

Sprzedaj, 5,91 PLN

Obniżona z: Trzymaj

Zdyskontowane perspektywy

Obniżamy rekomendację dla akcji ECHO do Sprzedaj z Trzymaj z ceną docelową na poziomie 5,91 PLN za akcję. Obecna wycena ECHO odzwierciedla w naszej opinii aktualny program inwestycyjny spółki, z uwzględnieniem wysokich oczekiwanych marż na działalności deweloperskiej na poziomie ok. 30-40%. Dodatkowe zyski mogą być związane z rozwojem nowych projektów. Ryzyko dla wyceny stanowią oczekiwane wzrosty stóp procentowych oraz rosnące rentowności obligacji.

W naszej opinii wycena akcji dyskontuje już sukces aktualnego programu inwestycyjnego, opartego na oczekiwanych marżach w wysokości ok. 30%-40% oraz korzystną sytuację na rynku nieruchomości. Na polskim rynku nastąpił dalszy spadek efektywnych stóp zwrotu, który widoczny był przy wycenie Q22 (5,35%). Wzrost wartości nieruchomości jest jednak w dalszym ciągu hamowany przez wysoką podaż.

Po sprzedaży portfela nieruchomości ECHO dokonało modyfikacji strategii. W ramach grupy Griffin, ECHO skupi się na działalności deweloperskiej i nie będzie już budować własnego portfela nieruchomości. Spółka planuje także nabyć w ciągu najbliższych miesięcy działki dające możliwość wybudowania powierzchni użytkowej ok. 500 tys. m². Większą część nowych powierzchni ma przypaść na inwestycje mieszkaniowe i biurowe.

Spółka realizuje obecnie głównie inwestycje objęte umowami ROFO. Pozostały bank ziemi dla powierzchni komercyjnych koncentruje się w dużym stopniu na projektach biurowych na terenie Warszawy. Spółka objęła także 30% udziałów w inwestycji w centrum handlowe przy ul. Towarowej 22.

ECHO sfinalizowało transakcję sprzedaży trzech nieruchomości objętych umowami ROFO oraz biurowca Q22. Transakcja ta wygenerowała ponad 1 mld PLN wolnych środków. Środki te posłużyły m.in.: do finansowania wypłaty dywidendy oraz do nabycia udziałów w działce przy ul. Towarowej 22. W tym roku ECHO sprzeda kolejne biurowce, a w 2018 r. Galerię Libero. W naszej opinii kolejne dywidendy zależne będą od skali programu inwestycyjnego.

mln PLN	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	577	586	478	453	270
Zysk brutto na sprzedaży	310	286	216	134	67
EBIT	653	911	653	288	345
Zysk (strata) netto	404	514	474	217	266
P/E	6,4	5,4	5,3	11,7	9,5
P/BV	0,8	0,8	1,5	1,4	1,2
Stopa dywidendy	0,00	99,84	0,00	0,00	0,00
Marża brutto	53,66	48,76	45,14	29,58	24,86
EPS	0,98	1,25	1,15	0,53	0,64
DPS	0,00	6,12	0,00	0,00	0,00
FCF	-	-	0	0	0

P - Prognozy DM PKO BP
mln PLN

Informacje

Kurs akcji (PLN)	6,13
Upside	-4%
Liczba akcji (mn)	412,69
Kapitalizacja (mln PLN)	2 529,79
Free float	14%
Free float (mln PLN)	363,53
Free float (mln USD)	89,65
EV (mln PLN)	3 122,34
Dług netto (mln PLN)	592,55

Dywidenda

Stopa dywidendy (%)	99,8%
Odcięcie dywidendy	-

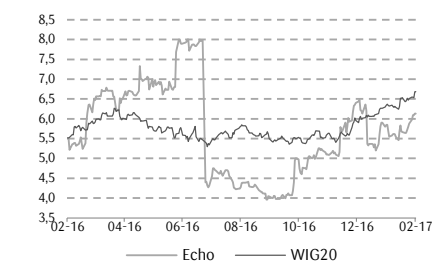
Akcjonariusze

	% Akcji
Lisala	66,00
AVIVA OFE	10,01
NN OFE	9,62
-	-

Poprzednie rekom.

	Data i cena docelowa
Trzymaj	25/07/2016 4,70 PLN
Kupuj	03/10/2014 7,30 PLN

Kurs akcji



	WIG20	Spółka
1 miesiąc	6,1%	4,8%
3 miesiące	19,1%	20,4%
6 miesięcy	15,4%	43,2%
12 miesięcy	20,6%	11,1%
Min 52 tyg. PLN		3,96
Max 52 tyg. PLN		8,00
Średni dzienny obrót mln PLN		-

Analitik

Stanisław Ozga, CFA
+48 22 521 79 13
stanislaw.ozga@pkobp.pl

Adres:

Dom Maklerski PKO Banku Polskiego
ul. Puławska 15
02-515 Warszawa

Echo po sprzedaży portfela nieruchomości przedstawiło zmodyfikowaną strategię. Strategia zakłada koncentrację na biznesie deweloperskim w ramach grupy Griffin i Spółka nie będzie już budować własnego portfela nieruchomości. ECHO ma już silną pozycję jako deweloper powierzchni biurowych i handlowych, dlatego szczególny nacisk w strategii został położony na rozwój segmentu deweloperskiego.

Działanie w ramach grupy Griffin i współpraca z EPP ułatwiają spółce sprzedaż dewelopowanych nieruchomości. Obecnie w trakcie budowy znajdują się głównie inwestycje, które zostały objęte umową ROFO, które obejmują m.in. Galerię Libero i powierzchnie biurowe. Nowa strategia jest poparta planami kupna w ciągu najbliższych miesięcy portfela nieruchomości pozwalającego na budowę ok. 500 tys. m² nowych powierzchni. Główna część zakupów ma koncentrować się w segmencie mieszkaniowym - ok. 56% powierzchni i handlowym - ok. 42% powierzchni.

Według strategii ECHO ma zamiar kontynuować wypłatę dywidend. Spółka nie ogłosiła jeszcze polityki dywidendowej - wydaje się jednak, że polityka ta będzie miała charakter rezydualny związany z bieżącymi wpływami i wydatkami inwestycyjnymi. Sprzedaż trzech nieruchomości biurowych oraz Q22 w grudniu ubiegłego roku umożliwiła spółce wypłatę dywidendy zaliczkowej w grudniu 2016 r. w wysokości 0.85 PLN na akcję. Kolejne nieruchomości będą sprzedane w 2017 r. i 2018 r., jednak dywidendy mogą być niższe ze względu na planowane zakupy działek.

Echo nie jest już zainteresowane rozwojem projektów zagranicznych, na które składały się projekty biurowe w Kijowie i handlowe w Brasov i Budapeszcie.

Segment mieszkaniowy

Spółka chce w ciągu najbliższych 3-4 lat wejść do grupy pięciu największych graczy na rynku i zwiększyć sprzedaż do poziomu ok 2000-2500 mieszkań rocznie. Główny nacisk zostanie położony na dotychczasowe rynki jakimi są Warszawa, Kraków, Wrocław Poznań i Łódź. Powierzchnie mieszkaniowe mają stanowić większość z planowanych w ciągu najbliższych miesięcy powierzchni ok. 56%. By zwiększyć sprzedaż, ECHO więcej mieszkań ma oferować w segmencie popularnym. Echo będzie także budować mieszkania dla podmiotów z grupy Griffina w ramach projektu Resi for Rent. W 2017 r. ECHO może rozpocząć budowę ok. 1100 mieszkań do sprzedaży oraz 1700 - do platformy mieszkań na wynajem Resi for Rent (R4R) tworzonej przez Griffin Real Estate.

Inwestycje mieszkaniowe

Nazwa	Lokalizacja	PUM (m ²)	Przychody (mln PLN)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Kościuszki Apartments	Kraków	5 300	64,5	Q4 2015	Q4 2017
Dom pod Wilgą (etap I)	Kraków	6 500	51,90	Q4 2015	Q3 2017
Dom pod Wilgą (etap II)	Kraków	8 800	72,3	Q3 2016	Q2 2018
Rakowicka	Kraków	7 600	65,7	Q4 2016	Q2 2018
Osiedle Jarzębinowe (etap III)	Łódź	6 500	31,6	Q4 2015	Q3 2017
Sowińskiego (etapy II-III)	Poznań	7 700	55,7	Q2 2015	Q2 2017
Jackowskiego	Poznań	8 100	52,4	Q3 2015	Q3 2017
Pod Klonami szeregi (etap III)	Poznań	1 900	8,6	Q4 2015	Q2 2017
Sowińskiego (etap IV)	Poznań	5 100	36,1	Q4 2016	Q3 2018
Nowy Mokotów (etap III)	Warszawa	16 200	129,6	Q3 2015	Q3 2017
Nowy Mokotów (etap IV)	Wrocław	3 200	29,6	Q3 2016	Q1 2018
Grzybowska, Browary A	Wrocław	5 200	55	Q4 2016	Q2 2018
Grota - Roweckiego (etap II)	Wrocław	8 100	40,9	Q4 2015	Q4 2017
Podsuma		90 200	693,9		
W przygotowaniu					
Dom pod Wilgą (etap III)	Kraków	4600	38,7	Q1 2018	Q4 2019
Osiedle Jarzębinowe (etap IV)	Łódź	4300	20,9	Q4 2016	Q4 2018
Osiedle Jarzębinowe (etap V)	Łódź	8600	42,3	Q3 2017	Q2 2019
Osiedle Jaśminowe (etap III)	Poznań	3800	21	Q4 2016	Q3 2018
Osiedle Jaśminowe (etap IV)	Poznań	5100	27,7	Q1 2018	Q4 2019
17 MW (etap I)	Poznań	8200	42,3	Q4 2016	Q3 2018
17 MW (etap II)	Poznań	4600	23,5	Q4 2017	Q2 2019
17 MW (etap III)	Poznań	5600	28,9	Q3 2018	Q1 2020
Garbary	Poznań	12300	85,6	Q2 2018	Q4 2019
Grzybowska, Browary B	Warszawa	10600	109,3	Q1 2017	Q4 2018
Grzybowska, Browary C	Warszawa	6900	70,9	Q3 2017	Q4 2018
Grzybowska, Browary E	Warszawa	5100	52	Q1 2018	Q4 2019
Rychtalska	Wrocław	11100	69,3	Q2 2017	Q1 2019
Gdańska	Wrocław	4000	29,4	Q3 2017	Q1 2019
Podsuma		94 800	661,8		
Łącznie		185 000	1 356		

Źródło: Echo

Projekty biurowe

Oprócz segmentu mieszkaniowego stanowią podstawę aktualnego programu inwestycyjnego. Obecnie Spółka rozpoczęła zabudowę działki przy ul. Grzybowskiej. W tym roku mają także rozpocząć się inwestycje przy ul. Beethovena i Taśmowej. Oprócz dużego banku ziemi na terenie Warszawy, w tym roku Spółka kupiła również działkę umożliwiającą budowę ok. 47 tys. m² w Katowicach. Projekty biurowe mają również stanowić istotną część (ok. 42%) z planowanych na najbliższe miesiące zakupów.

Inwestycje biurowe

Nazwa	Lokalizacja	PNB (m ²)	NOI (mln EUR)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Symetris (etap II)	Łódź	9 500	1,6	Q2 2016	Q3 2017
O3 Business Campus (etap II)	Kraków	19 100	3,2	Q1 2016	Q3 2017
O3 Business Campus (etap III)	Kraków	19 100	3,2	Q4 2016	Q1 2018
Sagittarius	Wrocław	24 900	4,5	Q2 2016	Q1 2018
West Link	Wrocław	14 200	2,5	Q3 2016	Q4 2017
Podsuma		86 800	15,0		
W przygotowaniu					
Beethovena (etap I)	Warszawa	18 000	3,1	Q1 2017	Q3 2018
Beethovena (etap II)	Warszawa	17 400	2,9	Q3 2018	Q1 2020
Beethovena (etap III)	Warszawa	20 100	3,2	Q1 2020	Q3 2021
Tasmowa (etap I)	Warszawa	17 700	3,0	Q3 2017	Q2 2019
Grzybowska, Browary J	Warszawa	15 000	3,1	Q2 2017	Q3 2018
Grzybowska, Browary K	Warszawa	21 000	3,4	Q2 2018	Q1 2020
Grzybowska, Browary G	Warszawa	8 800	1,8	Q2 2018	Q3 2019
Grzybowska, Browary H	Warszawa	12 200	2,5	Q4 2019	Q4 2020
Podsuma		130 200	23,0		
Łącznie		217 000	38,0		

Źródło: Echo

Projekty handlowe

Spółka buduje obecnie galerię Libero w Katowicach, która ma zostać sprzedana do EPP w 2018 r. Kolejnym dużym projektem będzie galeria handlowa przy ul. Towarowej w Warszawie, w której ECHO kupiło 30% udziałów. Możliwość dewelopowania kolejnych projektów w tym segmencie jest ograniczona ze względu na nasycenie rynku w miastach regionalnych, dlatego nie mają one istotnego udziału w planach zakupu nowych działek. W naszej opinii, działania w tym segmencie mogą się skoncentrować raczej na zakupie istniejących centrów I i II generacji oraz ich modernizacji.

Inwestycje handlowe

Nazwa	Lokalizacja	PNB (m ²)	NOI (mln EUR)	Rozpoczęcie realizacji	Zakończenie realizacji
W budowie					
Galaxy (rozbudowa)*	Szczecin	15 100	3,3	Q1 2016	Q4 2017
Outlet Park (etap III)*	Szczecin	3 800	0,6	Q4 2016	Q4 2017
Libero	Katowice	44 700	9,0	Q3 2016	Q1 2018
Łącznie		63 600	12,9		

Źródło: Echo, * - projekty wchodzą w skład pakietu sprzedanego do Echo Polska Properties N.V

Wycena

Wyceniamy spółkę metodą zdyskontowanych aktywów netto, z uwzględnieniem wyceny porównawczej. Metoda zdyskontowanych aktywów netto oddaje wartość portfela nieruchomości posiadanego przez spółkę oraz wpływ programu inwestycyjnego spółki w ciągu najbliższych 3 lat. Wycena porównawcza obejmuje wycenę relatywną aktywów w stosunku do wyceny rynkowej Spółki. Uwzględniamy wycenę części mieszkaniowej Spółki po roku 2019.

Zakładamy program inwestycyjny zgodnie z prezentacjami Spółki. Dodatkowo uwzględniamy nowe powierzchnie biurowe 50 tys. m, mieszkaniowe 30 tys. m² oraz inwestycję w CH Towarowa 22.

Zakładamy kurs walutowy EUR/PLN na poziomie 4,30 w 2017 r., 4,30 w 2018 r, oraz 4,30 w 2019 r.

Zakładamy stały poziom yieldów w okresie, oraz stałe czynsze na powierzchniach komercyjnych (renegocjacje czynszów pokrywane przez podwyżki z tytułu inflacji).

Główne ryzyka jakie widzimy dla waluacji związane są z możliwością odwrócenia się obecnych trendów dotyczących oczekiwanych stóp zwrotu z nieruchomości oraz kosztów finansowania, które obecnie są na niskich poziomach. W przypadku głównego rynku, jakim dla spółki jest obecnie Warszawa, ze względu na znaczną podaż nowych powierzchni biurowych, również widoczna jest presja na czynsze.

Wycena - zdyskontowana wartość aktywów netto (tys. PLN)	2017P	2018P	2019P
Nieruchomości inwestycyjne	173 546	173 546	664 975
Nieruchomości inwestycyjne w budowie	1 475 470	1 434 720	1 231 065
Zapasy	607 155	629 902	406 029
Inwestycje finansowe	618 055	663 305	861 305
Rzeczowe aktywa trwałe	9 545	5 495	1 445
Pozostałe aktywa	187 069	161 780	164 392
Dług odsetkowy netto	-955 006	-682 838	-413 568
Podatek odroczony	-12 812	-17 511	-22 210
Pozostałe zobowiązania	-261 394	-261 254	-261 150
Aktywa netto	1 841 629	2 107 145	2 632 283
na akcję (PLN)	4,46	5,11	6,38
wycena działalności deweloperskiej na akcję (PLN)			1,46

Koszt kapitału własnego

Stopa wolna od ryzyka	3,4%	3,4%	3,4%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0
Koszt kapitału własnego	8,4%	8,4%	8,4%
Zdyskontowane aktywa netto na 10.02.2017	1 714 382	1 809 551	2 085 353
na akcję (PLN)	4,15	4,38	5,05

Źródło: ECHO, P - prognoza DM PKO BP

Wycena spółki

	waga	wycena
Wycena porównawcza	50%	3,5
Wycena zdyskontowanych aktywów netto na 10.02.2017	50%	5,1
Wycena działalności mieszkaniowej		1,2
Wycena na 10.02.2017		5,4
Cena docelowa za 12 miesięcy (PLN)		5,91
Cena bieżąca		6,13
Oczekiwana stopa zwrotu		-4%

Źródło: prognoza DM PKO BP

Wycena porównawcza

Nazwa spółki	Kapitalizacja		P/BV			Dług netto/ Kapitał własny
	mln EUR	2016P	2017P	2018P	2016P	
GLOBE TRADE CENTRE SA	904,9	1,17	0,97	0,89	0,87	
UNIBAIL-RODAMCO SE	21 946,3	1,21	1,13	1,07	0,73	
ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	1 480,3	0,74	0,73	0,71	0,40	
IMMOFINANZ AG	1 829,5	0,59	0,59	0,60	1,01	
CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG	1 859,6	0,80	0,77	0,75	0,56	
DEUTSCHE EUROSHOP AG	2 090,9	1,10	1,04	1,01	0,76	
średnia		0,93	0,87	0,84	0,72	
ECHO INVESTMENT S.A.	576,7	1,37	1,19	0,96	0,85	
premia/dyskonto do średniej		46%	37%	14%		
wycena po uwzgl. premii/dyskonta		3,16	3,37	4,06		
wagi		33%	33%	33%		
wycena porównawcza				3,5		

Źródło: Bloomberg, DM PKO BP

Prognozy finansowe

Rachunek zysków i strat	10/11	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przychody netto ze sprzedaży	407	583	528	577	586	478	453	270	264
Koszt własny sprzedaży	-161,1	-277,3	-235,6	-267,5	-300,3	-262,4	-319,0	-203,0	-203,0
Zysk brutto ze sprzedaży	245,9	305,5	292,2	309,8	285,7	215,8	134,0	67,1	60,6
Koszty sprzedaży	-26,4	-28,7	-27,5	-32,1	-35,5	-42,4	-28,5	-24,5	-25,2
Koszty ogólnego zarządu	-52,4	-54,8	-54,6	-65,8	-88,4	-87,4	-62,0	-62,5	-62,4
Pozostałe przychody operacyjne	36,7	40,6	34,4	19,4	17,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	-14,1	-12,3	-20,5	-28,8	-19,4	-30,8	0,0	0,0	0,0
Zysk z działalności operacyjnej	539,4	189,5	496,7	652,9	911,1	653,5	287,9	344,7	620,7
Zysk z udziałów w jednostkach podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,7	-6,0	20,5	11,4	12,7	12,7
Saldo działalności finansowej	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Przychody finansowe	1,8	0,3	9,6	1,4	4,9	61,5	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	-147,6	-147,0	-164,1	-151,1	-241,4	-346,4	-44,3	-45,0	-45,0
Zysk przed opodatkowaniem	199,7	183,9	319,3	447,0	677,7	284,6	255,0	312,4	588,4
Podatek dochodowy	8,1	190,2	11,9	-42,7	-163,6	189,9	-38,2	-46,9	-63,3
Zyski (straty) mniejszości	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) netto	207,9	374,1	331,1	404,2	514,1	474,5	216,7	265,5	525,1
Skorygowany zysk (strata) netto	207,9	374,1	331,1	404,2	514,1	474,5	216,7	265,5	525,1
Bilans	10/11	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Aktywa Trwałe	4 129,1	4 173,7	4 596,1	5 412,3	1 572,5	1 664,5	2 237,9	2 210,5	2 692,3
Wartości niematerialne i prawne	1,4	1,2	0,8	0,5	0,2	1,4	1,4	1,4	1,4
Rzeczowe aktywa trwałe	55,9	55,9	75,4	46,3	17,6	13,6	9,5	5,5	1,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	561,4	375,8	421,6	417,2	910,8	865,4	496,5	617,6	647,6
Pozostałe aktywa długoterminowe	106,0	45,6	58,0	13,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa Obrotowe	1 220,4	1 029,4	1 534,1	1 136,3	1 623,5	1 577,5	1 219,4	1 365,8	1 174,5
Zapasy	500,9	463,1	499,5	592,9	595,5	598,7	607,2	629,9	406,0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	561,4	375,8	421,6	417,2	910,8	865,4	496,5	617,6	647,6
Aktywa razem	5 349,5	5 453,2	6 224,4	6 548,7	8 389,0	3 419,6	3 567,3	3 686,4	3 976,8
Kapitał Własny	2 095,5	2 431,6	2 765,5	3 152,5	3 663,5	1 690,9	1 841,6	2 107,1	2 632,3
Kapitały mniejszości	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania długoterminowe	2 612,0	2 311,7	2 225,8	2 952,7	4 025,2	672,4	666,1	667,2	630,9
Kredyty i pożyczki	2 241,6	2 146,3	2 072,3	2 824,8	3 707,9	644,4	637,8	637,8	600,5
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	40,4	49,7	45,1	46,6	65,9	9,6	9,7	6,0	2,3
Zobowiązania krótkoterminowe	642,0	709,9	1 233,1	443,4	700,3	1 056,2	1 059,6	912,1	713,6
Kredyty i pożyczki	317,5	550,1	562,0	245,9	331,8	813,6	813,6	662,6	460,6
Zobowiązania z tytułu świadczeń pracowniczych	77,0	25,8	46,1	51,8	71,7	73,3	74,8	76,4	77,9
Pozostałe rezerwy	25,0	6,3	5,9	9,5	140,1	10,8	11,0	11,2	11,5
Zobowiązania handlowe i pozostałe	192,5	103,4	115,8	92,9	112,6	112,6	112,6	112,6	112,6
Pasywa razem	5 349,5	5 453,2	6 224,4	6 548,7	8 389,0	3 419,6	3 567,3	3 686,4	3 976,8
Rachunek Przepływów Pieniężnych	10/11	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej	228,3	98,2	164,9	-44,5	11,2	-44,5	11,2	-73,8	149,3
Przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej	64,7	-365,6	-578,9	2 595,0	-266,0	2 595,0	-266,0	360,1	147,1
Przepływy środków pieniężnych z działalności finansowej	-249,9	287,9	875,7	-2 529,2	-110,3	-2 529,2	-110,3	-45,0	-45,0
Wskaźniki	10/11	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P
ROE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROA	3,9%	6,9%	5,3%	6,2%	6,1%	13,9%	6,1%	7,2%	13,2%
P/BV	0,9	0,7	1,0	0,8	0,8	1,5	1,4	1,2	1,0
Dług netto	2 212,6	2 653,5	3 129,0	592,6	955,0	592,6	955,0	682,8	413,6
Dług netto/EBITDA	4,0	13,6	6,2	0,9	1,0	0,9	3,3	2,0	0,7

Źródło: prognozy DM PKO BP

KONTAKTY

Biuro Analiz Rynkowych

Artur Iwański	(dyrektor BAR, sektor wydobywczy)	(022) 521 79 31	artur.iwanski@pkobp.pl
Robert Brzoza	(sektor finansowy, strategia)	(022) 521 51 56	robert.brzoza@pkobp.pl
Tomasz Kasowicz	(sektor paliwowy, sektor chemiczny)	(022) 521 79 41	tomasz.kasowicz@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(przemysł, budownictwo, inne)	(022) 521 48 12	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Stanisław Ozga	(sektor energetyczny, sektor deweloperski)	(022) 521 79 13	stanislaw.ozga@pkobp.pl
Adrian Skłodowski	(handel hurtowy i detaliczny)	(022) 521 87 23	adrian.sklodowski@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(sektor finansowy)	(022) 580 39 47	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Alicja Zaniewska	(analizy rynkowe)	(022) 580 33 68	alicja.zaniewska@pkobp.pl
Małgorzata Żelazko	(telekomunikacja, media)	(022) 521 52 04	malgorzata.zelazko@pkobp.pl
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(022) 521 89 13	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(022) 521 65 73	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(022) 521 79 10	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl

Biuro Klientów Instytucjonalnych

Wojciech Żelechowski	(director)	(022) 521 79 19	wojciech.zelechowski@pkobp.pl
Robert Noworyta	(sales)	(022) 521 52 46	robert.noworyta@pkobp.pl
Michał Sergejev	(sales)	(022) 521 82 14	michal.sergejev@pkobp.pl
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(022) 521 91 33	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Marcin Borciuch	(sales trader)	(022) 521 82 12	marcin.borciuch@pkobp.pl
Piotr Dedecjus	(sales trader)	(022) 521 91 40	piotr.dedecjus@pkobp.pl
Tomasz Ilcyszyn	(sales trader)	(022) 521 82 10	tomasz.ilcyszyn@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(022) 521 65 41	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Maciej Kaluża	(trader)	(022) 521 91 50	maciej.kaluza@pkobp.pl
Joanna Wilk	(trader)	(022) 521 48 93	joanna.wilk@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza rekomendacja (dalej: „Rekomendacja”) została opracowana przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego (dalej: „DM PKO BP”), firmę rekomendującą (dalej: Rekomendującą), działającą zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (dalej: Rozporządzenie), wyłącznie na potrzeby klientów DM PKO BP i podlega utajnieniu w okresie siedmiu następnych dni kalendarzowych po dacie udostępnienia.

Rekomendacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez DM PKO BP.

Ileokroć w rekomendacji mowa jest o „Emitencie” należy przez to rozumieć spółkę, do której bezpośrednio lub pośrednio odnosi się rekomendacja. W przypadku, gdy rekomendacja dotyczy kilku spółek, pojęcie „Emitenta” będzie odnosić się do wszystkich tych spółek.

DM PKO BP przysługują prawa autorskie do Rekomendacji. Punkt widzenia wyrażony w rekomendacji odzwierciedla opinię Analityka/Analityków DM PKO BP na temat analizowanej spółki i emitowanych przez spółkę instrumentów finansowych. Opinii zawartych w niniejszej rekomendacji nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez Emitenta. Powielanie bądź publikowanie Rekomendacji w całości lub części bez zgody DM PKO BP jest zabronione.

Rekomendacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty i informacje powszechnie uznawane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak DM PKO BP nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania Rekomendacji były informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez DM PKO BP i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. DM PKO BP nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Rekomendacji. DM PKO BP jako podmiot profesjonalny nie uchyli się od odpowiedzialności za produkt niedokładny lub niekompletny lub za szkody poniesione przez Klienta w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie nierzetelnej Rekomendacji. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności, jeśli przygotował Rekomendację z należytą starannością oraz rzetelnością. DM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne wady Rekomendacji w szczególności za niekompletność lub niedokładność, jeżeli wad tych nie można było uniknąć ani przewidzieć w momencie podejmowania standardowych czynności przy sporządzaniu Rekomendacji. DM PKO BP może wydać w przyszłości inne rekomendacje, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszej Rekomendacji. Takie rekomendacje odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. DM PKO BP informuje, że trafność wcześniejszych rekomendacji nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

DM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. DM PKO BP zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od Emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Niniejsza rekomendacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony DM PKO BP, Analitycy nie otrzymują żadnych innych świadczeń od Emitenta, ani innych osób trzecich za sporządzane rekomendacje.

DM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie DM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji w zakresie instrumentów finansowych przez Dom Maklerski PKO Banku Polskiego” (tutaj), jak również umowy o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz publikacji przez DM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad DM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni
kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji
EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaż - relacja zysku brutto na sprzedaż do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja DM PKO BP opiera się na co najmniej dwóch z czterech metod wyceny: DCF (model zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metoda wskaźnikowa (porównanie wartości podstawowych wskaźników rynkowych z podobnymi wskaźnikami dla innych firm reprezentujących dany sektor), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) oraz model zdyskontowanych dywidend. Wadą metody DCF oraz modelu zdyskontowanych dywidend jest duża wrażliwość na przyjęte założenia, w szczególności te, które odnoszą się do określenia wartości rezydualnej. Modele zdyskontowanych dywidend nie można ponadto zastosować w przypadku wyceny spółek nie mających ukształtowanej polityki dywidendowej. Zaletami obydwu wymienionych metod jest ich niezależność w stosunku do bieżących wycen rynkowych porównywalnych spółek. Zaletą metody wskaźnikowej jest z kolei to, że bazuje ona na wymiernej wycenie rynkowej danego sektora. Jej wadą jest zaś ryzyko, że w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo porównywalnych spółek. Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod.

Rekomendacje stosowane przez DM PKO BP

Rekomendacja KUPIJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają co najmniej 10% potencjał wzrostu kursu

Rekomendacja TRZYMAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał wzrostu kursu w przedziale od 0 do 10%

Rekomendacja SPRZEDAJ oznacza, że autor rekomendacji uważa, iż akcje spółki posiadają potencjał spadku kursu

Rekomendacje mogą być opatrzone dodatkiem SPEKULACYJNIE oznaczającym, że horyzont inwestycji jest skrócony do 3 miesięcy, a inwestycja jest obciążona podwyższonym ryzykiem.

Rekomendacje wydawane przez DM PKO BP obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. DM PKO BP dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków. Częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W ciągu 6 ostatnich miesięcy DM PKO BP wydał:

Rekomendacja:	Liczba rekomendacji:
Kupuj	23 (35%)
Trzymaj	32 (48%)
Sprzedaj	11 (17%)

Rekomendacje zawieszono:

JSW

Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej Rekomendacji

Podmioty powiązane z DM PKO BP mogą, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z Emitentem, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta lub mieć możliwość lub realizować transakcje Instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta („instrumenty finansowe”). DM PKO BP może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy materiał zostanie przedstawiony odbiorcom.

DM PKO BP ma następujące powiązanie z Emitentem:

Emitent:	Zastrzeżenie
Echo	3, 4

Objaśnienia:

1. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był stroną umów mających za przedmiot oferowanie instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta lub mających związek z ceną instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. W ciągu ostatnich 12 miesięcy DM PKO BP był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta.
2. DM PKO BP nabywa i zbywa instrumenty finansowe emitowane przez Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe.
3. DM PKO BP pełni rolę animatora rynku dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
4. DM PKO BP pełni rolę animatora Emitenta dla instrumentów finansowych Emitenta na zasadach określonych w Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.
5. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP są stronami umowy z Emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
6. DM PKO BP oraz PKO Bank Polski, którego jednostką organizacyjną jest DM PKO BP posiadają akcje Emitenta będące przedmiotem niniejszej rekomendacji, w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.

Poza wspomnianymi powyżej, Emitenta nie łączą żadne inne stosunki umowne z DM PKO BP, które mogłyby wpłynąć na obiektywność niniejszej Rekomendacji.

Ujawnienia

Rekomendacja dotyczy Emitenta/Emitentów : Echo.

Rekomendacja nie została ujawniona Emitentowi.

Pozostałe ujawnienia

Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu ani bliska im osoba nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej



dostęp, nie ma osób, które posiadają akcje Emitenta lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta.

PKO Bank Polski, jego podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z analizowaną spółką.

Rekomendacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, zgodnie z najlepszą wiedzą Rekomendującego, pomiędzy DM PKO BP oraz analitykiem sporządzającym niniejszą rekomendację a Emitentem, nie występują jakiegokolwiek inne powiązania, o których mowa w § 9 i § 10 Rozporządzenia.