

5 kwietnia 2011

Raport analityczny

Deweloperzy

Polska

Cena bieżąca	4,94 PLN
Cena docelowa	6,17 PLN
Kapitalizacja	2,07 mld PLN
Free float	0,76 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,91 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow	40,46%
ING OFE	8,94%
AVIVA OFE BZ WBK	8,73%
OFE PZU „Złota Jesień”	5,10%
Free float	36,77%

Strategia dotycząca sektora

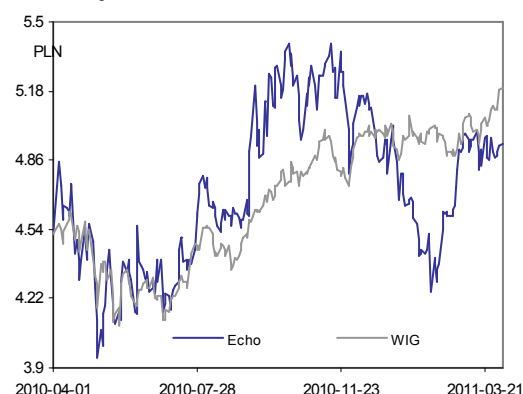
Zalecamy przeważanie sektora deweloperskiego. Pozytywnie oceniamy perspektywy deweloperów mieszkaniowych oraz małych deweloperów komercyjnych. Poprawa koniunktury na rynku inwestycyjnym, stabilizacja stóp kapitalizacji i czynszów sprawiają, że również spółki z dużym portfelem nieruchomości, jak GTC i Echo, stały się atrakcyjne inwestycyjnie.

Profil spółki

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

Ważne daty

02.05.2011 - publikacja raportu za 2010 r.
16.05.2011 - publikacja raportu za Q1 2011
31.08.2011 - publikacja raportu za H1 2011
14.11.2011 - publikacja raportu za Q3 2011

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**

EPRS.WA; ECH PW

(Nowa)

Duży potencjał do uwolnienia

W okresie dekonunktury na rynku nieruchomości Echo Investment wstrzymała realizację kilku projektów. W rezultacie dziś spółka dysponuje dobrze zdywersyfikowanym portfelem projektów, które mogą być uruchomione w perspektywie najbliższych kilku kwartałów i których dokładny termin rozpoczęcia zależy przede wszystkim od uzyskania decyzji administracyjnych. Obecna cena rynkowa akcji Echo Investment dyskontuje jedynie te inwestycje, które dziś są w budowie lub posiadają pozwolenie na budowę. Uważamy, że widoczne ożywienie na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce pozwoli spółce przyspieszyć tempo inwestycji w najbliższych latach. Nasze założenia przewidują oddanie do użytku w latach 2012-2013 206 tys. m² powierzchni komercyjnej oraz 59 tys. m² mieszkań, przy średnich marżach wynoszących 27,3% (segment komercyjny) oraz 24,7% (segment mieszkaniowy). Przy realizacji powyższego planu i przy obecnej cenie rynkowej P/BV na 2013 r. wynosi 0,66, natomiast P/E (2013) jest równe 3,2. Oprócz dużej liczby projektów w przygotowaniu atutem Echo Investment jest bezpieczny poziom zadłużenia, długotrwałe relacje z sieciami handlowymi i hotelowymi oraz duża rozpoznawalność marki na polskim rynku deweloperskim. Akcje Echo Investment wyceniamy na 6,17 PLN, co stanowi 24,9% potencjału wzrostu kursu w stosunku do obecnej ceny rynkowej. **Rekomendujemy kupno akcji dewelopera.**

Duży potencjał banku ziemi

W wycenie Echo Investment wzięliśmy pod uwagę projekty, które według nas mają relatywnie duże szanse na ukończenie do końca 2013 r. Bazując jedynie na obecnie posiadanym banku ziemi, spółka byłaby w stanie zrealizować inwestycje o potencjale ponad 900 tys. m². Większość z nich posiada już gotowy projekt architektoniczny i w wielu przypadkach zostały złożone wnioski o uzyskanie pozwolenia na budowę.

Prawdopodobne zyski ze sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych

Spółka zamierza pozyskać część środków na przyszłe inwestycje ze sprzedaży wybranych nieruchomości inwestycyjnych. Za powodzeniem takiego planu przemawiają duża aktywność funduszy nieruchomościowych na rynku inwestycyjnym w Polsce w 2010 oraz niedawna sprzedaż przez Echo Investment obiektów Athina oraz Avatar po korzystnych yieldach. Zaskakująco duży zysk ze sprzedaży powyższych obiektów może świadczyć o konserwatywnym ujęciu wartości nieruchomości inwestycyjnych w księgach spółki. To może oznaczać, że potencjał wzrostu wartości ukończonych nieruchomości w wyniku kompresji stóp kapitalizacji jest wyższy niż u innych deweloperów komercyjnych.

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	431,4	427,8	400,1	603,2	736,8
EBIT bez rewaluacji	219,0	205,1	189,7	260,8	317,2
marża EBIT	50,8%	48,0%	47,4%	43,2%	43,0%
Wycena nieruchomości	-22,9	-90,4	172,2	415,4	684,9
EBIT z rewaluacją	196,1	167,6	361,9	676,2	1 002,1
Zysk netto	103,7	146,9	196,4	410,9	639,2
P/BV	1,2	1,1	1,0	0,8	0,7
P/E	20,0	14,1	10,6	5,0	3,2
P/CE	19,2	13,9	10,3	5,0	3,2
EV/EBITDA	14,7	17,3	8,0	4,3	2,9
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

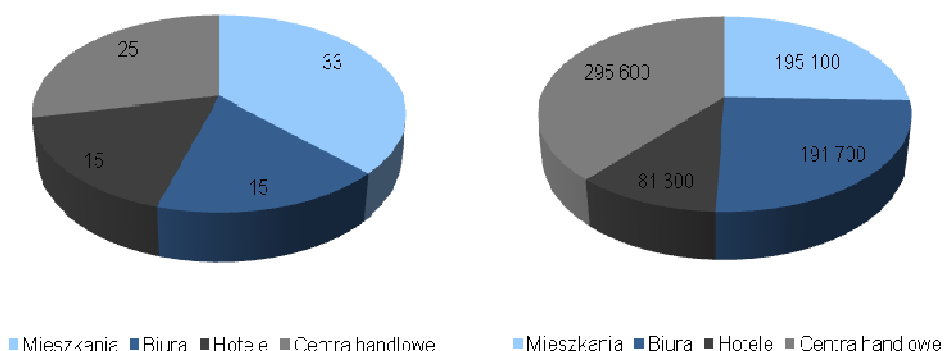
Charakterystyka spółki

Historia działalności Echo Investment

Zrealizowane projekty

Echo Investment S.A. powstał z przekształcenia w 1996 r. spółki wydawniczej Echo Press. Od tego czasu spółka koncentruje się na działalności deweloperskiej. W ciągu ostatnich 15 lat Grupa Kapitałowa Echo Investment zrealizowała 88 projektów o łącznej powierzchni 765 tys. m². Praktycznie od samego początku spółka była obecna we wszystkich kluczowych segmentach rynku nieruchomości: mieszkaniowym, handlowym, biurowym i hotelowym.

Liczba oraz powierzchnia (m²) projektów zrealizowanych do końca 2010 r.



Źródło: Echo Investment S.A.

W segmencie mieszkaniowym głównymi rynkami geograficznymi były Warszawa, Poznań, Kraków i Kielce. Spółka ma doświadczenie w realizacji zarówno luksusowych apartamentów jak i mieszkań w segmencie popularnym. Program budowy centrów handlowych ruszył w 1999 r. Początkowo na masową skalę budowane były centra handlowe pierwszej generacji w miastach średniej wielkości. Wiele tego typu obiektów zostało sprzedanych w 2005 r. Od 2001 r. spółka rozpoczęła realizację centrów handlowo-rozrywkowych. W 2003 r. zostało oddane do użytku CHR Galaxy z Szczecinie, natomiast w 2007 r. CHR Pasaż Grunwaldzki we Wrocławiu. Obie inwestycje są jak dotąd największymi zrealizowanymi inwestycjami Echo Investment. W segmencie biurowym spółka była obecna w Warszawie, Krakowie, Łodzi, Kielcach, Szczecinie i Poznaniu. Echo Investment realizowało również obiekty o przeznaczeniu mieszkalno-biurowym oraz hotelowo-rozrywkowo-biurowym. Ostatnim typem projektów, gdzie spółka rozwijała swoje kompetencje są inwestycje w hotele. Wśród zrealizowanych inwestycji znajdują się hotele sieci Ibis, Novotel, Qubus, Kyriad, Campanile oraz Premiere Classe.

Zarząd

Obecny zarząd Echo Investment to osoby związane ze spółką od 1997-1998 r. Zarówno Piotr Gromniak (Prezes Zarządu), jak i Artur Langner (Wiceprezes) rozpoczęli swoją karierę w Echo Investment od stanowiska Project Managera. Obaj są absolwentami Wydziału Budownictwa Lądowego Politechniki Świętokrzyskiej. Obecne funkcje pełnią w spółce od czerwca 2008 r.

Segmenty działalności i struktura Grupy Kapitałowej

Działalność Grupy Kapitałowej Echo Investment dzieli się na 4 segmenty:

- budowa i wynajem powierzchni w centrach handlowych i handlowo-rozrywkowych;
- budowa i sprzedaż lokali mieszkalnych;
- budowa i wynajem powierzchni w obiektach biurowych;
- budowa i sprzedaż obiektów hotelowych.

Obecnie spółka zarządza i czerpie dochody z czynszów w 11 obiektach handlowych. W obszarze powierzchni handlowej Echo Investment rozwija zarówno średniej wielkości centra handlowe jak i nowoczesne centra handlowo-rozrywkowe. W najbliższych latach działalność spółki w tym segmencie ma polegać na rozbudowie istniejących obiektów oraz na budowie nowoczesnych centrów handlowo-rozrywkowych. Oprócz rynku polskiego, spółka chce zrealizować obiekty w Rumunii i na Węgrzech.

Segment mieszkaniowy jest dobrze zdywersyfikowany zarówno pod względem geograficznym, jak i pod względem standardu obiektów. Spółka posiada grunty pod zabudowę mieszkaniową we wszystkich dużych miastach Polski oprócz Trójmiasta. W Warszawie i Krakowie mają powstać między innymi luksusowe apartamenty. Oprócz zabudowy wielorodzinnej Echo Investment sprzedaje niezabudowane działki z przyłączonymi mediami i gotowymi projektami domów.

Obiekty z segmentu biurowego są jedynymi, które spółce udało się zrealizować w latach 2009-2010. W segmencie biurowym Echo Investment jest aktywne na wszystkich kluczowych rynkach w kraju, przy czym dziś dysponuje gotowymi obiektami w Warszawie, Poznaniu i Szczecinie.

Segment hoteli, wcześniej relatywnie istotny w działalności spółki, obecnie jest reprezentowany przez jeden projekt w Łodzi. Echo Investment nie zajmuje się zarządzaniem hotelami, lecz po wybudowaniu następuje przekazanie obiektu inwestorowi.

W każdym z powyższych segmentów spółka zajmuje się organizacją całego procesu inwestycyjnego, na który składa się zakup nieruchomości, pozyskanie decyzji administracyjnych, finansowanie, nadzór nad realizacją oraz oddanie obiektu do użytku. Dominującą rolę w Grupie pełni spółka Echo Investment S.A., która świadczy usługi generalnego realizatora inwestycji na rzecz spółek zależnych powołanych w celu realizacji danego projektu inwestycyjnego. Rola Echo Investment S.A. polega na nadzorze realizacji projektu i zapewnieniu środków finansowych, a w dalszej kolejności również na komercjalizacji powierzchni i sprzedaży mieszkań. Obiektami komercyjnymi zarządza specjalnie powołana do tego spółka Est-On (w 100% zależna od Echo Investment).

Kluczowe czynniki wpływające na wycenę

Sytuacja na rynku nieruchomości

Zapotrzebowanie na powierzchnię komercyjną i mieszkalną ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia długoterminowej zdolności spółki do generowania zysku. Negatywnym przykładem są lata 2009-2010, w których to spółka nie przekazała żadnego budynku o funkcji mieszkalnej czy handlowej. Z uwagi na wstrzymanie wielu inwestycji komercyjnych i mieszkaniowych na czas kryzysu, wielu deweloperów dysponuje obecnie rozbudowanym bankiem ziemi. Presja, by szybko zakończyć projekty wstrzymane na czas dekoniunktury, stwarza w przyszłości ryzyko nadpodaży inwestycji na rynkach, gdzie popyt na nową powierzchnię wzrasta stosunkowo wolno.

Wzrost obrotów na rynku inwestycyjnym powoduje spadek oczekiwanej premii za ryzyko płynności, spadek stóp kapitalizacji nieruchomości i w konsekwencji wzrost wartości nieruchomości inwestycyjnych w portfelach deweloperów. Wzrost wycen nieruchomości jest też pochodną poziomu czynszów w obiektach komercyjnych. Rynkowa praktyka pokazała, że deweloperzy bardzo niechętnie obniżają ofertowe stawki czynszów, natomiast usiłują przyciągnąć najemców wakacjami czynszowymi oraz pokryciem części kosztów wykończenia biura. Spadek czynszów od szczytów sprzed kryzysu był jednak zauważalny. Pewna tendencja wzrostowa, zaobserwowana głównie w Warszawie, jest reakcją na chwilowy brak gotowej powierzchni biurowej na wybranych rynkach. Sądzymy, że szanse na gwałtowny wzrost czynszów ofertowych w najbliższych latach są małe.

Tempo uzyskania pozwoleń na budowę

Jednym z najmniej przewidywalnych elementów procesu inwestycyjnego jest pozyskanie decyzji administracyjnych, gdyż wpływ spółki na tempo ich wydawania jest ograniczony. Z uwagi na to, przesuwamy w czasie względem planów spółki rozpoczęcie budowy wybranych projektów. Do pozytywnych informacji odnośnie pozwoleń zaliczamy uzyskanie w pierwszej połowie marca pozwolenia na budowę Galerii Olimpia w Bełchatowie. W listopadzie 2010 spółka zakładała uzyskania PnB w Bełchatowie jeszcze w Q1 2011, co stało się faktem. Zwiększa to wiarygodność planów zarządu odnośnie terminów uzyskania następnych pozwoleń. Sama budowa rozpoczęła się w niespełna miesiąc od PnB, co jest bardzo szybkim tempem.

Potencjał banku ziemi

Koszt pozyskania gruntów silnie wpływa na marże osiągnięte na poszczególnych projektach. W przypadku Echo Investment wiele działek, na których w najbliższym czasie będą realizowane inwestycje, zostało nabytych w latach 2006-2007, po kosztach nie dających spółce przewagi konkurencyjnej. Echo posiada duże zasoby gruntów pod budownictwo mieszkaniowe w Poznaniu, których wartość bilansowa jest niska. Z tego względu zakładamy dobrą (26%)

marżę na mieszkaniach w Poznaniu, pomimo relatywnie niskich cen sprzedaży. Wysoki koszt gruntu, relatywnie do wartości wybudowanych na nim mieszkań, może być przyczyną niskich marż na inwestycjach mieszkaniowych w Łodzi (Okopowa), Krakowie (Czarodziejska) i Wrocławiu (Grota Roweckiego).

Kurs walutowy

Kurs walutowy (przede wszystkim EUR/PLN) wpływa na wyniki Echo Investment dwojako. Po pierwsze, mocniejsze EUR zwiększa wartość wyrażonych w PLN nieruchomości inwestycyjnych oraz przekłada się na wyższe wpływy z czynszów, które są ustalane w EUR. Po drugie, kredyty Echo Investment również są zaciągane w EUR, co przy wzroście kursu EUR/PLN powoduje zwiększenie kosztów ich obsługi. Oszacowanie ryzyka walutowego związanego z obsługą kredytów walutowych komplikuje fakt, że spółka stosuje instrumenty pochodne do zabezpieczenia części kosztów finansowych.

Charakterystyka Rynku

Rynek powierzchni komercyjnej

Spodziewany wzrost aktywności inwestorów na polskim rynku nieruchomości

DTZ w raporcie z marca 2011 szacuje całkowity kapitał przeznaczony pod bezpośrednie inwestycje na globalnym rynku nieruchomości na 329 mld USD (wzrost o 44% w stosunku do końca 2009). W przypadku samego rynku europejskiego wartość ta wynosi 114 mld USD i tylko minimalnie wzrosła od końca 2009 r. W raporcie DTZ Polska jest wymieniana jako jeden z najpopularniejszych krajów do inwestowania w nieruchomości w 2011 r. Wśród krajów europejskich Polska ma ustąpić pola jedynie rynkom Niemiec, Wielkiej Brytanii i Francji.

Duża aktywność inwestorów na polskim rynku nieruchomości komercyjnych była widoczna już w zeszłym roku. Wartość transakcji w 2010 r. wyniosła prawie 2 mld EUR, co jest wyraźnie lepszym wynikiem niż w latach 2008-2009 r. W 2011 aktywność inwestorów powinna być jeszcze wyższa, co jest korzystne z punktu widzenia Echo Investment. Po pierwsze, większa płynność na rynku może się przyczynić do poprawy sentymentu do całej branży deweloperskiej. Wysoki popyt ze strony inwestorów przy wciąż spodziewanej ograniczonej podaży powierzchni komercyjnej w 2011 r. będzie również sprzyjać kompresji stóp kapitalizacji. Po drugie, wzrastają szanse spółki na pozyskanie gotówki poprzez sprzedaż części nieruchomości.

Transakcje dokonane w 2010 r.

Ponad połowa wszystkich transakcji na polskim rynku nieruchomości w 2010 r. dotyczyła obiektów handlowych (1 072 mln EUR). Głośno było o sprzedaży dużych warszawskich galerii – Arkadia i Warszawa Wileńska (razem ok. 460 mln EUR) oraz Promenada (169,5 mln EUR). Wśród miast średniej wielkości właściciela zmieniły m.in. galerie w Słupsku (Jantar), Koninie (Ferio) i Krasnymstawie (Panorama). Co ciekawe, w zeszłym roku zaobserwowaliśmy również transakcje kupna mniejszych obiektów handlowych opartych na dużym hipermarkecie np. Carrefour w Łodzi (20 mln EUR).

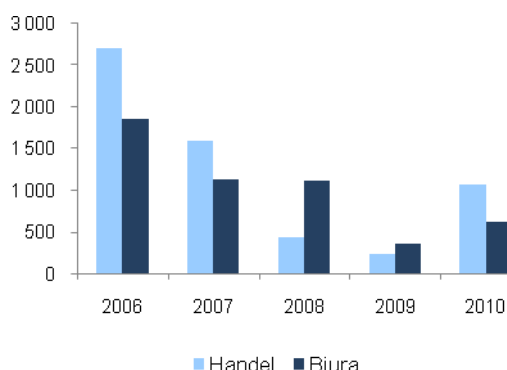
Wybrane transakcje na rynku nieruchomości w Polsce w 2010 r.

Projekt	Miasto	GLA (m2)	Szacunkowy Yield	Wartość (mln EUR)	Nabywca
Biura					
Horizon Plaza	Warszawa	35 000	7,15%	102,0	Union Investment
Trinity Park III	Warszawa	32 000	7,50%	93,0	SEB Immo Invest
Nefryt + Topaz	Warszawa	26 380	6,82%	78,9	RREEF
Grunwaldzki Center	Wrocław	26 000	7,30%	76,5	RREEF
Harmony Office Center	Warszawa	15 000	6,95%	55,0	Commerzreal
Athina Park	Warszawa	11 870	7,25%	32,1	PZU AM
Avatar	Kraków	11 240	7,25%	30,5	Azora International
Mokotów Plaza I	Warszawa	15 000	8,15%	30,1	Azora Europa
Lipiński Passage	Warszawa	3 500	7,50%	28,5	Union Investment
Centra handlowe					
Arkadia + CH Wileńska	Warszawa	166 000	-	460,0	Unibail-Rodamco
Promenada	Warszawa	54 000	-	169,5	Atrium European RE
CH Jantar	Słupsk	22 000	-	92,0	EPISO

Źródło: CB Richard Ellis, Jones Lang LaSalle, Shopping Center, Echo Investment S.A.

Stopniowy wzrost zainteresowania zagranicznych inwestorów obiektami handlowymi spoza kategorii „prime” świadczy o poprawie klimatu inwestycyjnego w Polsce. Sądzymy, że zainteresowanie tego typu obiektami jeszcze wzrośnie, tym bardziej, że są one wciąż wyceniane po stosunkowo wysokich yieldach (kompresja stóp kapitalizacji w 2010 dotyczyła przede wszystkim obiektów typu „prime”). Wyłączając obiekty w Kielcach (po rozbudowie), Szczecinie i Wrocławiu, Echo Investment posiada w swoim portfelu centra handlowe średniej wielkości w miastach o 60-220 tys. mieszkańców. Biorąc pod uwagę duży apetyt spółki na nowe inwestycje, zarząd może chcieć sprzedać część obiektów komercyjnych. Obecna sytuacja na rynku inwestycyjnym sprzyja takiemu scenariuszowi.

Wolumeny transakcji na polskim rynku nieruchomości w latach 2006-2010 (mln EUR)



Źródło: Cushman & Wakefield, Jones Lang LaSalle

Trendy na rynku powierzchni biurowej

Najnowsze raporty firm doradczych z branży nieruchomości wskazują na stopniowe odradzanie się sektora biurowego w Polsce. Cushman & Wakefield prognozują spadek stóp kapitalizacji w 2011 r. w Polsce o 25-50 p.p. przy jednoczesnym wzroście transakcji na rynku biurowym.

Charakterystyka rynku powierzchni biurowej na koniec 2010 r.

Miasto	Istniejąca pow. (m ²)	Czynsze (EUR/m ²)	Yieldy (%)	Pustostany (%)
Warszawa	3 435 830	14-26,5	6,50%	7%
Kraków	497 600	13-15	7,25%	10%
Wrocław	389 200	12-15	7,00%	4%
Trójmiasto	302 480	13-15	8,00%	14%
Katowice	262 680	12-15	8,80%	17%
Poznań	245 950	14-16	7,75%	12%
Łódź	214 720	12-14	8,50%	23%
Szczecin	80 000	14	9,00%	6%
Kijów	1 170 000	22-26	13,75%	14%

Źródło: Cushman & Wakefield, Jones Lang LaSalle. CB Richard Ellis

Poprawę sytuacji deweloperów widać najszybciej na przykładzie Warszawy. W H2 2010 r. po raz pierwszy od zakończenia kryzysu na rynku nieruchomości, zaobserwowano wzrost stawek czynszów ofertowych. Wzrost siły negocjacyjnej oferujących biura widać poprzez spadek średniego okresu zwolnienia z czynszów z 12 miesięcy na koniec H1 2010 do 6 miesięcy na koniec 2010. Zmiana klimatu na rynku warszawskim objawia się również wyraźnym wzrostem udziału umów typu pre-let z 2% w 2009 r. do 11,5% w 2010 r. Jest to o tyle ważne, że od wskaźników pre-letu uzależnione jest otrzymanie finansowania zewnętrznego na daną inwestycję.

Na rynku warszawskim relacja między popytem a podażą w 2010 r. sprzyjała deweloperom. W całym roku oddano do użytku 16 nowych budynków biurowych o łącznej powierzchni 188 tys. m² (266 tys. m² w 2009 r.). Jednocześnie popyt na powierzchnię biurową był rekordowo wysoki (549 tys. m², w tym 36% renowacji). Najnowsze szacunki Jones Lang LaSalle wskazują, że podaż nowych biur w Warszawie w latach 2011-2012 będzie niższa niż w 2010 r. (146 tys. m² w 2011 r.). Jednocześnie popyt na powierzchnię biurową powinien utrzymać się na wysokim poziomie. W obliczu takich szacunków, pogorszenie warunków, na jakich najemcy obecnie pozyskują biura w Warszawie, nie może dziwić.

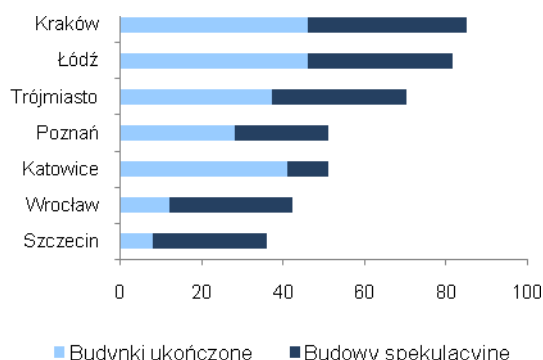
Warunki wynajmu powierzchni biurowej w Warszawie (poza centrum)

	06.2009	12.2009	06.2010	12.2010
Czynsze (EUR/m ² /miesiąc)	14-16,5	13-15,5	12-15,5	14-16,5
Parking podziemny (EUR/miejsce/miesiąc)	50-90	50-90	50-90	70-90
Parking naziemny (EUR/miejsce/miesiąc)	25-55	25-55	25-55	45-75
Opłata serwisowa (EUR/m ² /miesiąc)	3,5-5	4-5,5	4-5,5	4-5,5
Zwolnienie z czynszów (miesiące)	6-12	8-15	8-15	4-8

Źródło: Cushman & Wakefield

Spodziewamy się, że po 2012 r. dysparytet między popytem i podażą w Warszawie wyrówna się. Obecnie coraz więcej deweloperów deklaruje chęć budowy biurowców w Warszawie. Dotyczy to również spółek, które dotychczas specjalizowały się w segmencie mieszkaniowym (Polnord, Robyg, LC Corp, J.W. Construction).

W miastach regionalnych poprawa na rynku biurowym następuje wolniej niż w Stolicy, niemniej ożywienie również jest widoczne. W 2010 r. w 8 największych rynkach regionalnych powstało 216 tys. m² nowej powierzchni. Ponadto rozpoczęta została mniejsza liczba projektów niż w 2009 r., stąd w 2011 r. podaż nowej powierzchni, podobnie jak w Warszawie, powinna spaść. Sytuacja na rynkach regionalnych nie jest jednolita. W 2010 r. najwięcej powierzchni powstało w Krakowie i Katowicach (odpowiednio 54 tys. m² i 48 tys. m²). Kraków dość dobrze poradził sobie z absorpcją nowej powierzchni natomiast w Katowicach wskaźnik pustostanów (obecnie 17,3-22% w zależności od źródeł) wzrósł ok. dwukrotnie. Rynki Łodzi i Katowic są na tyle małe, że decyzja jednego dewelopera o rozpoczęciu nowego obiektu może oznaczać w praktyce konieczność wstrzymania innych projektów przynajmniej o kilka kwartałów. Obecnie zarówno w Łodzi jak i w Katowicach w budowie znajduje się ok. 12 tys. m² biur (C&W), co nie jest dużą liczbą, lecz konkurencja z gotowymi projektami, a często też z pozwoleniami na budowę jest dość duża.

Dostępność powierzchni biurowej w miastach regionalnych w Q1 2011 (tys. m²)

Źródło: CB Richard Ellis

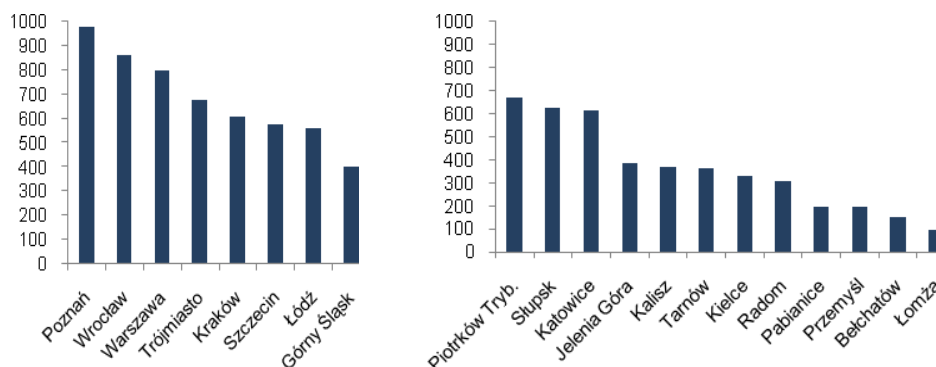
Spośród pozostałych miast regionalnych, istotne ryzyko nadpodaży powierzchni biurowej istnieje w Trójmieście. W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2010 r. rozpoczęto tam realizację siedmiu inwestycji. W Trójmieście na dużą skalę rozwijane są parki biznesowe. Jednym z największych jest Arkońska Business Park (29 900 m² GLA), Mimo, że drugi etap tej inwestycji został oddany do użytku na przełomie 2009/2010 r., ok. 50% powierzchni wciąż czeka na najemców. Do grona największych trójmiejskich parków biurowych dołączyć chcą Garnizon Business Space (docelowo 150 000 m²) Olivia Business Centre (docelowo 100 000 m²) oraz Bałtyckie Centrum Biznesu (docelowo 120 000 m²).

Wrocław może się poszczycić najniższym odsetkiem pustostanów wśród miast regionalnych (3,7%). Ponadto, jak podaje Cushman & Wakefield, Wrocław był jedynym miastem regionalnym w Polsce, w którym zaobserwowano spadek poziomu pustostanów w H2 2010. We Wrocławiu znajduje się wiele projektów biurowych z gotowym pozwoleniem na budowę (łącznie 95 tys. m²). W przypadku części z tych obiektów budowa nie została rozpoczęta ze względu na trudności z pozyskaniem finansowania. Obecnie na różnym etapie planowania/budowy są projekty realizowane przez Skanska (Green Towers), GTC (Karkonoska), a także kilku mocno związanych z Wrocławiem deweloperów (np. Vantage Development, Verity Development). Większość z tych projektów trafi na rynek dopiero w 2012 r.

Trendy na rynku powierzchni handlowej

Perspektywy rynku nieruchomości handlowych są według nas równie dobre jak perspektywy rynku biurowego. Szacowany przez Cushman & Wakefield spadek stóp kapitalizacji w 2011 r. wynosi, podobnie jak w przypadku biur, 25-50 p.p. Silny popyt wewnętrzny w Polsce zachęca zagraniczne firmy z sektora handlowego do zwiększenia skali działalności. W połowie zeszłego roku CBRE przeprowadziło ankietę na grupie 212 czołowych korporacji z sektora retail, dotyczącą ich planów wzrostu skali działalności. Polska zajęła w niej 2. miejsce (zaraz za Niemcami). Wśród ankietowanych firm 33% planuje otworzyć w 2011 r. sklepy w Polsce (w Niemczech 41%). Jako motywację do ekspansji ankietowani wskazują siłę polskiej gospodarki i niedobór wysokiej jakości powierzchni handlowej.

Nasycenie powierzchnią handlową w H1 2010 w 8 głównych aglomeracjach oraz w wybranych miastach Polski (GLA/tys. mieszkańców)



Źródło: Colliers International, Echo Investment S.A.

Same szacunki odnośnie podaży wysokiej jakości powierzchni handlowej w 2011 r. nie są jednoznaczne. Cushman & Wakefield wskazują na podaż zbliżoną do tej z 2010 r., która wyniosła 560 tys. m² GLA, natomiast szacunki CB Richard Ellis mówią o ok. 800 tys. m² w 2011 r. Szacunki odnośnie powierzchni handlowej będącej obecnie w budowie również wahają się między 850 tys. m² a 1 270 m².

Ogólnie w najbliższych latach powinniśmy zaobserwować wzrost zarówno popytu jak i podaży powierzchni handlowej w Polsce, przy czym w ciągu najbliższych dwóch lat to raczej oferujący powierzchnię handlową będą silniejszą stroną w negocjacjach. To, co jest prawidłowością w skali makro, nie koniecznie znajdzie potwierdzenie na lokalnych rynkach. Spośród miast, w których Echo Investment planuje swoje inwestycje, duże nasycenie powierzchnią handlową panuje w Koszalinie. Znajdują się tam 2 centra handlowe (Forum i Emka) o łącznej powierzchni najmu ok. 76 tys. m². W marcu br. miasto wydało pozwolenie na budowę kolejnego obiektu (centrum handlowe Na Fali) o orientacyjnej powierzchni 60 tys. m². Powstaje więc pytanie, czy Koszalin (108 tys. mieszkańców) będzie w stanie wchłonąć kolejną galerię, którą wkrótce w tym mieście planuje otworzyć Echo Investment. Podobna sytuacja ma miejsce w Słupsku, gdzie od listopada 2010 trwa rozbudowa CH Jantar.

Finansowanie zewnętrzne

Banki wciąż stawiają deweloperom dość restrykcyjne warunki do spełnienia w celu otrzymania kredytu na realizację nieruchomości komercyjnych. Standardem jest uzyskanie przez dewelopera określonego poziomu pre-let. W przypadku nieruchomości biurowych najemcy wciąż są bardzo niechętni do zawierania umów typu pre-let, co stawia wielu deweloperów w punkcie bez wyjścia. Obok przeciągających się procedur administracyjnych, problemy z uzyskaniem finansowania są główną przyczyną hamującą rozpoczęcie nowych projektów deweloperskich. W obecnej sytuacji rynkowej najwięcej mogą zyskać duzi deweloperzy, posiadający znaczne środki własne niezbędne do rozpoczęcia budowy. Sądzymy, że obecna sytuacja finansowa Echo Investment (dużo gotówki, dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej) nie stwarza ryzyka opóźnienia w projektach z przyczyn finansowych.

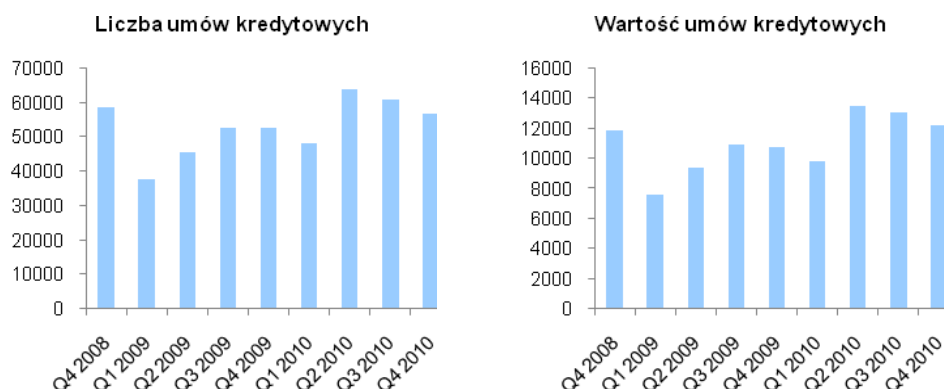
Rynek mieszkaniowy

Do czynników silnie wpływających na rynek nieruchomości mieszkaniowych należy zaliczyć:

- siłę nabywczą konsumentów i zaufanie co do jej poziomu w przyszłości;
- regulacje dotyczące udzielania kredytów hipotecznych przez banki oraz wskaźniki kredytów z utratą wartości;
- rządowe programy wspierające rynek nieruchomości „Rodzina na swoim”.

Prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego dla Polski oraz siły nabywczej Polaków sugerują pozytywny scenariusz rozwoju rynku mieszkaniowego w 2011 r. W marcowym raporcie na temat rynku mieszkaniowego w Europie Środkowo-Wschodniej REAS ocenia polski rynek najlepiej w całym regionie. Warszawa jest postrzegana jako najbardziej atrakcyjny rynek w 2011 r., a wśród polskich miast regionalnych obiecująco wyglądają Kraków, Wrocław, Gdańsk i Poznań. Tak dobra ocena jest głównie wynikiem prognoz silnego wzrostu gospodarczego w Polsce w 2011 r.

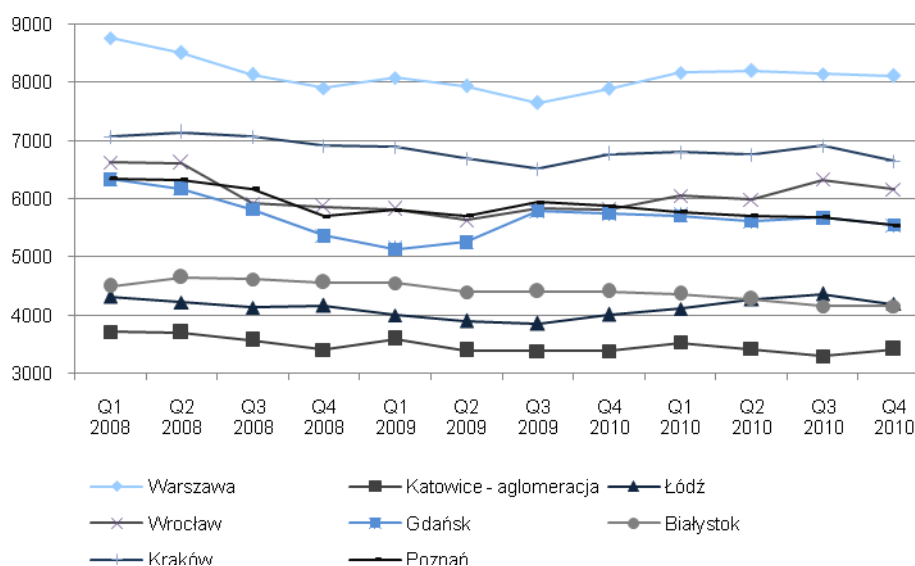
Liczba i wartość (mld PLN) nowych umów o kredyt mieszkaniowy w Polsce



Źródło: AMRON

Obecne dane z rynku kredytów hipotecznych wskazują, że całkowita wartość kredytów udzielonych w 2011 r. może być niższa niż w roku 2010. W Q4 2010 wartość umów o kredyt mieszkaniowy spadła o 6,5% Q/Q. Uchwalenie w styczniu nowej wersji Rekomendacji S, która zdecydowanie zaostrza kryteria przyznawania kredytów dodatkowo wpłynie na spowolnienie akcji kredytowej banków. Innym zagrożeniem dla rynku mieszkaniowego są spodziewane zmiany w programie „Rodzina na swoim”. W Q4 2010 ok. 25% kredytów mieszkaniowych było udzielonych z rządowym wsparciem. Zmiany zakładają obniżenie maksymalnych cen mieszkań lub kosztów budowy, na które będzie udzielany preferencyjny kredyt (zmniejszenie współczynnika limitu cenowo-kosztowego z 1,4 do 1,1). Z drugiej strony, nowelizacja ustawy zakłada wyłączenie z programu finansowania preferencyjnym kredytem transakcji zawieranych na rynku wtórnym. Dotychczas ok. 60% transakcji dotyczyło właśnie rynku wtórnego. Mamy więc dwie propozycje zmian, których efekt netto z punktu widzenia dewelopera może być korzystny lub nie. Najwięcej mogą zyskać ci deweloperzy, którzy mają w swoich zapasach najwięcej mieszkań z dolnych przedziałów cenowych. Ważnym pytaniem jest, kiedy nowelizacja wejdzie w życie? Sądymy, że perspektywa jesiennych wyborów parlamentarnych i w związku z tym niechęć rządzących do cięcia wydatków socjalnych mogą skutecznie przedłużyć istnienie programu „Rodzina na swoim” w obecnym kształcie.

Średnie ceny transakcyjne metra kwadratowego mieszkania 2008-2010



Źródło: AMRON

W Q4 2010 zaobserwowaliśmy spadek średniej ceny metra kwadratowego mieszkania w większości miast w Polsce (spadek średnio o 1,8%). Jedyną dużą aglomeracją, w której odnotowano wzrost ceny metra mieszkania była aglomeracja katowicka. W 2011 r. spodziewamy się stabilizacji średniej ceny m² mieszkania na rynku pierwotnym na obecnym poziomie. Duży popyt na średnie i małe lokale może doprowadzić do niewielkiego wzrostu ceny metra w tym segmencie rynku mieszkaniowego. Odwrotna sytuacja będzie występować w segmencie dużych mieszkań. Tu wciąż podaż mieszkań jest nieadekwatnie wysoka do zapotrzebowania, co będzie stwarzać presję na spadek cen.

Strategia Echo Investment

Plany inwestycyjne

Plany inwestycyjne spółki na najbliższe 5 lat są ambitne. W latach 2011-2016 spółka planuje zrealizować ok 900 tys. m² mieszkań, biur i powierzchni handlowej. Dla porównania, w latach 2009-2010 udało się wybudować jedynie 74 tys. m² biur. Spółka zamierza wykorzystać spodziewaną poprawę koniunktury na rynku nieruchomości i zrealizować projekty, które w okresie kryzysu zostały odłożone na półkę.

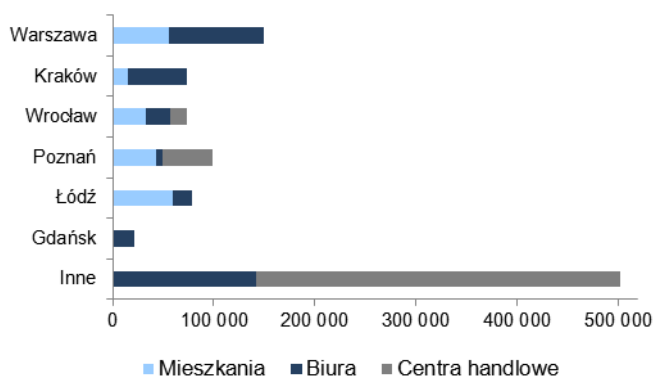
Projekty planowane do ukończenia przez spółkę - prognozy zarządu (m² PUM lub GLA)

Segmenty	do 2009	2010	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2011-2016
Mieszkania*	195 100		15 000	59 400	29 600	36 200	36 900		177 100
Biura	149 800	41 900	6 500	34 900	80 100	87 300	36 000	46 700	291 500
Hotele	81 300			7 100					7 100
Centra handlowe	295 600		45 000	89 400	103 800	178 500		11 500	428 200
Suma	721 800	41 900	66 500	190 800	213 500	302 000	72 900	58 200	903 900**

Źródło: Echo Investment S.A.; * dane nie uwzględniają działek na sprzedaż; ** nie uwzględnia projektów: Warszawa Jana Pawła II, Lublin Poligonowa, kolejnych etapów Poznań Naramowice, Kijów Dehtiarivska.

Warto zauważyć, że powyżej opisane plany inwestycyjne nie uwzględniają kilku projektów, których harmonogram lub szanse realizacji są trudne do oceny. Dotyczy to projektów biurowych w Warszawie (Jana Pawła II) i Kijowie (Dehtiarivska), centrum handlowego w Lublinie oraz kolejnych etapów inwestycji mieszkaniowych w Poznaniu.

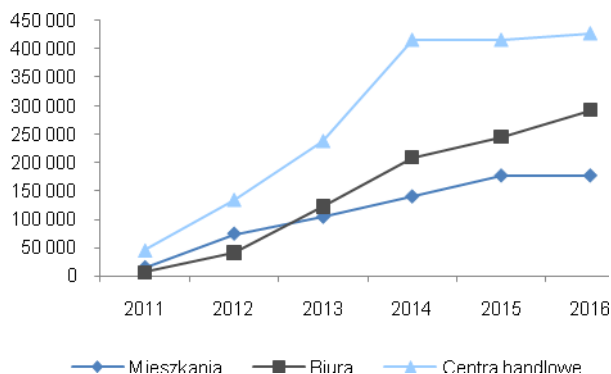
Plany inwestycyjne w zależności od rynku geograficznego (m²)



Źródło: Echo Investment S.A., dane nie uwzględniają projektów: Warszawa Jana Pawła II, Lublin Poligonowa, kolejnych etapów Poznań Naramowice.

Geograficznie spółka będzie obecna na większości kluczowych rynków w Polsce zarówno w segmencie mieszkaniowym jak i biurowym. Duży udział w segmencie biurowym ma inwestycja w Kijowie (110 tys. m²). Inwestycje w segmencie handlowym dotyczą przede wszystkim małych i średnich rynków wielkości 60-110 tys. mieszkańców (Bełchatów, Łomża, Kalisz, Słupsk, Koszalin). Warto zwrócić uwagę na inwestycje spółki w Warszawie, która jest obecnie najatrakcyjniejszym rynkiem w Polsce pod kątem inwestycji biurowych i mieszkaniowych. Warszawa jest najważniejszym rynkiem z punktu widzenia Echo Investment. Obecny bank ziemi umożliwia spółce budowę w Warszawie 150 tys. m² biur i mieszkań. Większość działek pod warszawskie inwestycje zostało nabytych w 2010 r. i obecnie spółka czeka na ustanowienie miejscowego planu zagospodarowania przestrzennego i warunków zabudowy. Ze względu na wczesny etap procedur administracyjnych, zakładamy, że większość inwestycji w Warszawie zostanie ukończonych po 2013 r.

Plany inwestycyjne na obecnym banku ziemi w latach 2011-2016 (m²)



Źródło: Echo Investment S.A.

Centra handlowe

Największy udział w planach inwestycyjnych Echo Investment zajmują obiekty handlowe. Do końca 2014 r. spółka chciałaby skomercjalizować 417 tys. m² centrów handlowych. Oznacza to, że spośród 12 projektów inwestycyjnych, przynajmniej połowa musiałaby być rozpoczęta jeszcze w 2011 r.

Grunty nabyte w 2010 i 2011 r.

W 2010 r. spółka wydała na grunty 158 mln PLN. Ponadto zawarła umowę przedwstępną na nabycie działki przy ul. Jana Pawła II w Warszawie, na której obecnie znajduje się Hotel Mercure (orientacyjna cena nabycia – 31 mln EUR). Na powyższej działce Echo Investment planuje budowę wysokościowca biurowego o powierzchni najmu ok. 53 tys. m². Ewentualne podpisanie umowy przyrzeczonej nastąpi nie później niż 31 grudnia 2012 i jest uzależnione od postępu procedur administracyjnych oraz wyniku „due diligence” przeprowadzonego na nieruchomości.

22 marca br. spółka nabyła za łączną kwotę 59,5 mln PLN działki w Krakowie i Szczecinie, na których obecnie znajdują się hotele Grupy Orbis. Grunty z usadowionymi na nich hotelami mają zostać przekazane spółce dopiero w lipcu 2011. W Szczecinie plany przewidują rozbudowę istniejącego CH Galaxy, z kolei w Krakowie mają powstać budynki o funkcji mieszanej. Spółka jeszcze nie podaje parametrów przyszłych inwestycji. Sądzymy, że rozbudowa galerii w Szczecinie jest stosunkowo bezpiecznym przedsięwzięciem (nawet biorąc pod uwagę konieczność rozbioru istniejącego tam hotelu). Dużo bardziej skomplikowana jest kwestia gruntów w Krakowie. Stojący na działce hotel został zaraz po transakcji wpisany do wojewódzkiej ewidencji zabytków. Nie sądzimy, by spółka miała możliwość wycofania się z zawartej transakcji. Wpis do ewidencji zabytków uniemożliwi spółce wyburzenie Hotelu Cracovia. Według nas najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest zaadaptowanie/przebudowa istniejącego obiektu pod przyszłą inwestycję.

Zakupy gruntów w 2010 r.

Lokalizacja	Powierzchnia (m ²)	Cena nabycia (mln PLN)	Typ projektu	GLA/PUM (m ²)	Cena za 1 m ² GLA/PUM
Warszawa, Beethovena	34 300	70,0	biura	60 000	1 167
Warszawa, Konstruktorska	73 600	63,0	biura	33 800	810
Katowice, Kościuszki	54 000	19,0	mieszkania	44 000	387
Wrocław, Swobodna	10 400	5,6	CHR	49 100	230
Suma	172 300	157,6		211 300	
Warszawa, Jana Pawła II *	3 200	121,0	biura	53 000	2 283

Źródło: Echo Investment, * umowa przedwstępna, cena nabycia 31 mln EUR

Zakupami na warszawskim Mokotowie oraz we Wrocławiu spółka uzupełniła swój bank ziemi o dwa najbardziej atrakcyjne obecnie rynki biurowe w Polsce. Ukończenia pierwszych etapów z tych inwestycji należy spodziewać się najszybciej na przełomie 2012 i 2013 r, natomiast kolejne etapy będą realizowane aż do 2016 r.

Centrum handlowe w Lublinie

W 2000 r. Echo investment kupiło za 12,2 mln PLN 113,5 ha gruntów na Górkach Czechowskich w Lublinie. Od wielu lat spółka negocjuje z władzami Lublina kwestię budowy centrum handlowego na tym obszarze. Z doniesień prasowych z marca br. wynika, że spółce udało się dojść z miastem do porozumienia w tej sprawie. Uzgodniono, że Echo Investment wybuduje obiekt usługowo-handlowy oraz przeznaczy 60 mln PLN na przebudowę układu komunikacyjnego. Z kolei miasto odkupi od spółki ponad 70 ha terenów zielonych pod przestrzeń rekreacyjną. Do inwestycji dojdzie najwcześniej po uchwaleniu przez radę miasta nowego planu zagospodarowania przestrzennego, co powinno zająć ok. 14 miesięcy, dlatego nie uwzględniamy tej inwestycji w naszej wycenie.

Sprzedaż aktywów

Konserwatywna wycena nieruchomości inwestycyjnych w bilansie?

W H2 2010 Echo Investment sprzedało dwa obiekty biurowe: Athina Park w Warszawie (Żoliborz) oraz Avatar w Krakowie. Zysk na sprzedaży tych aktywów (wykazany w sprawozdaniach za Q3 2010 oraz Q4 2010) wyniósł odpowiednio 37,9 mln PLN oraz 15,0 mln PLN. Szacowany yield na tych transakcjach wyniósł 7,25%. Przy powyższych stopach kapitalizacji, zysk rozpoznany na sprzedaży jest na tyle duży, by sądzić, że spółka wycenia swoje nieruchomości w księgach dość konserwatywnie. Z uwagi na duże plany inwestycyjne spółka najprawdopodobniej będzie starała się sprzedać inne nieruchomości inwestycyjne (informacja o planach sprzedaży Parku Postępu i Galerii Echo w Pabianicach znalazła się w prasie w marcu br.). Coraz lepszy klimat na rynku inwestycyjnym (wzrost zainteresowania polskim rynkiem ze strony zagranicznych inwestorów) daje szansę na realizację takiej taktyki, co w konsekwencji może oznaczać kolejne zyski ze sprzedaży. Niepewność co do wysokości potencjalnych zysków sprawia, że nie są one uwzględnione w naszej wycenie.

Możliwe scenariusze odnośnie sprzedaży nieruchomości inwestycyjnych

W najbliższych kwartałach najbardziej prawdopodobna jest sprzedaż warszawskiego Parku Postępu, który został ukończony w H2 2010. Jest on już w całości wynajęty, a umowy najmu dopiero się rozpoczynają, co jest pożądane ze strony inwestorów. Sądzymy, że spółka zdecyduje się w przyszłości na sprzedaż innych nieruchomości biurowych. Sądzymy, że pomimo zmniejszenia przychodów z czynszów, wpływ sprzedaży nieruchomości na wycenę Echo Investment byłby pozytywny.

W przypadku obiektów handlowych, plany spółki zakładają sprzedaż Galerii w Pabianicach. Chociaż nie jest to nowoczesny obiekt, to posiada on najlepszą lokalizację (centrum miasta) spośród wszystkich Galerii Echo wybudowanych w miastach średniej wielkości. Szansa, że nabywca szybko się znajdzie jest zatem duża. Inne Galerie Echo są gorzej zlokalizowane i nie upatrywalibyśmy wśród nich kandydatów do sprzedaży w najbliższej perspektywie.

Strategia podatkowa

W czerwcu i październiku 2010 r. oraz w styczniu 2011 r. jedna ze spółek zależnych Echo Investment (Barconsel Holdings) dokonała zapisu na certyfikaty inwestycyjne emitowane przez FORUM XXIX Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Barconsel opłaciła certyfikaty poprzez wniesienie wkładu niepieniężnego w postaci spółek, w stosunku do których jest jednostką dominującą. Sądzymy, że powyżej opisane działania mają na celu zmniejszenie wysokości płaconych przez spółkę podatków (podatek jest płacony przy rozwiązaniu FIZ). Efekt podatkowy przeniesienia spółek do FIZ był już widoczny w ostatnich dwóch kwartałach 2010. Sądzymy, że w przyszłości spółka będzie kontynuować taktykę przenoszenia nieruchomości do FIZ. Konserwatywnie, w naszej wycenie nie uwzględniamy korzyści podatkowych, które Echo Investment może w ten sposób osiągnąć.

Wycena aktywów Echo Investment

Ukończone aktywa komercyjne

Wartość nieruchomości

Spółka nie podaje do publicznej wiadomości wartości godziwej poszczególnych nieruchomości w portfelu. Podaje natomiast łączną wartość ukończonych nieruchomości (centrów handlowych i biurowców łącznie), która na koniec 2010 r. wyniosła 2 807 mln PLN (709 mln EUR wg średniego kursu EUR/PLN z 31 grudnia 2010). Stopy kapitalizacji portfela nieruchomości Echo Investment oszacowane na podstawie powyższych danych wydają się dość konserwatywne, co potwierdza wcześniej przedstawioną teorię, że spółka dość zachowawczo podchodzi do wyceny gotowych nieruchomości.

Nieruchomości handlowe – ukończone

Centra handlowe	Miasto	GLA (m2)	Czynsze (EUR/m2)				Yield				Wycena (mln EUR)			
			10*	11P	12P	13P	10*	11P	12P	13P	10*	11P	12P	13P
Galeria Echo	Bełchatów	9 300	9,0	9,2	9,4	9,5	10,5%	10,5%	10,3%	10,1%	9,5	9,7	10,1	10,5
Galeria Echo	J. Góra	19 000	10,1	10,3	10,5	10,7	10,5%	10,5%	10,3%	10,1%	21,9	22,4	23,3	24,3
Galeria Echo	Pabianice	13 500	11,7	-	-	-	10,5%	-	-	-	18,1	-	-	-
Galeria Echo	Piotrków	17 400	10,1	10,3	10,5	10,7	11,5%	11,5%	11,3%	11,1%	18,3	18,7	19,4	20,2
Galeria Echo	Przemyśl	4 900	10,2	10,4	10,7	10,9	11,5%	11,5%	11,3%	11,1%	5,2	5,3	5,5	5,8
Galeria Echo	Radom	19 500	10,3	10,5	10,7	10,9	10,5%	10,5%	10,3%	10,1%	22,9	23,4	24,3	25,3
Galeria Echo	Tarnów	20 200	10,3	10,5	10,8	11,0	11,0%	11,0%	10,8%	10,6%	22,7	23,2	24,2	25,1
Alma	Warszawa	1 500	11,1	11,4	11,6	11,8	9,5%	9,3%	9,1%	8,9%	2,1	2,2	2,3	2,4
Galeria Echo	Kielce	26 000	12,5	12,8	13,1	13,3	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	52,0	54,6	57,4	59,4
Galaxy	Szczecin	41 700	23,2	23,7	24,2	24,7	7,4%	7,2%	7,1%	7,0%	156,8	164,7	170,6	176,5
Pasaż Grunwaldzki	Wrocław	48 700	22,8	23,3	23,8	24,2	7,3%	7,1%	7,0%	6,9%	182,2	191,4	198,5	205,4
Suma		221 700									511,6	515,6	535,7	554,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., * szacunki DI BRE Banku S.A.

Wartość poszczególnych grup nieruchomości w bilansie Echo Investment szacujemy na 512 mln EUR – centra handlowe i handlowo-rozrywkowe oraz 197 mln EUR – biura. Obecnie, poza oddanymi w H2 2010 biurowcami w Warszawie i Szczecinie, wszystkie nieruchomości inwestycyjne Echo Investment są wynajęte w 100% i przynoszą stabilny dochód z czynszów. Szacujemy, że do końca 2013 r. wartość portfela obecnie ukończonych nieruchomości wzrośnie o 12,3% (wyłączając Galerię Echo Pabianice oraz Park Postępu, w stosunku do których zakładamy sprzedaż).

Nieruchomości biurowe – ukończone

Biura	Miasto	GLA (m2)	Czynsze (EUR/m2)				Yield				Wycena (mln EUR)			
			10*	11P	12P	13P	10*	11P	12P	13P	10*	11P	12P	13P
Babka Tower	Warszawa	6 200	13,4	13,7	14,0	14,3	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	13,3	13,8	14,3	14,8
Postępu 3	Warszawa	10 200	13,1	13,4	13,7	13,9	7,4%	7,3%	7,2%	7,1%	21,6	22,4	23,2	24,0
Park Postępu	Warszawa	33 800	15,8	16,1	-	-	7,4%	7,3%	-	-	86,5	89,6	-	-
Malta I	Poznań	6 700	13,7	14,0	14,3	14,6	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	13,9	14,4	14,9	15,4
Malta II	Poznań	15 190	14,8	15,1	15,5	15,8	7,9%	7,8%	7,7%	7,6%	33,7	35,4	36,6	37,8
Oxygen	Szczecin	14 100	15,4	15,7	16,0	16,4	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	28,5	30,2	31,2	32,2
Suma		86 190									197,5	205,8	120,3	124,3

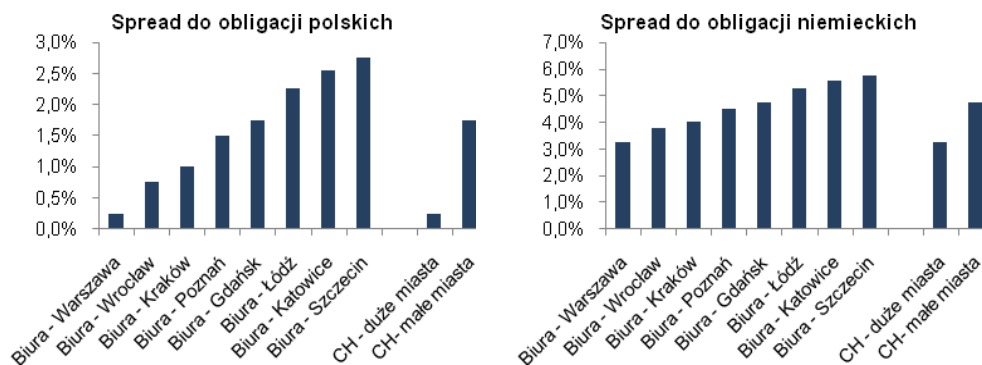
Źródło: DI BRE Banku S.A., * szacunki DI BRE Banku S.A.

Założenia dotyczące czynszów i stóp kapitalizacji

12,3% przyrost wartości portfela jest spowodowany z jednej strony założeniem o wzroście stawek czynszów w tempie 2% rocznie (szacowana inflacja w strefie Euro), z drugiej strony założeniem o kompresji stóp kapitalizacji. W przypadku obiektów handlowych założyliśmy spadek yieldów w ciągu najbliższych 3 lat o średnio 0,4-0,5 p.p., natomiast w przypadku budynków biurowych o 0,3 p.p. Taki scenariusz uzasadniamy zawężaniem się spreadu między rynkowymi stopami kapitalizacji nieruchomości komercyjnych a rentownością 10-letnich obligacji skarbowych w miarę wzrostu zaufania do rynku nieruchomości. Obecny poziom spreadów pozwala naszym zdaniem na kompresję yieldów, choć w przypadku najlepszych obiektów handlowych i biurowych w Warszawie wynoszą one zaledwie 0,3%. Zagrożeniem dla scenariusza spadku yieldów jest nieoczekiwany wzrost inflacji w Polsce i silne zacieśnienie polityki monetarnej przez RPP. Obecny konsensus Bloomberg wskazuje na stabilizację rentowności polskich 10-latek na poziomie 6,25-6,30% w perspektywie najbliższego roku przy stopie referencyjnej NBP na koniec 2011 r. równej 4,50%.

Można zadać sobie pytanie, czy rentowność polskich obligacji rzeczywiście jest najlepszym benchmarkiem do oceny rentowności polskich nieruchomości inwestycyjnych? Ponad 90% popytu inwestycyjnego na nieruchomości komercyjne w Polsce zapewniają zagraniczne instytucje specjalizujące się w zakupach nieruchomości w Europie i na świecie. Na kluczowych zachodnich rynkach (Londyn, Paryż) spadek stóp kapitalizacji był większy niż w Polsce, a to oznacza, że w stosunku do nieruchomości na zachodzie Europy, Polski rynek nieruchomości może oferować atrakcyjną premię za ryzyko. To, że rentowność obligacji krajowych nie zawsze ma decydujące znaczenie, pokazuje przykład biurowca City Gate w Bukareszcie (GTC), którego szacunkowy yield jest o 0,3% niższy niż rentowność rumuńskich obligacji 10-letnich. W przypadku City Gate ważniejsze od rentowności obligacji okazały się: atrakcyjność samego obiektu i jego lokalizacji, dobry tenant-mix oraz wieloletnie umowy najmu. Jeszcze inaczej podchodząc do tematu, można uznać, że dla nieruchomości komercyjnych w Polsce odpowiednim benchmarkiem jest rentowność obligacji strefy Euro. Argumentem za tym jest fakt, że czynsze w obiektach komercyjnych płacone są w EUR, a finansowanie zewnętrzne nieruchomości w portfelu też zwykle opiera się na kredytach w EUR. W stosunku do rentowności 10-letnich obligacji niemieckich premia za ryzyko inwestowania w polskie nieruchomości komercyjne waha się między 3,3 a 5,8%.

Spread między stopami kapitalizacji nieruchomości w głównych miastach Polski a rentownością 10-letnich obligacji rządowych (%)



Źródło: DI BRE Banku S.A., Bloomberg, Cushman & Wakefield

Przy obecnym portfelu nieruchomości (wyluczając Park Postępu i Galerię Echo Pabianice), spadek yieldu o 0,1% powoduje wzrost wartości portfela o ok. 7,6 mln EUR. Wrażliwość wyniku finansowego na wahania stóp kapitalizacji będzie rosła w miarę zwiększania przez spółkę portfela ukończonych nieruchomości.

Planowane nieruchomości komercyjne

Zakładamy, że do końca 2013 r. Echo Investment zrealizuje łącznie we wszystkich segmentach działalności 338 tys. m² inwestycji. Jest to o 28% niższa wartość, niż w swoich planach prezentuje spółka. Podstawowymi przyczynami nieuwzględnienia przez nas wszystkich projektów są kwestie administracyjne (tempo wydawania pozwoleń) i rynkowe (mały popyt na powierzchnię biurową i mieszkania, duże nasycenie wybranych rynków powierzchnią handlową). Uważamy, że ryzyko opóźnień jest realne w przypadku CH w Słupsku i Koszalinie, biur w Łodzi, Katowicach i Warszawie oraz mieszkań w Łodzi, Krakowie (Bronowicka), Warszawie (Puławska i Konstruktorska), Poznaniu (Wojskowa II).

Projekty założone do realizacji przy wycenie akcji Echo Investment

Segmenty	2011P	2012P	2013P	Suma
Mieszkania	15 000	40 075	18 467	73 542
Biura	6 530	12 200	57 900	76 630
Hotele		7 100		7 100
Centra handlowe	45 000	35 400	100 800	181 200
Suma	66 530	94 775	177 167	338 472

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Centra handlowe

Uważamy, że dobre perspektywy segmentu komercyjnego umożliwią spółce realizację większości inwestycji zaplanowanych na lata 2011-2013. W wycenie nie uwzględniamy projektów w Słupsku i Koszalinie, gdzie z uwagi na duże nasycenie obu rynków oraz znaczną ilość nowej powierzchni handlowej planowanej do uruchomienia w niedalekiej przyszłości w tych miastach, ryzyko niepowodzenia jest istotne.

Jedyną budową, która obecnie trwa w segmencie centrów handlowych jest rozbudowa Galerii Echo w Kielcach. Większość robót została już wykonana, a koniec prac jest przewidziany na sierpień br. Komercjalizacja obiektu również jest na ukończeniu. W naszej wycenie zakładamy przychody z wynajmu powierzchni komercyjnej począwszy od Q4 2011 r. Dużą niewiadomą jest kwestia zysku na wycenie tej inwestycji. Uważamy, że marża na rozbudowie Kieleckiej Galerii może wynieść ok. 30%, co przy dużej skali projektu dałoby prawie 200 mln PLN zysku. Część marży deweloperskiej została rozpoznana już w poprzednich okresach sprawozdawczych. Ostrożnie szacujemy, że do momentu przekazania obiektu do użytkowania spółka rozpozna jeszcze ok. 30 mln PLN marży.

Obiekty handlowe do realizacji w latach 2011-2013 (mln PLN)

Projekt	Miasto	Start	Koniec	GLA (m2)	CAPEX	Wartość	Zysk	Marża
Galeria Echo II	Kielce	H1 2009	Q3 2011	45 000	464,1	658,7	194,6	30%
Galeria Olimpia	Bełchatów	Q2 2011	Q3 2012	21 100	129,9	152,4	22,5	15%
Outlet Park I	Szczecin	Q2 2011	Q4 2012	14 300	85,0	108,6	23,6	22%
CHR Veneda	Łomża	H2 2011	H1 2013	15 400	106,0	133,2	27,2	20%
Pasaż Grunw. II	Wrocław	H2 2011	Q1 2013	16 600	153,3	220,1	66,9	30%
Galeria Amber	Kalisz	H1 2012	H2 2013	33 100	235,1	318,8	83,7	26%
Mundo I	Budapeszt	Q4 2011	H2 2013	35 700	361,0	469,4	108,4	23%
Suma				181 200	1 534,4	2 061,2	526,8	26%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

W naszej wycenie zakładamy ukończenie dwóch inwestycji handlowych w 2012 r. – Galerii Olimpia w Bełchatowie i Outlet Parku w Szczecinie. Oprócz Echo Investment plan budowy w Szczecinie outletu posiada Neinver (właściciel sieci outletowej „Factory”). Plany konkurencji zakładają budowę jednopiętrowego obiektu na 120 sklepów i 18 tys. m² GLA. Neinver zamierza otworzyć Factory Szczecin dopiero w H2 2013, podczas gdy budowa Outlet Park Echo Investment ma się zakończyć jeszcze w 2012 r. W przypadku opóźnień realizacji, cała inwestycja może stać pod znakiem zapytania. Factory jest uznaną marką na rynku centrów outletowych w Polsce i w przypadku gdyby perspektywa otwarcia Outlet Parku Echo oddalała się, Factory jest w stanie przejąć klientów Echo.

Jesteśmy optymistycznie nastawieni odnośnie inwestycji w Kaliszu. Galeria Amber będzie pierwszym nowoczesnym centrum handlowo-rozrywkowym w tym mieście. Obecnie w Kaliszu istnieje jedynie centrum handlowe pierwszej generacji o powierzchni 32 tys. m² GLA. Dużym atutem tej inwestycji jest lokalizacja blisko dworca PKP i PKS oraz przy trasie wylotowej do oddalonego o ok. 20 km Ostrowa Wlkp. – miasto silnie powiązane gospodarczo z Kaliszem. Pewne obawy może rodzić skala inwestycji (33 tys. m²), powodująca wzrost wskaźnika nasycenia powierzchnią handlową o ponad 300 m²/1000 mieszkańców, jednak obecnie względnie niskie nasycenie powierzchnią handlową w tym mieście nie stwarza ryzyka nadpodaży w przyszłości. W lutym została wydana pozytywna decyzja środowiskowa dotycząca budowy Galerii Amber. Spółka liczy, że w Q3 2011 uda jej się uzyskać PnB. Uważamy, że bezpieczną datą rozpoczęcia budowy tej inwestycji jest wiosna 2012.

Decyzja środowiskowa została także wydana w sprawie budowy Galerii Veneda w Łomży. Od stycznia 2011 trwa postępowanie w sprawie wydania PnB. W 63 tys. Łomży brakuje obecnie obiektu handlowo-rozrywkowego, a poziom nasycenia nowoczesną powierzchnią handlową jest bardzo niski. W innej lokalizacji Łomży ma powstać konkurencyjny obiekt na ok. 46 tys. m² (Galeria Narew). Chociaż PnB tego obiektu wydano już pod koniec grudnia 2009 inwestorowi do dziś nie udało się ruszyć z budową, co więcej inwestycja spotyka się z protestami mieszkańców (decyzja o PnB została zaskarżona do sądu). Sądzymy, że ryzyko nieotrzymania przez Echo Investment PnB w Q1 2011 jest duże. H2 2011 wydaje się być bardziej realnym terminem. W związku z tym w naszej wycenie przesuwamy spodziewany termin ukończenia Galerii Veneda na 2013 r.

Ostatnimi obiektami, których realizację zakładamy w 2013 r. są rozbudowa Pasażu Grunwaldzkiego we Wrocławiu oraz Centrum Handlowe Mundo w Budapeszcie. Wśród największych polskich aglomeracji Wrocław ma zaraz za Poznaniem najwyższe wskaźniki nasycenia powierzchnią handlową. Równolegle do rozbudowy Pasażu Grunwaldzkiego w mieście trwają prace nad innymi obiektami handlowymi. Rozbudowa rozpoznawalnego centrum handlowego wiąże się z mniejszym ryzykiem niż budowa obiektu w nowej lokalizacji, co pokazała prawie zakończona komercjalizacja CH Echo w Kielcach. Tak więc, jeśli tylko spółka zdobędzie do końca roku wszystkie pozwolenia, rozbudowa centrum o 16 600 m² nie powinna stanowić problemu.

Również w przypadku projektu węgierskiego najwięcej w tym momencie zależy od czynników będących poza zasięgiem spółki. Spółka rozpoczęła procedury mające na celu uzyskanie PnB jeszcze w 2011 r. Duże zaangażowanie lokalnych władz w projekt Echo Investment zwiększa szanse na realizację tej inwestycji bez opóźnień. W kolejnym etapie projektu Mundo ma się znaleźć nowa siedziba urzędu dzielnicy Zuglo.

Biura

W segmencie biurowym przewidujemy realizację 5 obiektów o łącznej powierzchni 76 630 m² GLA. Zdecydowaliśmy się nie brać pod uwagę inwestycji w Łodzi i Katowicach z uwagi na duży udział pustostanów na tych rynkach przy jednoczesnym ryzyku rozpoczęcia inwestycji przez innych deweloperów.

Obiekty biurowe do realizacji w latach 2011-2013 (mln PLN)

Projekt	Miasto	Start	Koniec	GLA (m ²)	CAPEX	Wartość	Zysk	Marża
Malta III	Poznań	10.2010	12.2011	6 530	37,8	56,5	18,7	33%
Aquarius I	Wrocław	H1 2011	H2 2012	12 200	73,5	114,7	41,1	36%
Opolska I	Kraków	H2 2011	H1 2013	19 200	129,1	193,9	64,7	33%
Konstruktorska I	Warszawa	H1 2012	H2 2013	16 900	115,2	172,9	57,7	33%
Tryton	Gdańsk	H2 2011	H2 2013	21 800	137,5	215,7	78,2	36%
Suma				76 630	493,2	753,6	260,4	35%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Tylko jeden obiekt biurowy zostanie oddany do użytku w 2011 r. - ostatni etap Malta Office Park w Poznaniu. Obecny poziom komercjalizacji w tym obiekcie wynosi ok. 40%. W 2012 r. zakładamy przekazanie najemcom I etapu kompleksu Aquarius we Wrocławiu. Największym problemem spółki z punktu widzenia sprawnej realizacji inwestycji jest brak prawomocnych pozwoleń na budowę. Wszystkie wymienione w tabeli projekty czekają na decyzje odnośnie WZ lub PnB. Teoretycznie Echo Investment jest w stanie zakończyć jeszcze w 2012 r. roku I etap parku biurowego w Krakowie, lecz jest to uzależnione od sprawności organów administracji. Sama spółka ma ambicje, by zrealizować do końca 2013 r. ponad 120 tys. m² biur. Sądzymy, że jest to nierealne właśnie ze względu na zatory administracyjne. Nasza wycena planu inwestycyjnego w segmencie biurowym zakłada uzyskanie w 2011 r. trzech pozwoleń na budowę oraz jeszcze w tym samym roku rozpoczęcie prac budowlanych.

Nieruchomości mieszkaniowe

W wycenie akcji Echo Investment założyliśmy realizację do końca 2013 r. 10 etapów mieszkań i 5 etapów działek budowlanych. W przypadku 5 projektów mieszkaniowych (Klimt House, Kasztanowa Aleja I, Dom Pod Słowikiem, Przy Słowiańskim Wzgórzu, Pod Klonami I) prace rozpoczęły się lub zostały wznowione w 2010 r., a obecna sprzedaż w zależności od projektu wynosi od 8% do 34%. W przypadku działek budowlanych, dwie inwestycje ruszyły w Q4 2010. W projekcie Osiedle Południowe I k. Kielc sprzedano ok. 25% działek, natomiast sprzedaż w projekcie Rezydencje Leśne dopiero się rozpoczyna. Oprócz projektów wymienionych w tabeli poniżej, spółka dysponuje około 10% ostatnich mieszkań i działek z inwestycji Naramowice – Rynek oraz Bilcza II. Zakładamy, że ich sprzedaż nastąpi do końca pierwszego półrocza br.

Projekty mieszkaniowe do zrealizowania w latach 2011-2013

Projekt	Miasto	Start	Koniec	PUM/ pow.	Lokale/ działki	CAPEX/m2 (PLN)	Wartość/m2 (PLN)	Zysk (mln PLN)	Marża (%)
Mieszkania									
Klimt House	Warszawa	H1 2008	H1 2011	5 100	61	8 655	11 961	16,9	28%
Kasztanowa Aleja I	Poznań	03.2010	10.2011	8 600	141	5 116	7 174	17,7	29%
Kirkor *	Warszawa	-	H1 2011	1 300	26	3 000	10 077	9,2	70%
Dom Pod Słowikiem	Kraków	09.2010	Q2 2012	5 200	85	4 804	7 365	13,3	35%
Przy Słowiańskim Wzgórzu	Wrocław	H1 2010	04.2012	14 200	208	4 661	6 908	31,9	33%
Pod Klonami I	Poznań	05.2010	H1 2012	9 300	145	4 153	5 495	12,5	24%
Okopowa I	Łódź	H1 2011	Q4 2012	11 375	183	4 219	5 086	9,9	17%
Pod Klonami II	Poznań	H2 2011	H1 2013	4 500	35	3 551	4 733	5,3	25%
Tyniecka/Czarodziejska	Kraków	H2 2011	H1 2013	4 600	51	10 835	13 043	10,2	17%
Korzeniowskiego	Kraków	H2 2011	H1 2013	3 100	40	5 716	7 419	5,3	23%
Grota Roweckiego I	Wrocław	H1 2012	H2 2013	6 267	99	5 086	6 335	7,8	20%
Suma				73 542	1 074			139,9	
Działki budowlane									
Rezydencje Leśne	Warszawa	Q4 2010	Q4 2011	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	Q4 2011	Q4 2012	49 700	56	129	159	1,5	19%
Osiedle Południowe III	Dyminy	Q4 2012	Q4 2013	49 700	57	131	159	1,4	17%
Sołacz	Poznań	Q1 2012	Q2 2013	13 700	13	501	803	4,1	38%
Suma				226 700	227			21,7	

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * Obiekt zrealizowany w 2003 r., spółka chce zmienić umowę o użytkowanie wieczyste i sprzedać lokale do końca 2011 r.

Plany Echo Investment zakładają ukończenie do końca 2013 r. 104 tys. m² mieszkań. Na potrzeby wyceny przesunęliśmy część projektów na kolejne okresy oraz w ogóle zrezygnowaliśmy z uwzględniania w wycenie większości etapów inwestycji w Łodzi oraz krakowskiego projektu przy ul. Bronowickiej. Generalnie przyjęliśmy, że w rozpoczętych projektach ok. 30-40% lokali zostanie sprzedanych do momentu zakończenia inwestycji, natomiast pozostała część w przeciągu roku od przekazania obiektu do użytkowania.

Większość zaplanowanych na najbliższe trzy lata obiektów, to mieszkania o średnim standardzie mieszczące się w przedziale 5,5-7,5 tys. PLN/m². Do tego dochodzą dwie luksusowe inwestycje. Jedna na warszawskim Mokotowie (Klimt House), druga przy ul. Czarodziejskiej w Krakowie.

W segmencie hoteli Echo Investment prowadzi obecnie jeden projekt w Łodzi. Zakończenie realizacji hotelu Novotel szacujemy na H1 2013. Prognozowany zysk z tej inwestycji to 7,3 mln PLN przy marży 16%.

Wycena akcji Echo Investment

Akcje Echo Investment wyceniliśmy dwoma metodami – metodą wartości aktywów netto oraz metodą porównawczą. Metodzie NAV przypisaliśmy wagę 80% z uwagi na to, że lepiej odzwierciedla specyfikę posiadanych nieruchomości oraz plany inwestycyjne przedsiębiorstwa. Cena docelowa akcji Echo Investment wyniosła 6,17 PLN. Oznacza to, że potencjał wzrostu notowań spółki wynosi około 24,9%. W związku z tym rekomendujemy kupowanie walorów dewelopera.

Wycena akcji

(PLN)	Wycena
Metoda wartości aktywów	5,94
Metoda porównawcza	4,71
Wycena 1 akcji Echo Investment	5,69
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,5%
Cena docelowa 1 akcji	6,17

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą NAV

W tej metodzie za cenę akcji przyjęliśmy zdyskontowaną wartość prognozowanych kapitałów własnych w 2013 r. Wszystkie projekty spółki, które znajdują się na etapie budowy lub pozyskiwania pozwoleń na budowę mają być zakończone właśnie w perspektywie najbliższych trzech lat. Ryzyko związane z terminem i powodzeniem realizacji projektów po 2014 r. jest według nas zbyt duże, by dziś uwzględniać je w wycenie.

Do kluczowych czynników mających wpływ na wycenę spółki metodą NAV należy zaliczyć założenia odnośnie: terminów oddania poszczególnych projektów do użytkowania, tempa wzrostu poziomu czynszów, kompresji stóp kapitalizacji nieruchomości inwestycyjnych, kosztów budowy nieruchomości, cen i terminów sprzedaży wybudowanych mieszkań, kursu walutowego.

Założenia poczynione w prognozach

- Wzrost portfela powierzchni biurowej o 76,6 tys. m² oraz powierzchni handlowej o 181,2 tys. m² w latach 2010-2013;
- Wzrost czynszów w tempie około 2% rocznie;
- Średnia marża na obiektach biurowych równa 34,6%, a na obiektach handlowych 25,6%;
- Sprzedaż Galerii Echo Pabianice w 2011 r. oraz Parku Postępu w 2012 r. (konserwatywnie nie zakładamy zysków ze sprzedaży);
- Spadek stóp kapitalizacji w portfelu obecnie ukończonych nieruchomości o 0,3-0,5 p.p. (w zależności od obiektu) do 2013 r.;
- Oddanie do użytkowania 73,5 tys. m² mieszkań i 226,7 tys. m² działek budowlanych;
- Średnia marża na sprzedaży mieszkań równa 26,6%;
- Kurs EUR/PLN na koniec kolejnych lat równy kursowi na koniec 2010 r. (EUR/PLN = 3,96).

Wycena metodą zdyskontowanych aktywów netto

(mln PLN)	2010	2011P	2012P	2013P
Kapitały własne	1 874,6	2 071,0	2 481,9	3 121,2
Stopa dyskontowa	8,7%	8,8%	8,4%	8,3%
Współczynnik dyskonta	100,0%	93,8%	86,5%	79,9%
Zdyskontowane kapitały własne	1 874,6	1 942,5	2 147,0	2 493,3
Liczba akcji	420,0	420,0	420,0	420,0
Kapitały własne na akcję (PLN)	4,46	4,62	5,11	5,94
WACC	8,7%	8,8%	8,4%	8,3%
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	47,4%	46,0%	53,3%	55,9%
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%
Premia za ryzyko kredytowe	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji metodą porównawczą

Do wyceny porównawczej wybraliśmy polskie i zagraniczne spółki działające w segmencie nieruchomości komercyjnych i zastosowaliśmy wskaźnik P/BV. W latach 2010-2012 Echo Investment jest wyceniane z premią zarówno do grupy polskiej, jak i zagranicznej. W 2013 r. znika premia w stosunku do polskich spółek oraz pojawia się dyskonto do spółek zagranicznych. Jedną z przyczyn wyższego wskaźnika P/BV w porównaniu do zagranicznych spółek może być zdecydowanie lepszy klimat do spadku yieldów w rejonie CEE oraz większy potencjał wzrostu działalności deweloperskiej na tym rynku.

Przy konstruowaniu mnożnika założyliśmy jednakowe wagi dla grupy spółek zagranicznych i polskich oraz przypisaliśmy 30% wagi wskaźnikom z lat 2011-2013, które według nas lepiej niż wskaźnik z 2010 r. uwzględniają plany rozwojowe zarówno Echo Investment, jak i porównywanych spółek. 9-cio miesięczna cena docelowa przy zastosowaniu metody porównawczej to 5,11 PLN/akcję.

Wycena akcji metodą porównawczą

	P/BV 2010	P/BV 2011P	P/BV 2012P	P/BV 2013P
GTC	1,18	1,02	0,89	0,77
BBI Development	0,96	0,91	0,81	0,63
Mediana	1,07	0,97	0,85	0,70
Waga	50%	50%	50%	50%
Atrium European Real Estate	0,81	0,78	0,75	-
CA Immobilien Anlagen	0,74	0,66	0,63	0,56
Conwert Immobilien Invest SE	0,75	0,74	0,72	0,75
Deutsche Euroshop AG	1,08	1,03	1,00	0,99
Immofinanz AG	0,72	0,64	0,63	0,58
IVG Immobilien AG	0,66	0,62	0,56	0,58
Klepierre	1,21	1,14	1,07	1,07
Segro	0,88	0,89	0,84	0,79
Unibail Rodamco SE	1,33	1,18	1,10	1,01
Sparkassen Immobilien AG	0,74	0,69	0,63	0,60
Mediana	0,78	0,76	0,74	0,75
Waga	50%	50%	50%	50%
Mediana	0,92	0,86	0,79	0,73
Echo Investment	1,11	1,00	0,84	0,66
Premia	19,8%	16,0%	5,4%	-8,4%
Implikowana wycena				
Mediana	0,92	0,86	0,79	0,73
Waga roku	10%	30%	30%	30%
BVPS	4,46	4,93	5,91	7,43
Wartość firmy na akcję (PLN)	4,71			

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	373,7	438,2	431,4	427,8	400,1	603,2	736,8
zmiana %	12,1%	17,2%	-1,5%	-0,9%	-6,5%	50,8%	22,1%
w tym: wynajem powierzchni	333,8	249,1	306,5	317,2	326,1	357,8	469,0
w tym: sprzedaż mieszkań	32,0	174,7	113,4	81,0	74,0	245,4	222,5
w tym: budowa hoteli i inne	7,9	14,4	11,5	29,6	0,0	0,0	0,0
Koszt własny sprzedaży	-185,9	-177,8	-167,7	-174,8	-142,4	-267,4	-336,5
Zysk brutto na sprzedaży	187,8	260,4	263,7	252,9	257,6	335,9	400,2
marża brutto na sprzedaży	50,3%	59,4%	61,1%	59,1%	64,4%	55,7%	54,3%
Zysk brutto na sprzedaży: wynajem powierzchni	171,3	170,1	225,5	227,7	235,8	261,7	341,6
marża brutto na sprzedaży	51,3%	68,3%	73,6%	71,8%	72,3%	73,1%	72,8%
Zysk brutto na sprzedaży: sprzedaż mieszkań	12,4	86,1	34,6	16,5	21,9	74,2	51,3
marża brutto na sprzedaży	38,8%	49,3%	30,5%	20,4%	29,6%	30,2%	23,0%
Koszty sprzedaży	-21,5	-21,3	-18,0	-21,2	-24,4	-28,0	-32,2
Koszty ogólnego zarządu	-49,0	-48,3	-37,2	-40,4	-43,6	-47,1	-50,8
Pozostała działalność operacyjna netto	14,8	22,8	10,6	13,7	0,0	0,0	0,0
EBIT bez rewaluacji	132,2	213,6	219,0	205,1	189,7	260,8	317,2
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	250,3	458,1	-22,9	-90,4	172,2	415,4	684,9
Zysk ze sprzedaży nieruchomości	29,6	-0,1	0,0	52,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	412,1	671,7	196,1	167,6	361,9	676,2	1 002,1
zmiana %	8,2%	63,0%	-70,8%	-14,6%	116,0%	86,8%	48,2%
marża EBIT	110,3%	153,3%	45,5%	39,2%	90,5%	112,1%	136,0%
Wynik na działalności finansowej	-12,2	-526,3	-66,5	-30,0	-119,4	-168,9	-212,9
Aktualizacja wartości jedn. podporządkowanych	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	399,8	145,4	129,6	137,5	242,5	507,3	789,2
Podatek dochodowy	-75,4	-41,2	-25,9	9,2	-46,1	-96,4	-149,9
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	146,9	196,4	410,9	639,2
zmiana %	16,2%	-67,9%	-0,5%	41,6%	33,7%	109,2%	55,6%
marża %	86,8%	23,8%	24,0%	34,3%	49,1%	68,1%	86,8%
Amortyzacja	5,7	4,8	4,4	2,1	5,1	5,1	5,2
EBITDA	417,8	676,5	200,5	169,6	367,0	681,4	1 007,3
zmiana %	8,2%	61,9%	-70,4%	-15,4%	116,4%	85,6%	47,8%
marża EBITDA	111,8%	154,4%	46,5%	39,7%	91,7%	113,0%	136,7%
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	0,98	1,52
CEPS	0,79	0,26	0,26	0,35	0,48	0,99	1,53
ROAE	23,9%	6,6%	6,1%	8,1%	10,0%	18,0%	22,8%
ROAA	10,5%	2,7%	2,4%	3,4%	4,2%	7,5%	9,1%



Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	3 442,8	4 198,0	4 270,9	4 488,8	4 817,9	6 207,8	7 777,2
Majątek trwały	2 460,6	3 281,4	3 548,3	3 562,2	3 794,0	5 390,6	7 336,3
Rzeczowe aktywa trwałe	20,0	19,9	18,6	25,4	25,6	25,7	25,9
Nieruchomości inwestycyjne	2404,4	3192,6	3485,7	3519,9	3751,6	5348,0	7293,5
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	11,0	24,1	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	24,7	42,5	42,5	15,1	15,1	15,1	15,1
Inne	0,6	2,4	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Majątek obrotowy	982,2	916,5	722,7	926,6	1 023,9	817,2	440,9
Zapasy	492,1	486,7	420,5	457,1	524,1	491,3	434,4
Należności handlowe i pozostałe	16,4	56,7	96,4	44,9	44,9	44,9	44,9
Udzielone pożyczki	26,8	0,6	0,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Pochodne instrumenty finansowe	6,7	0,4	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	394,0	321,8	169,1	378,8	409,1	235,1	-84,3
Inne	46,2	50,4	35,0	44,0	44,0	44,0	44,0
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	3 442,8	4 198,0	4 270,9	4 488,8	4 817,9	6 207,8	7 777,2
Kapitał własny	1 519,1	1 640,6	1 733,7	1 874,6	2 071,0	2 481,9	3 121,2
Kapitał mniejszości	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zobowiązania długoterminowe	1 545,7	2 129,2	2 049,7	2 106,1	2 238,8	3 217,7	4 147,9
Kredyty i pożyczki	1 230,6	1 589,2	1 664,1	1 746,1	1 846,1	2 746,1	3 546,1
Pochodne instrumenty finansowe	0,0	174,1	2,7	10,3	10,3	10,3	10,3
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku	232,8	275,5	287,8	240,9	273,7	352,6	482,7
Inne	82,3	90,4	95,1	108,7	108,7	108,7	108,7
Zobowiązania krótkoterminowe	378,0	428,2	487,5	508,2	508,2	508,2	508,2
Kredyty i pożyczki	30,3	125,0	176,8	325,2	325,2	325,2	325,2
Pochodne instrumenty finansowe	0,0	65,8	164,0	8,6	8,6	8,6	8,6
Zobowiązania handlowe	116,1	98,9	65,9	102,2	102,2	102,2	102,2
Otrzymane zaliczki	192,1	111,4	54,6	18,6	18,6	18,6	18,6
Inne	39,5	27,0	26,3	53,6	53,6	53,6	53,6
Dług	1 260,9	1 714,2	1 840,9	2 071,3	2 171,3	3 071,3	3 871,3
Dług netto	866,8	1 392,4	1 671,8	1 692,5	1 762,2	2 836,2	3 955,6
(Dług netto / Kapitał własny)	57,1%	84,9%	96,4%	90,3%	85,1%	114,3%	126,7%
(Dług netto / EBITDA)	2,1	2,1	8,3	10,0	4,8	4,2	3,9
BVPS	3,6	3,9	4,1	4,5	4,9	5,9	7,4

Rachunek przepływów pieniężnych

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	49,5	33,7	185,0	118,3	114,5	281,2	359,4
Zysk netto	324,4	104,2	103,7	146,8	196,4	410,9	639,2
Amortyzacja	5,7	4,8	4,4	2,1	5,1	5,1	5,2
Kapitał obrotowy	-53,1	-75,6	-9,5	-6,8	-67,0	32,7	56,9
Wycena nieruchomości inwestycyjnych	-271,6	-225,1	6,2	-68,8	-172,2	-415,4	-684,9
Inne	44,2	225,3	80,3	45,1	152,1	247,9	343,1
Przepływy inwestycyjne	-172,3	-320,9	-393,4	-62,5	-64,7	-1 186,3	-1 265,9
Zbycie (nabycie) rzeczowych aktywów trwałych	-80,4	-272,9	-3,4	-27,0	-5,3	-5,3	-5,3
Zbycie inwestycji w nieruchomości	45,6	0,0	0,0	248,4	428,1	0,0	0,0
Inwestycje w nieruchomości	-128,9	-53,4	-358,4	-187,1	-487,5	-1 181,0	-1 260,6
Inne	-8,6	5,4	-31,6	-96,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	225,9	191,6	63,3	159,9	-19,4	731,1	587,1
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	297,9	280,7	148,7	270,5	100,0	900,0	800,0
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	-119,4	-168,9	-212,9
Pozostałe	-0,5	0,6	5,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Różnice kursowe	-6,1	23,3	-7,6	-5,9	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	97,0	-72,3	-152,7	209,7	30,3	-174,0	-319,4
Środki pieniężne na koniec okresu	394,0	321,8	169,1	378,8	409,1	235,1	-84,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	-76,3	44,8	-169,0	126,2	58,0	-892,8	-891,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	56,0%	74,5%	83,9%	50,1%	123,2%	196,7%	171,8%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	6,4	19,9	20,0	14,1	10,6	5,0	3,2
P/CE	6,3	19,0	19,2	13,9	10,3	5,0	3,2
P/BV	1,37	1,26	1,20	1,11	1,00	0,84	0,66
P/S	5,6	4,7	4,8	4,9	5,2	3,4	2,8
FCF/EV	-2,6%	1,5%	-5,7%	4,3%	2,0%	-30,4%	-30,3%
EV/EBITDA	7,0	4,3	14,7	17,3	8,0	4,3	2,9
EV/EBIT	7,1	4,4	15,0	17,6	8,1	4,4	2,9
EV/S	7,9	6,7	6,8	6,9	7,4	4,9	4,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	4,94						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0	420,0
MC (mln PLN)	2074,8	2074,8	2074,8	2074,8	2074,8	2074,8	2074,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EV (mln PLN)	2 941,7	3 467,2	3 746,5	3 767,3	3 836,9	4 911,0	6 030,4



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 Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@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 Zybała 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

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@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

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@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

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 księgowa

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 księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

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

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

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 stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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. Wyeliminowanie 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Echo Investment