowa

	Nazwa obiektu	Lokalizacja	PUM (mkw.)	Liczba mieszkań	Termin realizacji	Planowane przychody (mln zł)	Powierzchnia gruntu (tys. mkw.)	Wartość bilansowa (mln zł)
	Las Młociński	Warszawa	13 700	32*	2010	128	63	27
(IV etap)	Naramowice	Poznań	9 300	145	2011	83	19	2
(V etap)	Naramowice	Poznań	5 600	75*	2012	32	12	3
	Wojskowa	Poznań	17 200	282	2012	134	12	7
	Sołacz	Poznań	1 600	56	2013	60	17	5
	Korzeniowskiego	Kraków	2 000	10	2011	21	6	2
	Kilińskiego	Kraków	1 500	8	2011	16	1	2
	Krasickiego	Kraków	5 600	80	2011	48	3	5
	Bronowicka	Kraków	3 500	47	2011	34	2	8
	Tyniecka	Kraków	5 100	56	2012	89	10	26
	Wodna	Łódź	20 200	306	2012	151	16	25
	Okopowa	Łódź	51 000	787	2013	357	28	33
	Jedności Narodowej	Wrocław	14 200	218	2012	122	7	18
	Grota Roweckiego	Wrocław	18 700	924	2013	175	25	32
	Dyminy*	Kielce	200 000	135*		33	202	5
Razem, w tym:			369 200			1 482	423	199
na jedną akcję (zł)						3,53		0,47

* liczba domów

Źródło: Echo Investment S.A., BM BGZ S.A.

Wycena porównawcza

Obecnie na GPW notowanych jest ok. 20 spółek, które operują w różnych segmentach rynku usług deweloperskich. Jako grupę porównawczą zestawiliśmy 7 z nich o najwyższej kapitalizacji oraz bilansowej wartości kapitałów własnych. Spółkami z pośród niżej wymienionych, których ekspozycja na segment komercyjny dominuje w strukturze sprzedaży, są Immeast, GTC, Plaza Centers oraz Orco Property Group. W porównaniu uwzględniliśmy wskaźniki P/E oraz P/BV wyznaczone na bazie wyników finansowych deweloperów za 2008 r.

Wycena Spółki na bazie ww. mnożników stanowi jednak tylko teoretyczny poziom wartości godziwej kapitałów własnych Echa, ze względu na opisane poniżej mankamenty:

- Zróżnicowany moment ujęcia w rachunku wyników przychodów i kosztów ze sprzedaży mieszkań

Do 2009 roku deweloperzy mieli możliwość wyboru pomiędzy dwoma standardami dotyczącymi rozpoznawania przychodów ze sprzedaży w rachunku wyników - MSR11 oraz MSR18. Zastosowanie pierwszego standardu polegające na proporcjonalnym do zaawansowania robót ujęciu w księgach sprzedaży lokali, powodowało wcześniejsze w stosunku do MSR18 wykazanie wyniku finansowego oraz wzrost kapitałów własnych. W rezultacie, deweloperzy stosujący pierwszy standard osiągnęli korzystniejsze wskaźniki rynkowe, mimo podobnej wolumenowej sprzedaży lokali. Natomiast firmy stosujące MSR18, zgodnie z którym wynik na sprzedaży jest rozpoznawany w momencie zakończenia realizacji inwestycji, charakteryzowały się dużą zmiennością wskaźników, obserwowaną szczególnie gdy zakończenie kilku projektów zbiegało się w czasie. Podejście to jednak odznacza się mniejszym ryzykiem, gdyż nie uwzględnia niezrealizowanych przychodów ze sprzedaży mieszkań oferowanych np. w systemie 10%/90% i późniejszej rezygnacji klienta. Począwszy od tego roku firmy będą mogły stosować MSR11 wyłącznie dla projektów realizowanych dla zewnętrznego inwestora, natomiast własne inwestycje będą musiały być rozliczane według MSR18, co umożliwi większą porównywalność ich wyników.

- Zróżnicowana polityka wyceny posiadanego portfela obiektów

Porównywalność wyników ograniczają również różnice metodologiczne w wycenach obiektów, które wrażliwe są na poziom prognozowanego NOI oraz założonych stóp kapitalizacji. Ponadto, począwszy od tego roku zgodnie z zaktualizowanym MSR40, istnieje również możliwość przeszacowania projektu będącego w budowie lub w fazie koncepcji (rezerwa gruntowa). W konsekwencji, spółki w różnej fazie zaawansowania projektu, bazując na niejednorodnych założeniach, mogą dokonać aktualizacji wartości nieruchomości, co utrudnia porównywalność wyników oraz zniekształca ich jakość.

- Duża rozpiętość oraz odchylenie standardowe wartości wskaźników P/E, P/BV

Mankamenty opisane powyżej powodują, że raportowane wyniki deweloperów, które ze względu na podobną ofertę powinny być do siebie zbliżone bez względu na fazę cyklu koniunkturalnego, w rzeczywistości bardzo się różnią. Analizując wskaźnik P/E dla zestawionych poniżej spółek w 2008 r., widać istotne różnice pomiędzy miarami tendencji centralnej. Średnia wskaźnika wynosi 3,1, mediana jest od niej wyższa o ok. 50% - 4,6, natomiast odchylenie standardowe wynosi 3,3 i stanowi nieco ponad 71% mediany. Podobną zależność widać w porównaniu tych miar dla wskaźnika P/BV, co podważa uwzględnienie metody porównawczej w wycenie deweloperów.

Teoretyczna wycena 1 akcji Echa w oparciu o medianę wskaźnika P/E wynosi 1,2 zł, i jej poziom jest efektem znaczącej straty z tytułu ujemnej wartości wyceny instrumentów zabezpieczających, ujemnych różnic kursowych od kredytu dewizowego oraz kosztów obsługi zadłużenia. Z kolei biorąc pod uwagę medianę wskaźnika P/BV, teoretyczna wycena implikuje wartość jednej akcji na poziomie 2,3.

Biorąc jednak pod uwagę opisane powyżej mankamenty towarzyszące porównaniu wyników spółek deweloperskich zdecydowaliśmy się nie uwzględniać wyceny porównawczej w szacowaniu wartości akcji Spółki.

Tabela 11. Wycena na bazie wskaźników rynkowych w oparciu o wyniki za 2008 r.

Spółka (ticker)	Cena* (zł)	MC (mln zł)	Przychody ze sprzedaży (mln zł)	Zysk netto (mln zł)	Wartość księgowa (mln zł)	P/E	P/BV
			2008	2008	2008	2008	2008
Immoeast (IEA)	5,9	4 877,9	385,6	-1 685,6	25 112,0	-	0,2
GTC (GTC)	17,0	3 729,3	402,8	611,1	4 585,2	6,1	0,8
Plaza Centers (PLZ)	3,2	935,5	441,7	303,2	2 717,2	3,1	0,3
Dom Development (DOM)	32,0	785,9	698,2	136,9	789,9	5,7	1,0
Polnord (PND)	36,0	652,1	391,1	90,5	1 004,1	7,2	0,6
JWC (JWC)	9,6	522,4	741,0	100,3	654,8	5,2	0,8
Orco Property Group (OPG)	22,8	238,5	1 343,6	-1 749,7	1 915,9	-	0,1
srednia						5,5	0,6
mediana						5,7	0,6
Odchylenie standardowe						1,5	0,3
Echo Investment (ECH)	3,1	1 314,6	439,2	106,3	1640,3	12,4	0,8
premia/dyskonto						115,5%	23,4%
Wycena 1 akcji (zł)**						1,5	2,5

* kursy zamknięcia z dnia 09/04/2009

** oszacowana na bazie mediany

Źródło: BM BGŻ S.A.

Prognoza wyników i wskaźników

Poniżej przedstawiamy prognozę wyników finansowych spółki Echo Investment, na których oparta została wycena Spółki.

Tabela 12. Prognoza rachunku zysków i strat

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Przychody netto	382,4	433,4	377,4	439,1	448,8	515,8
zmiana t/r	-	13,3%	-12,9%	16,4%	2,2%	14,9%
Koszt sprzed. prod., tow. i mat.	189,9	183,8	190,4	216,6	209,5	242,2
Zysk brutto na sprzedaży	192,6	249,5	187,0	222,5	239,2	273,6
marża brutto na sprzedaży	50,4%	57,6%	49,6%	50,7%	53,3%	53,0%
Koszty sprzedaży	21,5	21,2	18,1	21,1	21,5	24,1
zmiana t/r	-	-1,1%	-14,7%	16,4%	2,2%	11,8%
Koszty ogólnego zarządu	49,0	48,2	38,5	43,5	43,5	45,9
zmiana t/r	-	-1,6%	-20,1%	12,9%	0,1%	5,4%
Aktualizacja wartości nieruchomości	250,3	458,1	197,2	141,6	95,5	0,0
EBITDA	404,4	653,2	332,6	305,4	275,7	210,5
EBIT	399,4	646,9	327,6	299,5	269,7	203,6
marża operacyjna	104,4%	149,3%	86,8%	68,2%	60,1%	39,5%
Saldo na działalności finansowej	-46,9	-328,9	-151,0	-57,6	-50,8	-44,1
Saldo z tytułu różnic kursowych	45,5	-167,0	-50,57	0,00	0,00	0,00
Zysk brutto	399,7	150,9	126,0	242,0	218,9	159,6
marża brutto	104,5%	34,8%	33,4%	55,1%	48,8%	30,9%
Podatek dochodowy	74,3	42,1	37,6	45,8	39,6	28,1
Efektywna stopa podatkowa	18,6%	27,9%	29,8%	18,9%	18,1%	17,6%
Zysk netto, przypisany:						
akcjonariuszom jednostki dominującej	319,5	108,8	88,4	196,2	179,3	131,4
marża netto	83,5%	25,1%	23,4%	44,7%	39,9%	25,5%

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 13. Prognoza bilansu

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
AKTYWA	3 428,0	4 207,1	4 206,1	4 352,6	4 440,6	4 534,1
Aktywa trwałe	2 445,7	3 270,4	3 400,0	3 521,7	3 681,4	3 800,1
Wartości niematerialne i prawne	0,5	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6
Rzeczowe aktywa trwałe	467,8	730,6	725,5	719,7	713,7	706,8
Nieruchomości inwestycyjne	1925,6	2450,1	2584,6	2712,1	2877,6	3003,1
Aktywa obrotowe	983,1	936,6	806,2	830,9	759,2	734,0
Zapasy	492,1	487,2	508,2	554,9	582,7	633,1
Należności handlowe	13,2	46,5	22,9	32,3	36,0	42,1
Inwestycje krótkoterminowe, w tym:	427,5	347,5	275,1	243,7	140,6	58,8
PASYWA	3 428,0	4 207,1	4 206,1	4 352,6	4 440,6	4 534,1
Kapitał własny	1 514,1	1 640,3	1 713,3	1 820,1	1 961,2	2 018,6
Kapitał zakładowy	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Kapitał zapasowy	986,0	1558,9	1558,9	1557,9	1715,9	1821,1
Zyski netto	319,5	108,8	88,4	196,2	179,3	131,4
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1913,9	2566,8	2492,9	2532,5	2479,5	2515,5
Zobowiązania długoterminowe, w tym:	1510,5	2117,9	2116,7	1972,7	1837,7	1702,7
Kredyty i pożyczki	1230,6	1586,5	1585,3	1441,3	1306,3	1171,3
Zobowiązania krótkoterminowe, w tym:	403,3	448,9	397,4	396,4	377,9	371,1
Zobowiązania handlowe	131,0	97,7	85,7	110,0	106,9	139,4
Kredyty i pożyczki	36,4	125,0	176,1	160,1	145,1	130,1

Źródło: BM BGŻ S.A.

E - prognozy BM BGŻ S.A.

Tabela 14. Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

(mln zł)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Przepływy netto z działalności operacyjnej	49,5	65,7	116,5	328,2	277,6	252,3
Zysk brutto	399,7	150,9	126,0	242,0	218,9	159,6
Amortyzacja	5,7	5,0	5,0	5,9	6,0	6,9
Zmiana stanu zapasów	-250,1	1,2	21,0	46,7	27,9	50,4
Zmiana stanu należności	-116,4	16,7	-23,6	9,4	3,7	6,1
Zmiana stanu zobowiązań handlowych	253,6	-119,1	-12,0	24,3	21,2	29,4
Przepływy netto z działalności inwestycyjnej	-172,3	-303,2	-134,5	-127,5	-165,5	-125,5
Przepływy netto z działalności finansowej	225,9	142,5	-29,3	-232,1	-215,3	-208,6
Saldo kredytów oraz innych zobowiązań fin.	110,1	231,6	50,0	-160,0	-150,0	-150,0
Odsetki	-74,5	-89,7	-79,3	-72,1	-65,3	-58,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	97,0	-71,6	-47,3	-31,4	-103,2	-81,7
Środki pieniężne na początek okresu	297,0	394,1	322,4	275,1	243,7	140,6
Środki pieniężne na koniec okresu	394,1	322,4	275,1	243,7	140,6	58,8

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Tabela 15. Wskaźniki rynkowe dla ceny docelowej

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
EPS	0,76	0,26	0,21	0,47	0,43	0,31
DPS	-	-	-	-	-	-
BVPS	3,61	3,91	3,61	3,99	4,41	4,73
P/E	4,5	13,3	16,4	7,4	8,1	11,0
P/CE	4,5	12,7	15,5	7,2	7,8	10,5
P/BV	1,0	0,9	1,0	0,9	0,8	0,7
P/S	3,8	3,3	3,8	3,3	3,2	2,8
EV/EBITDA	5,7	4,3	8,8	9,2	10,0	12,8
EV/EBIT	5,8	4,4	9,0	9,4	10,2	13,2
EV/S	6,1	6,5	7,8	6,4	6,1	5,2
Cena docelowa (zł)	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Liczba akcji (mln)	420,00	420,00	420,00	420,00	420,00	420,00
MC (mln zł)	1448,5	1448,5	1448,5	1448,5	1448,5	1448,5
EV (mln zł)	2321,4	2837,6	2934,9	2806,2	2759,4	2691,1

Źródło: BM BGZ S.A.

E - prognozy BM BGZ S.A.

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ 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 BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ 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 BGŻ 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 BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 6-9 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 6-9 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa z inwestycji będzie wahać się w przedziale (-10%; + 10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

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 BGŻ 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.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa klientów instytucjonalnych

Wydział Operacji Brokerskich

tel.

(22) 32 94 327
(22) 32 94 328

e-mail

makler@bmbgz.pl

Obsługa klientów indywidualnych

Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGŻ.net**